

les études
du CNCD-11.11.11

**POINT
SUD
17#**

septembre 2018

Dix ans après le krach de 2008

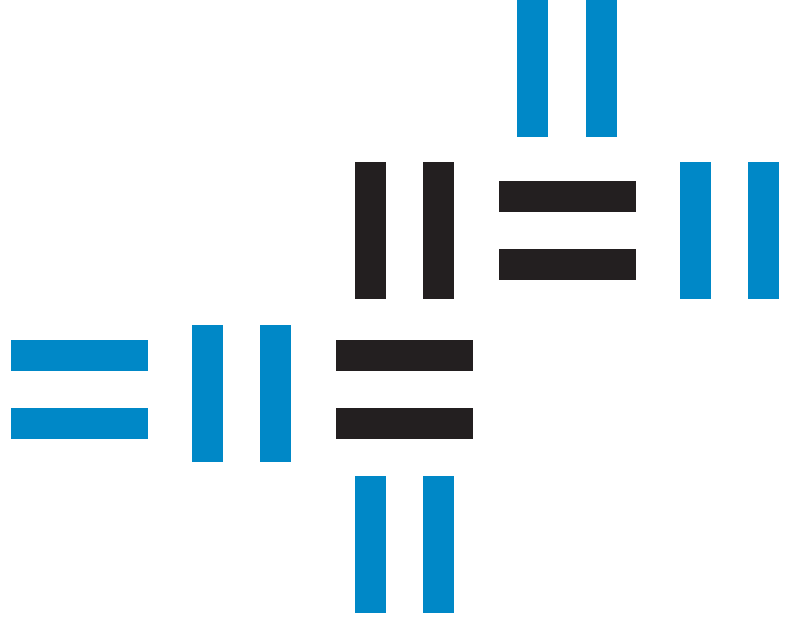
LE RETOUR DES RISQUES SYSTÉMIQUES

Arnaud Zacharie



CNCD

11.11.11



RÉSUMÉ

Suite à la crise financière de 2008, le G20 s'était engagé à réguler la finance mondiale pour éviter qu'une telle crise puisse se répéter. Dans ce but, il avait notamment confié au Comité de Bâle le soin de renforcer les réglementations prudentielles des banques et à l'OCDE la tâche de renforcer la transparence fiscale internationale. Dix ans plus tard, plusieurs mesures ont été adoptées pour mieux encadrer les banques et lutter contre l'évasion fiscale. Toutefois, les détails de ces réformes sont toujours en cours de négociation et le bilan des nouvelles régulations est clairement insuffisant.

En matière de réglementation bancaire, la principale avancée consiste à renforcer les exigences de fonds propres pour couvrir les opérations risquées des banques. Toutefois, le ratio recommandé par le Comité de Bâle reste trop peu élevé, surtout qu'il repose encore en partie sur une pondération des risques calculés par les modèles internes des banques elles-mêmes. En outre, les fonds spéculatifs et les autres acteurs de la finance de l'ombre (*shadow banking*), qui ont été au cœur des chaînes de risques ayant mené à la crise de 2008, sont largement restés hors du champ des nouvelles réglementations. En réalité, la réglementation bancaire est restée un exercice essentiellement national et fondé sur l'autorégulation.

Au niveau européen, l'Union bancaire, qui représente la principale réponse de l'Union européenne à l'instabilité financière, reste inachevée. Certes, un Mécanisme de supervision unique (MSU) a été créé au sein de la Banque centrale européenne (BCE) pour superviser les banques européennes les plus importantes, tandis qu'un Mécanisme de résolution unique (MRU) est censé privilégier en cas de crise bancaire les renflouements internes, financés en priorité par les actionnaires et les créanciers des banques défailtantes, plutôt que les plans de sauvetage externes, financés par les contribuables. Toutefois, ce mécanisme comporte de sérieuses limites, tandis que le projet de Système européen d'assurance des dépôts (SEAD), censé garantir les dépôts bancaires des épargnants européens, n'est toujours pas adopté, du fait que plusieurs États membres refusent l'idée d'une mutualisation européenne des risques.

En matière de transparence fiscale, la principale avancée consiste à mettre en œuvre un mécanisme d'échange automatique des informations fiscales des particuliers, qui devrait être opérationnel en 2019 dans une centaine de pays. L'Union européenne a également adopté une directive anti-blanchiment imposant notamment l'instauration d'un registre public des bénéficiaires effectifs des

SOMMAIRE

02 RÉSUMÉ

04 CHAPITRE 1

RETOUR SUR LA CRISE DE 2008

08 CHAPITRE 2

L'INSUFFISANTE RÉGULATION DE LA FINANCE MONDIALE

16 CHAPITRE 3

UNE UNION BANCAIRE EUROPÉENNE INACHEVÉE

22 CHAPITRE 4

LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS
FINANCIÈRES AU FRIGO

26 CHAPITRE 5

LE RETOUR DES RISQUES SYSTÉMIQUES

36 CONCLUSION

LES ALTERNATIVES POUR RÉGULER
LA FINANCE MONDIALE

sociétés offshore. Toutefois, ces mesures devraient idéalement être généralisées à l'échelle mondiale, tandis que les progrès ont été beaucoup plus limités en matière de lutte contre l'évasion fiscale des firmes transnationales, du fait que les gouvernements continuent de privilégier la défense des intérêts de leurs champions nationaux plutôt que la coopération multilatérale. La compétition fiscale pour attirer les investissements étrangers s'est en outre accélérée, entraînant une baisse continue des niveaux d'impôts des sociétés – à un tel point qu'à ce rythme, le taux moyen mondial de l'ISOC atteindra 0% en 2052. Enfin, le projet de taxation des transactions financières internationales n'a toujours pas été concrétisé et seule une taxe minimaliste est encore envisagée par certains États membres de l'Union européenne.

Pourtant, malgré une embellie de la conjoncture internationale favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt et l'assouplissement monétaire des banques centrales, les déséquilibres financiers et les risques systémiques réapparaissent au sein de l'économie mondiale. La bulle de crédits en Chine, le resserrement des taux d'intérêt aux États-Unis, les crises financières dans les pays émergents et la fragilité du système bancaire européen sont autant

de raisons de s'inquiéter. Non seulement une nouvelle crise financière mondiale pourrait survenir à terme, mais son ampleur pourrait en outre s'avérer pire qu'en 2008, car les risques concernent désormais les banques, les États et les banques centrales des différents pôles de l'économie mondiale, alors qu'ils restaient largement concentrés au sein du système bancaire transatlantique avant 2008.

C'est pourquoi il est nécessaire de prendre des mesures plus ambitieuses pour réguler la finance mondiale et la ramener au service du développement durable.



chapitre 1

RETOUR SUR LA CRISE DE 2008

L'ampleur de la crise financière de 2008 a été telle que ses métastases sont encore présentes dix ans plus tard au sein du système financier international. Après l'éclatement de la bulle immobilière et l'effondrement du marché des crédits *subprimes* aux États-Unis, la crise s'est propagée au sein du système bancaire en Europe et dans le reste de l'économie mondiale. Le coût budgétaire des plans de sauvetage et de la « grande récession » a entraîné une hausse des dettes publiques et débouché sur des plans d'austérité qui ont exacerbé les pressions déflationnistes et fait plonger les économies occidentales dans une « stagnation séculaire »¹.

Si l'intervention massive des banques centrales, qui ont injecté des milliers de milliards de dollars dans le système bancaire pour enrayer l'assèchement du crédit, a permis d'éviter la déflation, elle a également créé de nouvelles bulles et de nouveaux déséquilibres financiers. En outre, l'impact social des politiques d'austérité a été important pour les classes moyennes et les populations les plus pauvres, ce qui a nourri le ressentiment de l'électorat des partis traditionnels et favorisé la montée du nationalisme et du repli identitaire qui remettent en cause les valeurs démocratiques et les droits fondamentaux dans un nombre croissant de pays.

UN DIAGNOSTIC ERRONÉ

Dix ans après la crise, et malgré la publication de milliers de pages sur ses origines, il est interpellant de constater que le diagnostic dominant sur les causes de l'effondrement financier de l'automne 2008 est erroné. En effet, la théorie dominante de l'« excès d'épargne » affirme que ce sont les déséquilibres courants et les transferts d'épargne des pays émergents d'Asie vers les États-Unis qui ont semé les germes de la crise en alimentant la bulle immobilière et financière états-unienne – phénomène que Ben Bernanke, qui dirigeait la Réserve fédérale au moment de la crise, qualifie de « surabondance de l'épargne globale »².

Cette thèse est pourtant contredite par les faits. Certes, les déséquilibres excessifs des comptes courants ont représenté une caractéristique préoccupante de l'économie mondiale, marquée par un modèle de croissance déséquilibré et des pressions déflationnistes. Toutefois, la thèse de l'excès d'épargne a tendance à surestimer le rôle des déséquilibres courants dans l'origine de la crise financière mondiale, pour ainsi pointer du doigt les excès d'épargne des pays émergents, plutôt que les risques excessifs accumulés au sein du système bancaire aux États-Unis et en Europe. Comme l'ont démontré Borio et Disyatat, le principal facteur d'explication de la crise n'est pas l'excès d'épargne, mais l'« excès d'élasticité » du système monétaire et financier international qui a débouché sur une hausse insoutenable du crédit et des prix des actifs – qu'ils qualifient de « déséquilibres financiers »³.



En effet, la majorité des entrées de capitaux à l'origine de la bulle immobilière et financière aux États-Unis a été le fait des banques européennes – dont plus de la moitié située au Royaume-Uni dont le compte courant était pourtant en déficit⁴. Le rôle des pays émergents n'a de ce point de vue pas été significatif : « L'Asie a joué un rôle mineur dans le financement du boom du crédit aux États-Unis, alors que l'Europe, et plus particulièrement les banques européennes (...) ont joué un rôle central. (...) La focalisation sur les déséquilibres des comptes courants masque le rôle des banques européennes dans le soutien du crédit immobilier aux États-Unis et l'effondrement subséquent de ce type de financement. (...) L'élément déclencheur de la crise, et le mécanisme de sa propagation, n'a pas été le déroulement désordonné de déséquilibres mondiaux. Plutôt, il a reflété les dislocations dans la chaîne globale d'intermédiation »⁵. D'ailleurs, lorsque les entrées brutes de capitaux aux États-

Unis ont chuté de 75% entre 2007 et 2008, suite au retrait des banques européennes, les transferts d'épargne en provenance des pays émergents ont continué et ont dès lors plutôt représenté une force stabilisatrice durant la crise.

LA CRISE DE LA FINANCE GLOBALISÉE

Ce sont ainsi les déséquilibres financiers et les risques systémiques provoqués par la transformation du système bancaire international depuis les années 1990 qui ont entraîné la crise de 2008. La globalisation financière, en faisant apparaître de nouveaux produits et de nouveaux acteurs financiers, a permis aux banques de transférer les risques liés aux crédits à de nouveaux « preneurs de risques » – les banques d'investissement, les *hedge funds* et les véhicules financiers hors bilan –, par le biais d'innovations financières – la titrisation⁶, les produits structurés⁷ et

¹ G. Eggertsson et L. Summers, *Secular stagnation in the open economies: How it spreads, how it can be cured*, VOX, 22 juillet 2016. ² B. Bernanke, *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Speech at the Sandridge Lecture, 10 March 2005. Voir aussi B. Bernanke, *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Speech at the Council Foreign Relations, 10 March 2009; P. Krugman, *Revenge of the Glut*, The New York Times, 1 March 2009; The Economist, *When a Flow Becomes a Flood*, 22 January 2009; S. Dunaway, *Global Imbalances and the Financial Crisis*, Council of Foreign Relations Special Report, n°44, 2009. ³ C. Borio and P. Disyatat, *Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?*, BIS Working Paper, n°346, May 2011, p. 3. ⁴ Ibid., p. 15. ⁵ Ibid., p. 20. ⁶ La titrisation consiste à transformer les prêts en titres financiers. Les premières opérations de titrisation ont débuté dans les années 1970 aux États-Unis, avec la titrisation de crédits hypothécaires par les organismes publics *Ginnie Mae* et *Freddie Mac*. Le processus s'est ensuite développé de manière continue pour représenter plus de la moitié des crédits aux États-Unis au moment de la crise de 2008. ⁷ La structuration, qui consiste à répartir les risques d'un crédit en différentes tranches par le biais d'un produit structuré, a vu le jour dans les années 1980 et s'est fortement développée dans les années 2000. Les principaux produits structurés sont les CDO (*Collateralized Debt Obligations*), généralement liés à différents types d'actifs financiers en vue de diluer le risque au sein de produits structurés en tranches plus ou moins risquées. Entre 2001 et 2007, le volume des émissions sur le marché des CDO a été multiplié par six, passant de 200 à 1 200 milliards de dollars. Les ABS (*Asset Backed Securities*), adossés à des actifs comme par exemple les crédits hypothécaires, représentent une autre des formes les plus courantes de titrisation.



les produits dérivés⁸ – qui leur ont permis de sortir les prêts de leurs bilans. Il en a découlé un véritable système bancaire alternatif (*shadow banking*) prenant la forme d'une chaîne internationale de risques et concentrant environ 30% des actifs gérés par le système financier mondial⁹. Ainsi, la globalisation financière a entraîné, selon Brender et Pisani, une « accumulation de risques dans le système financier globalisé »¹⁰.

Trois types de « preneurs de risques » se sont principalement développés depuis les années 1990 aux États-Unis et en Europe : les banques d'investissement, les *hedge funds* et les véhicules financiers hors bilan. La logique d'intervention de ces acteurs consiste à emprunter à court terme pour acquérir des portefeuilles de titres financiers risqués et tenter d'en tirer profit grâce à un « effet de levier ». Plus le levier d'endettement – le rapport entre les actifs empruntés et les capitaux propres – est élevé, plus l'opération est risquée et susceptible de dégager un important profit.

Les banques d'investissement ne sont pas nouvelles, mais elles ont de plus en plus opéré pour leur compte propre et ont joué un rôle central dans les opérations de titrisation (comme les CDO) et de produits dérivés de gré à gré (comme les CDS). Ces banques d'affaires ont utilisé des leviers d'endettement de plus en plus importants, atteignant en moyenne un rapport de 1 à 30 à la veille de la crise des subprimes pour les cinq principales banques d'investissement américaines (*Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *Bear Stearns*, *Merrill Lynch* et *Lehman Brothers*), dont les opérations pour compte propre sont passées de 40 milliards de dollars à 800 milliards de dollars entre 1987 et 2007¹¹.

Suite à la crise des subprimes, trois de ces cinq banques d'investissement firent face à de graves difficultés : *Bear Stearns* fut vendue à *JP Morgan* en mars 2008, *Merrill Lynch* fut vendue à la *Bank of America* le 15 septembre 2008 et *Lehman Brothers* fit faillite le même jour, débouchant sur le gel du marché interbancaire et le cataclysme financier d'octobre 2008. Les deux autres – *Goldman Sachs* et *Morgan Stanley* – n'évitèrent un sort similaire qu'après avoir renoncé à leur statut de banque d'investissement, devenant des holdings bancaires le 21 septembre 2008, ce qui leur permit d'avoir accès aux fonds publics fédéraux en cas de difficultés de trésorerie et eut pour effet de calmer les craintes des marchés à leur égard.

Parallèlement, les banques traditionnelles ont elles-mêmes développé de plus en plus les opérations pour compte propre, par le biais de *traders* opérant sur les marchés en vue d'en tirer profit. Une part sans cesse croissante de ces opérations relève du *trading* à haute fréquence, c'est-à-dire de transactions opérées par des ordinateurs sur base d'algorithmes leur enjoignant des achats et ventes d'actifs en fonction de l'évolution des marchés¹².



Une part croissante des opérations boursières relève du trading à haute fréquence.

DES CRÉDITS SUBPRIMES À L'EFFONDREMENT FINANCIER

L'origine de la crise du système bancaire international provient des tristement célèbres crédits *subprimes*, ces crédits hypothécaires à taux variables octroyés aux ménages pauvres américains. Ce sont donc ces millions de « *working poors* », ces travailleurs en majorité hispaniques et noirs qui ne sont pas suffisamment rémunérés pour vivre décemment, qui sont à l'origine des chaînes de risques excessifs. Ils se sont laissés séduire par les courtiers leur assurant que ces crédits présentés comme bon marché leur permettraient de devenir propriétaires d'un logement malgré leurs faibles revenus. Ces courtiers ont ensuite revendu ces crédits aux banques d'investissement qui ont transformé le tout en titres financiers complexes disséminés au sein du système bancaire international.

Lorsque la confiance envers le marché des crédits *subprimes* a commencé à décliner, avec l'annonce en mars 2007 de pertes importantes sur ce marché par deux fonds d'investissement de la banque *HSBC*, puis la suspension par *PNB Paribas* en août 2007 des retraits de trois véhicules hors bilan détenant ce type de produits financiers, la défiance s'est progressivement généralisée à l'ensemble du système financier globalisé, débouchant sur la paralysie du marché interbancaire et la crise du système du crédit. Les agences de notation, qui avaient jusque-là octroyé une cote maximale à ce type de produits, commencèrent à les dégrader, exacerbant le cercle pervers et fragilisant les institutions financières qui avaient emprunté à court terme pour

financer leurs prêts à long terme. L'effondrement de la valeur des titres détenus par les banques d'investissement comme *Merrill Lynch*, *Bear Stearns* ou *Lehman Brothers* a érodé leurs fonds propres et mis en doute leur solvabilité, débouchant sur une panique générale. Lorsque, contrairement au sauvetage de *Bear Stearns*, vendue à *JP Morgan* avec l'aide de la Réserve fédérale, le gouvernement des États-Unis décida de laisser *Lehman Brothers* faire faillite, le choc se répercuta simultanément vers les nombreuses contreparties de la banque et se mua en crise financière mondiale.

Finalement, la crise bancaire internationale a provoqué ce que *Carmen Reinhart* et *Kenneth Rogoff* ont appelé la « seconde grande contraction »¹³, faisant référence à la première contraction mondiale qui avait marqué la Grande Dépression des années 1930. La crise financière s'est ainsi muée en récession mondiale et en crise des dettes souveraines, suite à la transformation des dettes privées en dettes publiques, entraînant un cercle tout particulièrement vicieux selon lequel les crises des banques et des États se nourrissent mutuellement.

Réuni pour la première fois au niveau des chefs d'État, le G20 de novembre 2008 affirma à Washington que toutes les mesures seraient prises pour stabiliser l'économie mondiale et réguler le système financier international. Dix ans plus tard, trop peu de ces engagements ont toutefois été concrétisés.

⁸ Un produit dérivé permet de négocier la transaction à terme d'un actif « sous-jacent » coté au comptant. Le volume des opérations sur les marchés dérivés de gré à gré est passé entre 1998 et 2008 de 70 000 à plus de 700 000 milliards. Dans les années 2000, les CDS (*Credit Default Swaps*), qui sont des produits permettant d'échanger les risques de crédit, se sont tout particulièrement développés. ⁸ Conseil de stabilité financière, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*, 2017. ¹⁰ A. Brender et F. Pisani, *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, 2009, p. 65. ¹¹ Ibid., p. 17. ¹² F. Lelièvre et F. Pilet, *Krachs machine. Comment les traders à haute fréquence menacent de faire sauter la Bourse*, Calmann-Lévy, 2013. ¹³ C. Reinhart et K. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Pearson, 2010.



chapitre 2

, L'INSUFFISANTE RÉGULATION DE LA FINANCE MONDIALE

Suite à l'effondrement des marchés financiers et au gel du marché interbancaire, le G20 de Washington adopta le 15 novembre 2008 un plan d'action ambitieux pour réguler la finance mondiale. Certes, la déclaration finale du G20 commençait par souligner que « la régulation relève avant tout de la responsabilité des régulateurs nationaux », mais elle admettait également qu'étant donné le caractère global des marchés financiers, « une coopération internationale intensifiée entre régulateurs et des normes internationales renforcées » étaient nécessaires¹⁴.

Dans ce but, un plan d'action à court et moyen terme fut adopté sur base de cinq principes : le renforcement de la transparence et de la responsabilité des opérateurs financiers, l'application d'une saine régulation, l'intégrité des marchés financiers, le renforcement de la coopération internationale et la réforme des institutions financières internationales. Le plan d'action du G20 avait ainsi notamment pour objectifs d'assurer la régulation « de tous les marchés, de tous les produits et de tous les opérateurs financiers », de « protéger le système financier international des juridictions non coopératives et non transparentes » et d'« établir des collèges de superviseurs pour toutes les institutions financières transfrontalières majeures ».

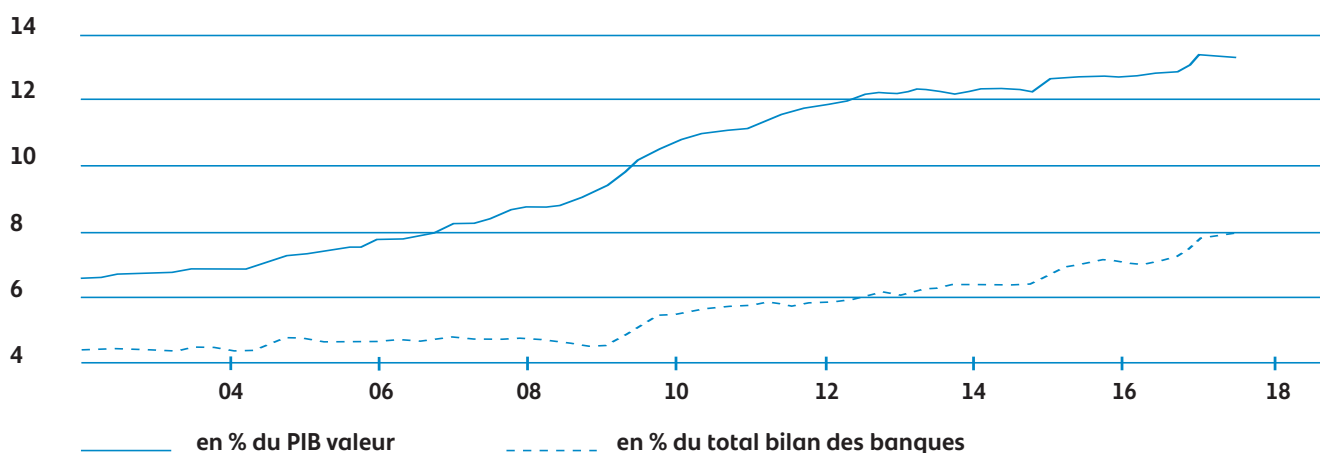
Dix ans plus tard, malgré des avancées en matière de réglementation prudentielle des banques et de transparence fiscale internationale, le bilan des réformes est toutefois insuffisant.

LA RÉGULATION DU SYSTÈME BANCAIRE INTERNATIONAL

En ce qui concerne la réglementation des banques, les principaux enjeux consistent, d'une part, à encadrer le crédit bancaire pour éviter la création de bulles qui finissent toujours par éclater, contraignant les banques à réduire leurs activités et provoquant un assèchement du crédit (*credit crunch*), et d'autre part, à empêcher que les banques utilisent des effets de levier excessifs, afin qu'elles ne s'endettent pas démesurément pour financer leurs opérations de marché risquées. Or, si les décisions du G20 ont abouti à certaines avancées, débouchant sur une hausse des fonds propres des banques, elles ne sont pas à la hauteur des enjeux et ne permettent pas de garantir la stabilité du système financier international¹⁵.

Sur le plan macroéconomique, le G20 s'est limité à confier au Conseil de stabilité financière, qui n'est qu'une enceinte de concertation sans aucun pouvoir de réglementation et

LES FONDS PROPRES DES BANQUES ONT AUGMENTÉ DEPUIS 2008 DANS L'OCDE



Source : Datasream, FoF, BoE, BCE, BoJ, NATIXIS
* États-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon

de sanction, la supervision macro-prudentielle du crédit. Sur le plan microéconomique, le G20 a confié au Comité de Bâle le soin de réduire les risques de liquidité en augmentant la part des fonds propres détenus par les banques.

C'est en septembre 2010, deux ans quasi jour pour jour après la faillite de *Lehman Brothers*, que les banquiers centraux et les régulateurs réunis au sein du Comité de Bâle ont adopté les nouvelles règles bancaires dites de « Bâle III ». Les Accords de Bâle I, adoptés en 1988, imposaient aux banques un

ratio de fonds propres de 8% (appelé « ratio Cooke »). Au fur et à mesure du temps, ce ratio fut modifié en vue de donner davantage de place à l'autorégulation interne des banques et à la discipline de marché. Les Accords de Bâle II définirent ensuite un nouveau ratio, baptisé « ratio Mc Donough », imposant un ratio de solvabilité bancaire pondéré en fonction des risques et renforçant encore davantage le rôle de l'autorégulation, mais ils furent adoptés en 2007-2008 et perdirent toute légitimité suite à la crise bancaire de 2008.

/ ¹⁴ G20, *Declaration of the Summit on Financial Markets and World Economy*, Washington, 15 novembre 2008.

/ ¹⁵ G. CAPELLE-BLANCARD et J. COUPPEY-SOUBEYRAN, *Une régulation à la traîne de la finance globale*, *L'Économie Politique*, n°77, janvier 2018, pp. 23-39.



Les mesures nécessaires pour réguler les acteurs du *shadow banking* n'ont pas été adoptées.

Il en a résulté les règles dites de « Bâle III », qui recommandent aux banques un ratio de 7% de fonds propres « durs »¹⁶, contre 2% auparavant, soit plus qu'un triplement. Toutefois, ce ratio reste trop faible, car comme l'a résumé Martin Wolf : « Le fait de tripler presque rien ne change pas grand-chose »¹⁷. En outre, ce ratio continue d'être partiellement pondéré en fonction des risques des différents types d'actifs détenus par les banques, sur base de modèles internes d'estimation de ces risques par les banques elles-mêmes – alors qu'il a été démontré par la crise que ces modèles hétérogènes fondés sur l'autorégulation favorisent les manipulations qui permettent aux banques de masquer certains risques. Certes, les nouvelles règles impliquent que le capital calculé par les modèles internes devra représenter au moins 72,5% du montant indiqué par le modèle standard des régulateurs. Mais preuve de la volonté du secteur bancaire de limiter les contraintes, la proposition adressée en 2016 pour réviser le calcul des risques de marché inscrits au bilan des banques a été refusée et une proposition moins exigeante doit être soumise avant fin 2018 pour entrer en vigueur en 2022.

Le Comité de Bâle a également recommandé aux banques un « ratio de levier pur » (qui mesure le rapport entre le volume des prêts bancaires et leur fonds propres) de minimum 3%, ce qui permet aux banques de conserver un important levier d'endettement, puisqu'elles peuvent prêter jusqu'à 33 fois leur capital. Les États-Unis ont par ailleurs, par le biais de la loi Dodd-Frank, limité l'effet de levier à 15 fois les fonds propres pour les banques jugées systémiques, mais l'Administration Trump ambitionne de démanteler ces réglementations adoptées en 2010 sous l'Administration Obama.

Par ailleurs, aucune mesure conséquente n'a été prise pour séparer les fonctions de banques de dépôts et de banques d'affaires, comme elles le furent notamment aux États-Unis de 1933 à 1999, afin d'empêcher les banques d'utiliser les dépôts des épargnants pour spéculer sur les marchés financiers. La réglementation bancaire est restée un exercice essentiellement national, ce qui empêche d'aborder la question à une échelle suffisamment large et cohérente.

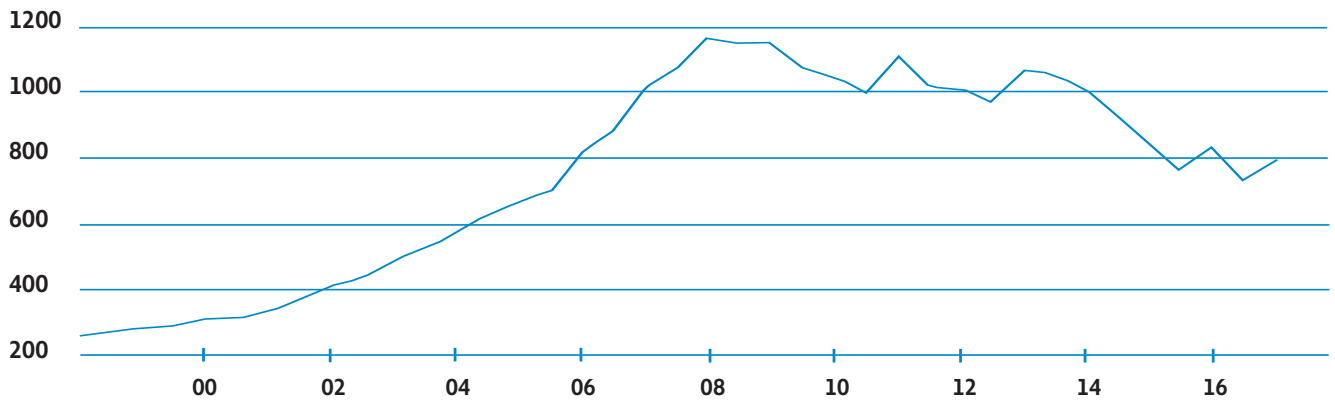
Les mesures nécessaires pour réguler les acteurs du *shadow banking*, tels que les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et autres véhicules financiers auxquels les banques transfèrent leurs dettes, n'ont pas non plus été adoptées. Les États-Unis, qui comptaient sur les *hedge funds* pour participer au rachat des créances risquées des banques, sont restés très timides sur la question. Le dispositif adopté en Europe consiste quant à lui à créer un passeport européen pour permettre aux *hedge funds* d'investir dans l'Union européenne, mais sans que les régulateurs publics aient la possibilité d'opérer un contrôle contraignant de l'effet de levier utilisé par ces fonds.

Enfin, le G20 n'est pas parvenu à concrétiser la réglementation des marchés des produits dérivés. Tout particulièrement problématique est le fait que la majorité des produits dérivés s'opère de gré à gré (*over the counter*), c'est-à-dire via des transactions bilatérales sur des produits sur mesure. Ces marchés de gré à gré sont opaques et ne permettent pas aux régulateurs d'évaluer les volumes échangés et les risques encourus. Contrairement aux marchés dérivés organisés, ils ne sont pas dotés d'une chambre de compensation (chargée d'enregistrer les transactions et de s'assurer de la solvabilité des intervenants) et n'impliquent aucun dépôt de garantie (pour apporter la preuve de la leur solvabilité). Si la loi Dodd-Frank aux États-Unis a prévu d'imposer sur



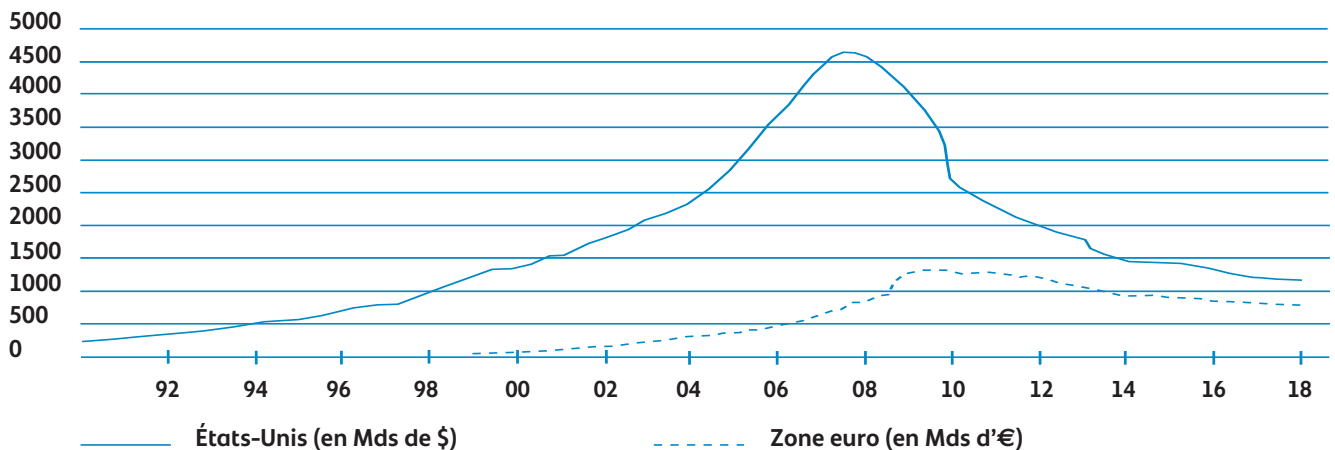
LE VOLUME DES MARCHÉS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ ET LA TITRISATION ONT FORTEMENT BAISSÉ DEPUIS 2008

Monde : encours total des produits dérivés* de gré à gré (en % du PIB valeur)



Source : BIS, NATIXIS
* Global OTC derivatives

Encours d'ABS



Source : Datastream FoF, SIFMA, AFME, NATIXIS

tous les marchés dérivés la présence d'une chambre de compensation, l'Union européenne n'a pas concrétisé son projet de créer une chambre de compensation unique : les différents centres financiers européens ont voulu créer leur propre chambre de compensation, tandis que les banques ont continué de pouvoir choisir entre un dépôt de garantie et la mobilisation de fonds propres supplémentaires.

Parallèlement, la titrisation n'a pas été remise en question très longtemps, puisque les États-Unis et l'Union européenne n'ont imposé à leurs banques de ne conserver dans leur bilan que 5% de leurs crédits «titrisés». Certes, le volume des marchés dérivés et de la titrisation ont fortement baissé depuis la crise de 2008, mais leur complexité et leur opacité continuent néanmoins de poser problème.

¹⁶ Le ratio de fonds propres composé de différents niveaux : un premier niveau de 4,5% de fonds propres «durs», c'est-à-dire composés d'actions et de bénéfices mis en réserves ; un deuxième niveau de 2,5% de fonds propres «durs» conçu comme un coussin de sécurité ; enfin, un deuxième coussin de sécurité allant de 0,5% à 2,5% de fonds propres supplémentaires constitué en période de croissance selon le bon vouloir des régulateurs nationaux.

¹⁷ M. Wolf, *Bâle a accouché d'une souris*, in *Le Monde Economie*, 21 septembre 2010.

En définitive, l'autorégulation continue d'être la règle pour la finance mondiale. Les banques ont tout fait pour conserver un maximum de marges de manœuvre et pérenniser leurs opérations spéculatives. Malgré des fonds propres plus importants, le système bancaire est même devenu à certains égards plus dangereux qu'il ne l'était avant la crise, puisque la concentration accrue des institutions financières suite à la restructuration du secteur a exacerbé le syndrome du «*too big to fail*», c'est-à-dire que le volume des capitaux gérés par les banques est trop important pour que les États les laissent tomber en cas de crise systémique. Le bilan des banques a en effet atteint des sommets – surtout en Europe, où il représente 3,5 fois le PIB, contre 1,8 fois au Japon et 1,2 fois aux États-Unis, et où se trouve près de la moitié de la trentaine de grands groupes bancaires d'importance systémique mondiale¹⁸. Or l'impact de la crise sur les finances publiques des États a fortement réduit leurs marges de manœuvre financières, tandis que les banques centrales ont accumulé des volumes importants de titres dans leurs bilans¹⁹. Les risques systémiques n'ont dès lors pas été éradiqués et ne concernent plus uniquement les banques comme en 2008, mais également les États et les banques centrales. Selon le directeur de la Banque des règlements internationaux (BRI), Agustín Carstens, ces risques financiers ajoutés aux tensions commerciales provoquées par la stratégie unilatérale de l'Administration Trump pourraient mener l'économie mondiale vers un «*orage parfait*»²⁰. Par conséquent, la question n'est pas de savoir si la prochaine crise financière mondiale aura lieu, mais quand elle aura lieu.

LA TRANSPARENCE FISCALE INTERNATIONALE

La transparence fiscale internationale est l'enjeu qui a le plus mobilisé les décideurs politiques suite à la crise de 2008. Les paradis fiscaux et la finance *offshore* furent ainsi pointés du doigt, non seulement parce qu'ils abritaient la majorité des fonds spéculatifs et des autres acteurs de la finance de l'ombre (*shadow banking*) par lesquels transitent les chaînes globales de risques, mais aussi parce que le coût de la crise et la succession de scandales (de *l'Offshore Leaks aux Panama Papers*, en passant par les *Lux Leaks* et autres *Swiss Leaks*) rendaient l'évasion fiscale de moins en moins acceptables pour les opinions publiques soumises à l'austérité.

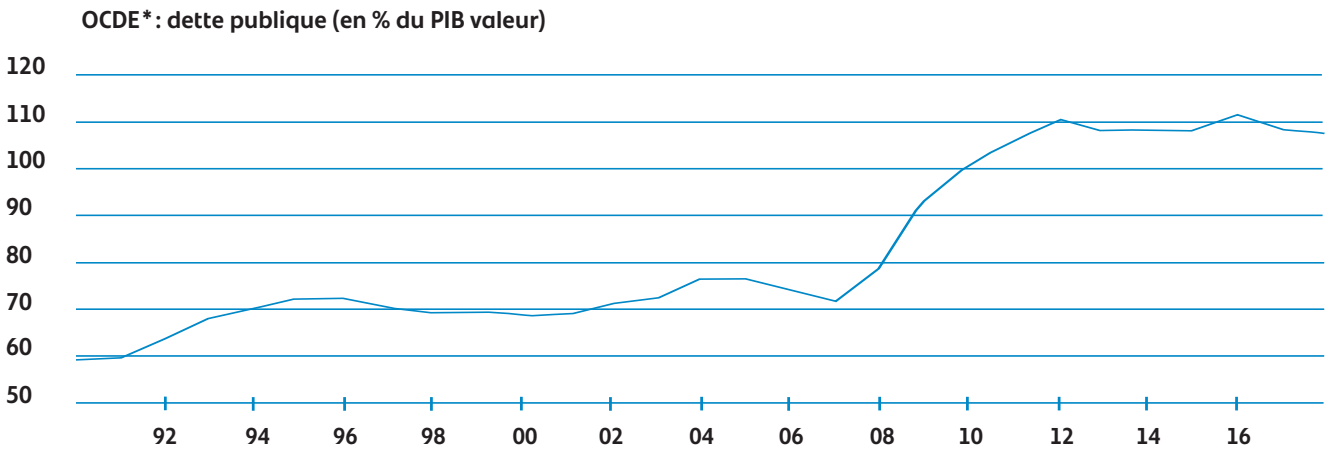
Dans un premier temps, le G20 s'est limité à publier en avril 2009 une liste noire et une liste grise de paradis fiscaux, en leur enjoignant de se mettre en règle. Le problème des listes est qu'une liste incomplète est inefficace, du fait qu'elle incite les opérateurs à délocaliser leurs opérations d'optimisation fiscale vers les paradis «*oubliés*». Or nombre d'observateurs se sont étonnés de ne pas trouver des paradis fiscaux notoires liés aux principales puissances du G20, comme Macao, le Delaware ou la *City* de Londres. En outre, pour ne plus considérer un paradis fiscal comme problématique, le G20 s'est limité à demander aux pays incriminés de négocier douze accords bilatéraux d'échange d'informations fiscales à la demande. En réalité, cela a permis aux paradis fiscaux d'être «*blanchis*» aux yeux du G20 : au fur et à mesure qu'ils répondaient aux exigences, ils quittaient la liste, progressivement réduite à peau de chagrin – sans pour autant régler les problèmes de l'opacité et de l'évasion fiscale.

¹⁸ S. Langfield et M. Pagano, *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*, Economic Policy, vol. 31, n°85, pp. 51-106. ¹⁹ Au cours des dix dernières années, les trois grandes Banques centrales (la BCE en Europe, la Réserve fédérale aux États-Unis et la Banque du Japon) ont augmenté dans leurs bilans les titres de la dette publique à hauteur d'environ 10 000 milliards de dollars. ²⁰ <https://amp.smh.com.au/business/the-economy/global-economy-is-facing-a-perfect-storm-warns-bis-chief-20180827-p4zzzq.html>



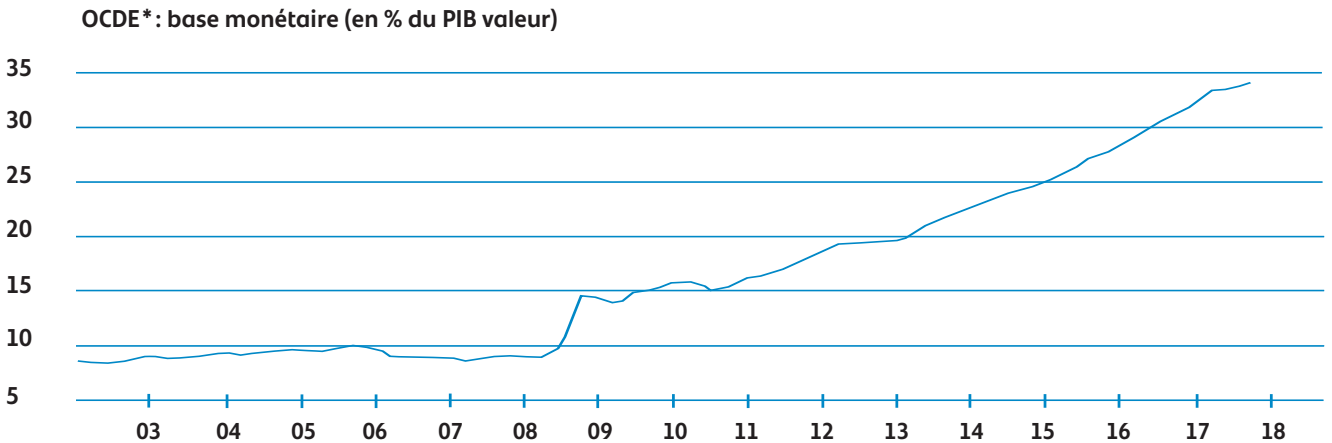
Les risques systémiques ne concernent plus uniquement les banques comme en 2008, mais également les États et les banques centrales.

LES DETTES PUBLIQUES DES PAYS DE L'OCDE ONT FORTEMENT AUGMENTÉ APRÈS 2008



Source : Datasream, Banques Centrales, NATIXIS
 * États-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon + Canada + Australie + Suède

L'ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF DES BANQUES CENTRALES A AUGMENTÉ LA BASE MONÉTAIRE DE L'OCDE



Source : Datasream, Banques Centrales, NATIXIS
 * États-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon



À ce rythme, le taux moyen mondial de l'ISOC sera à 0% en 2052.

Plus déterminante a toutefois été la décision de confier à l'OCDE le soin d'améliorer la transparence fiscale internationale. Dans ce but, l'OCDE a proposé un régime d'échange automatique d'informations fiscales, en vue de mettre fin au secret bancaire et d'enrayer la fraude fiscale des particuliers. Concrètement, dès qu'un compte bancaire est ouvert dans un pays tiers par un non résident, l'administration fiscale du pays où réside cette personne est automatiquement informée et peut donc la taxer en conséquence.

Cependant, les choses se compliquent lorsque le fraudeur dissimule son identité, via une société-écran, un trust ou une fondation, avant de placer son argent *offshore* pour frauder le fisc. La solution consiste à imposer la transparence en instaurant un registre public, accessible à tous, détaillant les bénéficiaires effectifs et les vrais propriétaires de ces sociétés-écrans, trusts et autres fondations. L'Union européenne a ainsi adopté une directive anti-blanchiment obligeant les sociétés européennes à être inscrites dans un tel registre central – une mesure qu'il faudrait élargir à l'échelle mondiale.

Toutefois, la source la plus importante de l'évasion fiscale internationale concerne non pas la fraude des particuliers, mais l'optimisation fiscale mise en œuvre par les firmes transnationales, via la manipulation des « prix de transfert » entre les différentes filiales d'une même firme pour faire apparaître artificiellement des profits dans des filiales localisées dans des paradis fiscaux. Chaque année, près de 40% des profits des firmes transnationales sont ainsi déclarés dans des paradis fiscaux²¹. La solution consiste à imposer

aux firmes transnationales la publication d'un « rapport pays par pays » de leurs activités, chiffre d'affaires, salariés, profits et impôts, permettant ensuite aux États d'imposer une fiscalité unitaire aux firmes transnationales, en taxant le profit global de l'ensemble du groupe après l'avoir réparti en tant que base taxable entre les différents pays où les activités ont effectivement eu lieu.

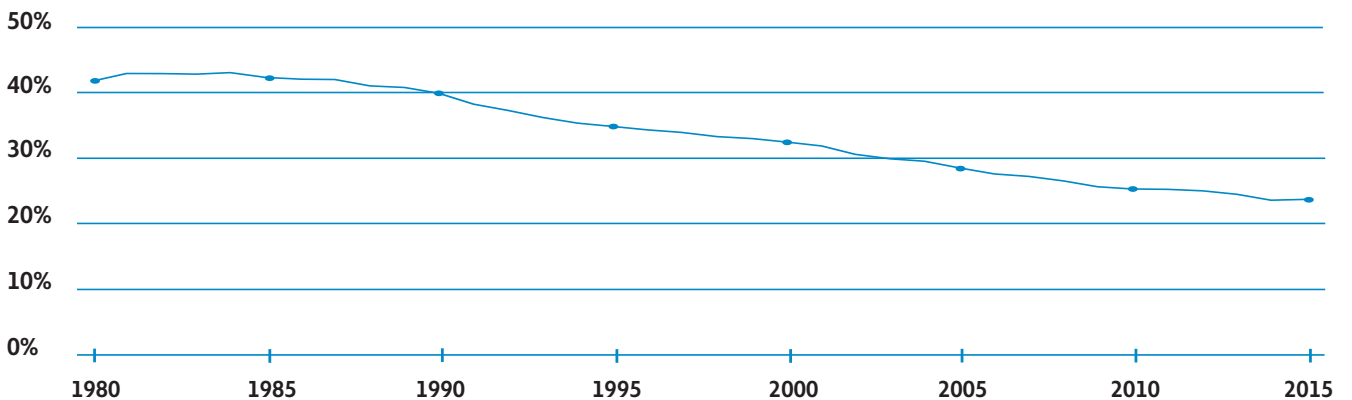
Diverses mesures ont été prises dans ce sens, notamment par l'Union européenne et les États-Unis, mais les gouvernements continuent de privilégier la défense des intérêts de leurs champions nationaux plutôt que la coopération multilatérale²². En Europe, le Conseil des États membres de l'UE rechigne à accepter la proposition du Parlement européen, qui se limite pourtant à exiger un rapport pays par pays aux entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse 750 millions d'euros, tout en leur octroyant une dérogation pour les données « commercialement sensibles » – un concept suffisamment vague pour permettre tous les échappatoires.

Par ailleurs, la compétition fiscale pousse les États à réduire le taux d'impôt des sociétés (ISOC), qui est passé à l'échelle mondiale de plus de 40% à moins de 25% en moyenne entre 1980 et 2015, et qui continue à baisser suite aux réformes fiscales opérées aux États-Unis et dans plusieurs pays européens – impliquant qu'à ce rythme, le taux moyen mondial de l'ISOC sera à 0% en 2052²³. Cela implique d'adopter des taux minimaux d'ISOC à l'échelle régionale, voire à l'échelle mondiale, afin de préserver une contribution suffisante des entreprises aux recettes publiques des États.

/ ²¹ T. Torslov, L. Wier et G. Zucman, *The Missing Profits of Nations*, NBER Working Paper, août 2018. / ²² C. Chavagneux, *Multinationales : le bras de fer fiscal a commencé*, *Alternatives Économiques*, mars 2018. / ²³ Eurodad, *Tax Games. The Race to the Bottom*, 2017.

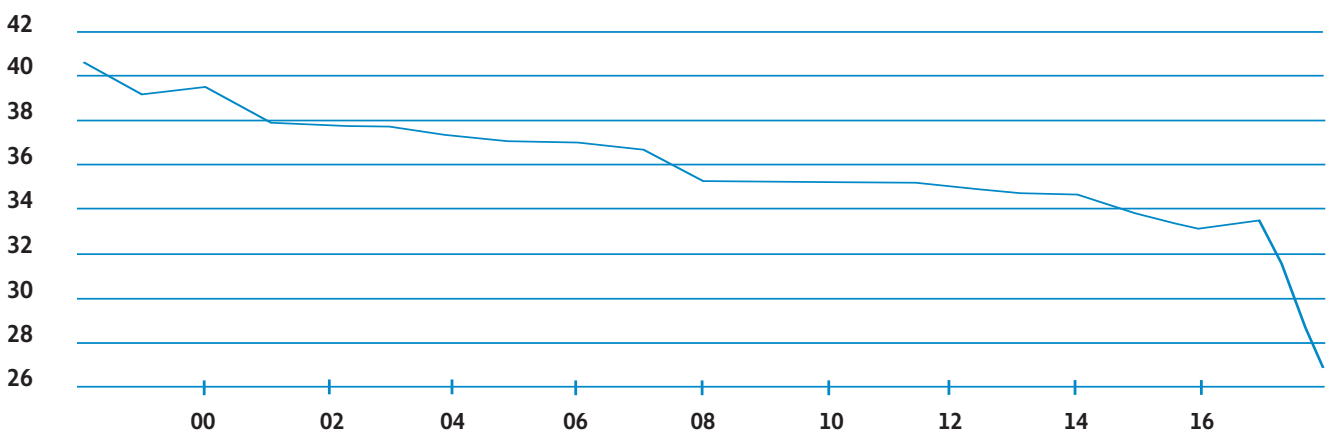
LA MOYENNE MONDIALE DE L'ISOC EST PASSÉE DE PLUS DE 40% À MOINS DE 25% ENTRE 1980 ET 2015

Monde : taux moyen d'impôt des sociétés 1980-2015



LA BAISSÉ DE L'ISOC S'ACCÉLÈRE DANS LES PAYS DE L'OCDE

OCDE* : taux moyen d'impôt des sociétés (en %)



Source : OCDE, NATIXIS
 * États-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon



chapitre 3

UNE UNION BANCAIRE EUROPÉENNE, INACHEVÉE

Vu d'Europe, l'impact de la crise financière de 2008 a pu paraître injuste. La crise qui a fait suite à la faillite de Lehman Brothers a en effet débuté aux États-Unis – même s'il existe un récit européen de la crise de 2008²⁴. Or, si les États-Unis ont depuis lors connu une des reprises économiques les plus lentes de leur histoire et qu'elle a essentiellement bénéficié aux classes sociales les plus élevées, il n'en reste pas moins que la croissance du PIB et des emplois y a été nettement plus importante que dans l'Union européenne, où certains États membres n'ont toujours pas retrouvé les niveaux d'avant la crise. Cela s'explique par les politiques contre-productives adoptées par l'Union européenne sur base d'un diagnostic erroné des principales causes de la crise dont la zone euro est rapidement devenue le principal foyer. En outre, dix ans après la crise, l'Union bancaire, censée représenter la principale réponse européenne à l'instabilité financière, n'est toujours pas finalisée, ce qui laisse craindre la résurgence d'une crise des dettes publiques et bancaires qui s'autourrit.

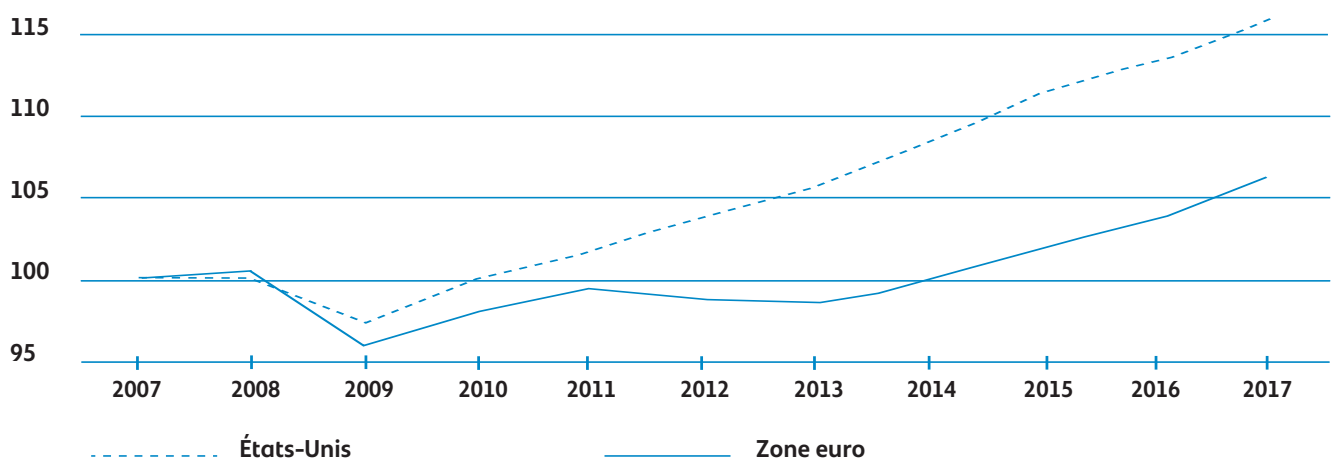
L'OBSESSION AUSTÉRITAIRE

Suite à la révélation en novembre 2009 des dérapages budgétaires en Grèce, les dirigeants de l'Union européenne ont affirmé que l'imprudence budgétaire des États membres était la principale cause de la crise des dettes publiques et de la récession. La priorité a donc été de réduire les dépenses publiques, telle qu'illustrée par l'adoption en 2012 de la « règle d'or » budgétaire, qui empêche que le déficit structurel des États membres soit supérieur à 0,5% du PIB, inscrite dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) de l'Union européenne.

Pourtant, c'est l'endettement privé excessif et l'imprudence des banques qui ont provoqué le krach d'octobre 2008 et la récession mondiale de 2009, contraignant les États à transformer les dettes privées en dettes publiques pour éviter l'effondrement de l'économie mondiale. Avant la crise de 2008, des pays comme l'Irlande ou l'Espagne enregistraient des excédents budgétaires importants et un endettement public très faible. Ce n'est que suite à la crise

LA REPRISE A ÉTÉ PLUS LENTE DANS LA ZONE EURO QU'AUX ÉTATS-UNIS

Croissance économique comparée des États-Unis et de la zone euro



Base 100 en 2017 – Sources : Eurostat, BEA

de solvabilité d'une banque irlandaise et à l'explosion de la bulle immobilière en Espagne que les deux États transformèrent les dettes privées en dettes publiques.

À partir de 2010, la panique financière provoquée par la spéculation sur les titres de la dette des pays de la zone euro a incité les États membres à se lancer dans des politiques d'austérité dont les effets récessifs ont aggravé l'endettement public. En effet, l'impact cumulé des politiques de dumping social et d'austérité budgétaire ont plombé la

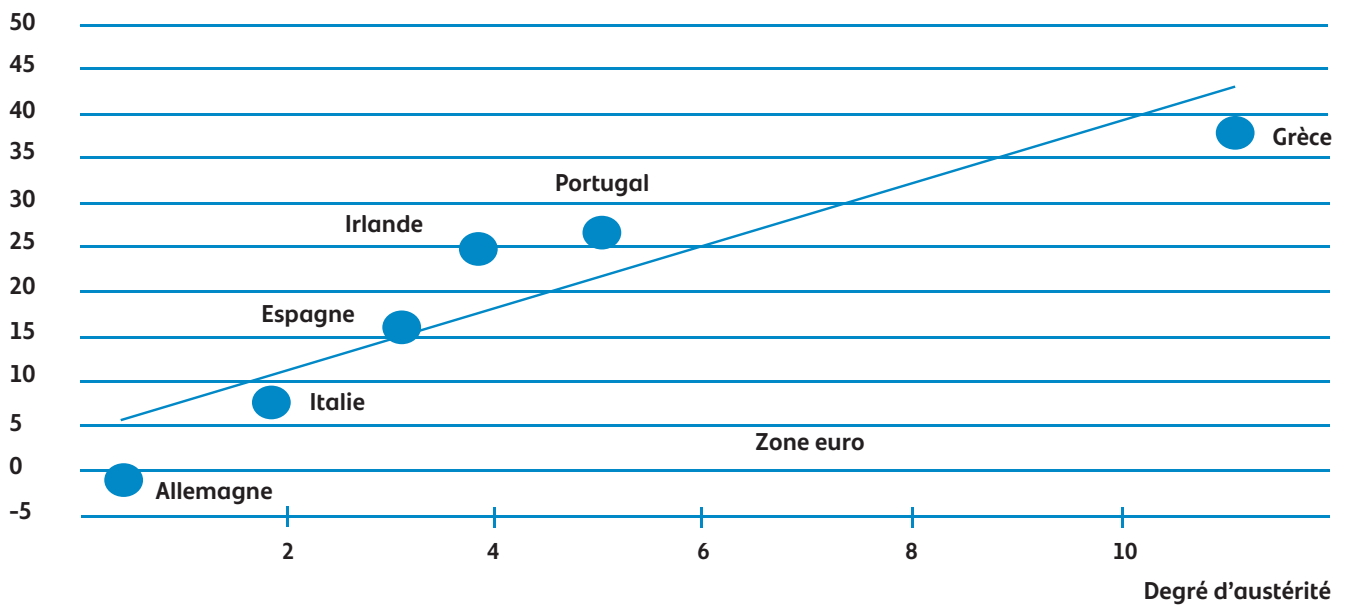
demande intérieure et l'activité économique. D'une part, pour accroître la compétitivité des pays d'Europe du Sud en crise, le coût du travail y a sensiblement été réduit, ce qui a fortement pesé sur la demande intérieure (qui a diminué de 4,5% en moyenne entre 2008 et 2013 dans la zone euro). D'autre part, la panique financière de 2010, engendrée par la spéculation sur les dettes des États membres de la zone euro, a poussé les gouvernements à mener des politiques d'austérité budgétaire qui ont été non seulement douloureuses socialement, mais aussi économiquement inefficaces :

/ ²⁴ M. Roche, *Histoire secrète d'un krach qui dure*, Albin Michel, 2016.



L'AUSTÉRITÉ A AUGMENTÉ LA DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO

Augmentation de la dette en % du PIB

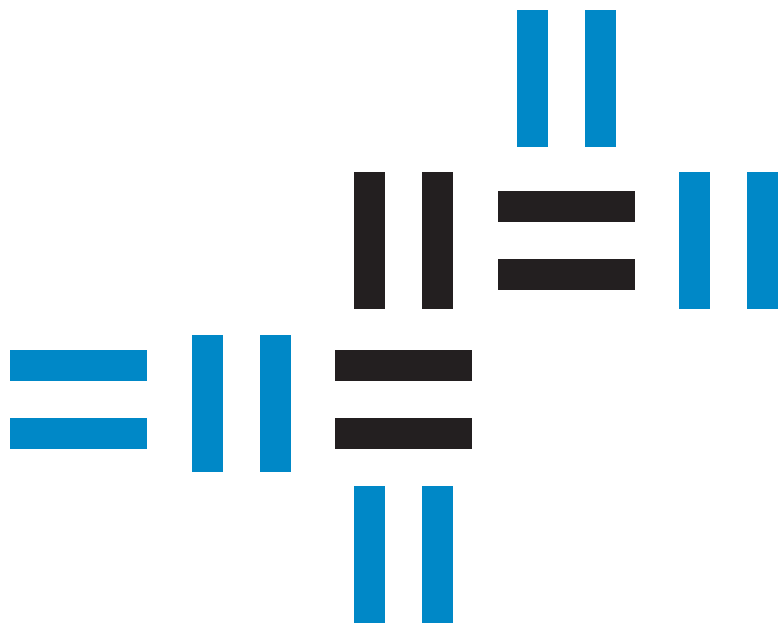


Source : De Grauwe et Ji (2013)

la baisse des investissements, la récession, le chômage et la diminution des recettes fiscales ont *in fine* débouché sur une hausse de l'endettement public²⁵.

Pour éviter le piège de la déflation, la Banque centrale européenne (BCE) a été contrainte d'appliquer des mesures hétérodoxes, à travers un assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) visant à injecter des liquidités dans l'économie par une politique monétaire expansive, afin d'inciter les banques à prêter davantage aux États et au secteur privé. Concrètement, la BCE a acheté des titres de la

dette publique à hauteur de 80 milliards d'euros par mois et a réduit son taux d'intérêt directeur. Parallèlement, la BCE a imposé un taux d'intérêt négatif sur les dépôts bancaires qui lui ont été confiés, afin de décourager la thésaurisation et d'inciter les banques à financer l'économie réelle. Toutefois, ces mesures ont autant eu pour effet de nourrir de nouveaux déséquilibres que de contribuer à relancer les investissements productifs. En effet, l'impact de l'austérité sur la demande a réduit les opportunités d'investissements, avec pour conséquence que les nouvelles liquidités créées par la BCE sont largement restées dans les bilans des banques.



L'UNION BANCAIRE

L'Union bancaire représente la principale réponse de l'Union européenne à l'instabilité financière. L'objectif de cette réforme, entamée en juin 2012, est de prévenir les crises bancaires et d'éviter qu'elles dégénèrent en crises des dettes publiques. En d'autres termes, l'Union bancaire vise à éviter que la faillite de grandes banques n'oblige les États (et donc les contribuables) à les renflouer, comme cela a été le cas lors de la crise financière de 2008.

L'Union bancaire est un édifice fondé sur trois piliers : un mécanisme de supervision unique des banques européennes pour prévenir les crises, un mécanisme de résolution unique en cas de crise bancaire et un mécanisme européen de garantie des dépôts des épargnants. La définition de chaque pilier a engendré de longues négociations nécessitant de difficiles compromis. Résultat : la réponse s'avère bancaire et l'Union bancaire ne représente à ce stade qu'un premier pas insuffisant pour mettre fin aux cercles vicieux du passé.

En matière de supervision bancaire, les États membres ont décidé de créer un Mécanisme de supervision unique (MSU) au sein de la Banque centrale européenne (BCE), en vue de superviser directement les 130 établissements bancaires européens les plus importants, représentant 85% des actifs bancaires de la zone euro. Les quelque 6 000 autres banques européennes de taille moins importante continueront d'être supervisées par leurs autorités nationales, selon un cadre défini par la BCE. C'est le résultat du compromis arraché à l'Allemagne, réticente à l'idée de mutualiser les

risques et soucieuse de conserver la mainmise sur la supervision de ses caisses d'épargne régionales. Pourtant, la déstabilisation d'un système financier peut provenir des banques de moindre importance, comme l'a illustré la crise des caisses d'épargne régionales espagnoles qui a nécessité un plan de sauvetage de 40 milliards d'euros en 2012 et qui a fait bondir la dette publique espagnole à 95% de son PIB en 2013, alors qu'elle ne représentait que 36% du PIB en 2008.

Superviser les banques pour prévenir les crises est une chose, mais être en capacité d'intervenir efficacement en cas de crise en est une autre. La deuxième étape a donc consisté à créer un Mécanisme de résolution unique (MRU) chargé d'intervenir en cas de crise d'une grande banque européenne. Dans ce but, l'Union européenne a opté pour le *bail-in*, c'est-à-dire le renflouement interne, plutôt que le *bail-out*, c'est-à-dire le renflouement par les États et l'argent des contribuables comme ce fut le cas après la crise de 2008. Concrètement, les premiers à payer devraient être les actionnaires, les créanciers et les déposants de plus de 100 000 euros de la banque concernée. Si cela s'avère insuffisant, la banque en crise peut faire appel à un nouveau Fonds de résolution unique, alimenté progressivement par les contributions des institutions financières européennes, en vue d'atteindre un capital de 55 milliards d'euros en 2025. L'intervention des États est ainsi censée n'intervenir qu'en dernier ressort, si cela s'avère nécessaire.

/ ²⁵ P. De Grauwe et Y. Ji, *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*, VOX, 21 février 2013.

Or le mécanisme s'est révélé défaillant lors de la faillite de banques italiennes en 2017 : alors que la résolution de la faillite de *Banco Popular* en Espagne n'avait posé aucun problème en juin 2017, cela n'a pas été le cas quelques jours plus tard suite à la faillite de deux banques vénitiennes, *Veneto Banca* et *Banca Popolare di Vicenza*, que l'État italien a renflouées à hauteur de 17 milliards d'euros avec l'argent des contribuables – en contradiction avec le principe de bail-in de l'Union bancaire. En acceptant cette décision, la Commission européenne a implicitement envoyé le message aux grandes banques européennes qu'elles pouvaient continuer à prendre des risques sans craindre de devoir en supporter les coûts en interne.

En outre, les divergences entre les États membres d'Europe du Nord et du Sud empêchent d'aboutir à un accord sur le fonctionnement du pot commun destiné à sauver les banques en faillite. Les États membres comme l'Allemagne et les Pays-Bas refusent la perspective d'une mutualisation des risques et souhaitent que la gouvernance du mécanisme intègre un accord de tous les gouvernements et parlements nationaux des États membres pour octroyer un versement – ce qui est incompatible avec l'urgence que nécessite ce type de décision. L'Allemagne souhaite en outre transformer le Mécanisme européen de stabilité (MES), censé financer les plans de sauvetage, en une sorte de Fonds monétaire européen n'octroyant une aide financière qu'en contrepartie de plans d'austérité et d'une surveillance accrue des politiques économiques. Il en résulte que l'accord prévu en juin 2018 pour finaliser ce volet de l'Union bancaire a été postposé au sommet européen de décembre 2018.

Enfin, en matière de garantie des dépôts bancaires des épargnants européens, le troisième pilier de l'Union bancaire consiste à définir un corpus réglementaire unique pour rassurer les déposants sur la sécurité de leur épargne, en vue d'éviter les paniques bancaires en cas de crise. Une protection des dépôts jusqu'à 100 000 euros a été adoptée et les mécanismes nationaux renforcés, mais la mutualisation européenne n'a pas été acceptée par l'Allemagne et d'autres États membres, qui craignent de devoir renflouer des épargnants d'autres États membres. Le projet de Système européen d'assurance des dépôts (SEAD) est donc lui aussi toujours en suspens, du fait que les États membres comme l'Allemagne et les Pays-Bas refusent l'idée de partager la protection des épargnants européens tant que les banques européennes, en particulier italiennes, n'ont pas réduit leurs mauvaises créances. À ce stade, la garantie reste donc exclusivement nationale dans l'attente de l'hypothétique mise en place d'un Fonds européen de garantie des dépôts initialement prévue en 2024. Les conclusions du sommet européen de juin 2018 n'évoquent ainsi que l'adoption d'une « feuille de route pour l'ouverture des négociations politiques sur le système européen d'assurance des dépôts ».

En définitive, l'Union bancaire, qui repose sur une logique de renflouement interne des banques sans mutualisation des risques entre États membres, n'est pas en mesure de mettre fin aux risques systémiques. En effet, en cas de risque de crise d'une banque européenne, ses créanciers pourraient chercher à éviter de devoir la renflouer en retirant anticipativement leurs fonds et en les plaçant dans des



L'Union bancaire, qui repose sur une logique de renflouement interne des banques sans mutualisation des risques, n'est pas en mesure de mettre fin aux risques.

banques plus sûres, précipitant ainsi la crise bancaire et condamnant l'État concerné à sauver «ses» banques. En d'autres termes, dix ans après la crise, la fin du cercle vicieux entre crises bancaires et des dettes publiques n'est toujours pas garantie.

LA ZONE EURO EN PÉRIL

La construction de la zone euro, fondée sur un marché et une monnaie uniques sans union budgétaire et sans harmonisation sociale et fiscale, s'avère bancal : les murs économiques et monétaires ont été dressés sans fondations sociales, sans ciment fiscal et budgétaire et sans toit politique. Par conséquent, à la moindre tempête, l'édifice risque de s'effondrer, comme l'a brutalement révélé la crise financière de 2008. Il en résulte que sans mesures adéquates, la stabilité de la zone euro est mise en péril.

En effet, lorsqu'un pays de la zone euro est en difficulté financière et a besoin de liquidités, il ne peut garantir aux marchés financiers que la BCE, qui est indépendante des États membres, lui fournira les euros dont il a besoin pour payer ses dettes. La panique qui peut en résulter entraîne la vente sur les marchés des obligations de ce pays, provoquant une hausse des taux d'intérêt et une fuite des capitaux vers les États de la zone euro plus solides financièrement. Par conséquent, le pays en crise voit le coût de sa dette augmenter et ses liquidités diminuer. Vu qu'il ne peut ni compter sur un transfert budgétaire pour combler ses déficits, ni sur une dévaluation de son taux de change

pour doper ses exportations, il se voit condamné à appliquer un plan d'austérité qui aggrave la récession, réduit les recettes fiscales et augmente le poids de ses dettes. Ce cercle pervers peut finalement mener à un défaut de paiement, comme l'ont expérimenté les pays d'Europe du Sud.

Comme le résume Paul De Grauwe : « La zone euro a donc un problème structurel. Elle a sérieusement affaibli la position des autorités nationales par rapport aux marchés financiers. (...) Les gouvernements britannique et américain ne permettraient pas que leur propre banque centrale leur refuse son soutien en temps de crise financière. Dans la zone euro, c'est l'inverse. La BCE est au-dessus des gouvernements nationaux. Ces derniers ne peuvent pas forcer la BCE à leur venir en aide en temps de crise »²⁶. Il en conclut que si les gouvernements n'arrivent pas à instaurer une union politique ayant des compétences budgétaires significatives et le pouvoir de forcer la BCE à fournir des liquidités aux États membres en crise, la zone euro ne survivra pas. Une crainte partagée par un nombre croissant d'économistes.

²⁶ P. De Grauwe, *Les limites du marché. L'oscillation entre l'État et le capitalisme*, De Boeck, 2015, pp. 155-157.




chapitre 4

LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES AU FRIGO

Suite à la crise de 2008, l'idée d'instaurer une taxe mondiale sur les transactions financières internationales a ressurgi. En l'absence de volonté politique suffisante à l'échelle mondiale, c'est au niveau européen que l'idée a avancé, sur base d'une proposition définie en 2011 par la Commission européenne. Toutefois, cette proposition n'a toujours pas été concrétisée par les Etats membres, tandis que les discussions en cours laissent craindre que l'Union européenne finisse par n'adopter au mieux qu'une taxe minimale ayant pour effet de vider la proposition initiale de sa substance.

DE LA TAXE TOBIN À LA TAXE EUROPÉENNE

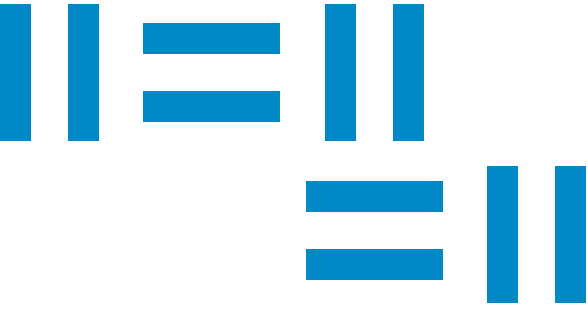
L'idée de taxer les transactions financières internationales fut initialement proposée par le Nobel d'économie James Tobin, qui proposa au début des années 1970 de taxer les transactions de change à un taux faible et uniforme pour alimenter les recettes des banques centrales, à une époque où l'abolition du système de Bretton Woods avait provoqué de fortes fluctuations des taux de change. Cette idée fut reprise et élargie à la fin des années 1990 par les ONG et le mouvement citoyen ATTAC (Association pour une taxation des transactions financières pour l'aide aux citoyens), en vue de promouvoir une taxe instaurée à l'échelle mondiale sur toutes les transactions financières internationales – non seulement les échanges de devises, mais aussi les actions, obligations et produits dérivés. Une telle taxe de 0,1% appliquée uniformément sur toutes les transactions



financières internationales aurait pour double effet de pénaliser les allers-retours spéculatifs à court terme sans freiner les investissements productifs à long terme, tout en dégagant chaque année un produit fiscal de plusieurs centaines de milliards d'euros pour financer les objectifs de développement durable.

Initialement, seuls quelques rares pays avaient soutenu cette idée, comme le Parlement belge, qui avait été le premier à voter en juillet 2004 une loi en faveur d'une taxe à taux variable sur les transactions de change, en conditionnant sa mise en œuvre à l'accord des autres États membres de la zone euro. Toutefois, l'impact de la crise financière de 2008 sur les recettes publiques des États a progressivement redonné vie à cette mesure en Europe.

En juin 2011, la Commission européenne a ainsi proposé l'intronisation d'une taxe européenne sur les actions, les obligations et les produits dérivés sur actions et obligations, ainsi qu'éventuellement sur les échanges de devises. Le taux proposé était de 0,1% pour les actions et obligations et de 0,01% pour les produits dérivés, ce qui permettrait selon les estimations de la Commission de mobiliser 31,5 milliards d'euros par an (et même 54 milliards si la taxe incluait les transactions sur les devises, option toutefois directement écartée par les États membres). C'est cette proposition, soutenue par l'axe franco-allemand, qui a été discutée depuis 2012 par une dizaine d'États membres.



La spéculation à court terme représente une source de risque pour l'économie réelle, comme l'a démontré la crise financière de 2008.

LA COOPÉRATION RENFORCÉE

Durant plus de cinq ans, une dizaine d'États membres de l'Union européenne²⁷ ont négocié la mise en œuvre de cette taxe européenne dans le cadre d'une procédure de « coopération renforcée », qui permet à un minimum de neuf États membres d'instaurer une politique commune sans l'accord des autres États membres.

En mars 2017, un compromis en est ressorti, après avoir exclu du champ d'application de la taxe plusieurs types d'acteurs et de transactions, comme les entreprises dont les transactions financières représentent moins de la moitié du chiffre d'affaires annuel, les transactions concernant la dette publique ou encore les obligations. Le nombre d'exemptions concédées était tel que le ministre allemand des Finances de l'époque, Wolfgang Schäuble, a qualifié de « gruyère » la proposition de compromis finalement sur la table. Ce faisant, il mettait en garde les pays qui, comme la Belgique, revendiquaient de nouvelles exemptions.

Au sein du gouvernement belge, le ministre des Finances Van Overtveldt n'a jamais caché son opposition de principe à l'instauration d'une taxe sur les transactions financières internationales, arguant qu'elle aurait un impact négatif sur l'économie réelle. Un argument étonnant, quand on sait que la faiblesse des taux prévus (0,1% ou 0,01% selon les transactions) n'affecte que marginalement les transac-

tions à long terme bénéfiques à l'économie réelle, mais touche davantage les opérations spéculatives basées sur une multitude d'opérations à court terme. Or c'est précisément la spéculation à court terme qui représente une source de risque pour l'économie réelle, comme l'a démontré la crise financière de 2008.

Une autre critique, notamment adressée par le ministre belge de la Coopération au développement Alexander De Croo, est qu'une taxe seulement appliquée dans une partie de l'Union européenne entraînerait une fuite des capitaux vers les États membres qui ne l'appliquent pas. Pourtant, la proposition sur la table se fonde sur la conjonction des principes de résidence (d'une au moins des deux parties à la transaction) et d'émission (lieu d'émission du titre concerné), qui vise précisément à empêcher que la taxe soit contournée par la délocalisation des activités de *trading*. C'est d'ailleurs ce qui a motivé le courroux du Royaume-Uni et du Luxembourg, qui refusaient d'être indirectement concernés par une taxe qu'ils n'avaient pas décidé d'appliquer. Le fait que les dix États membres concernés par la coopération renforcée représentent 90% du PIB de la zone euro implique par ailleurs que le secteur financier ne pourrait pas se permettre économiquement de fuir ce territoire dans le seul but d'éviter cette faible taxe.



Le « syndrome du gruyère » engendré par les nombreuses exemptions offre des opportunités d'échappatoires aux opérateurs financiers.

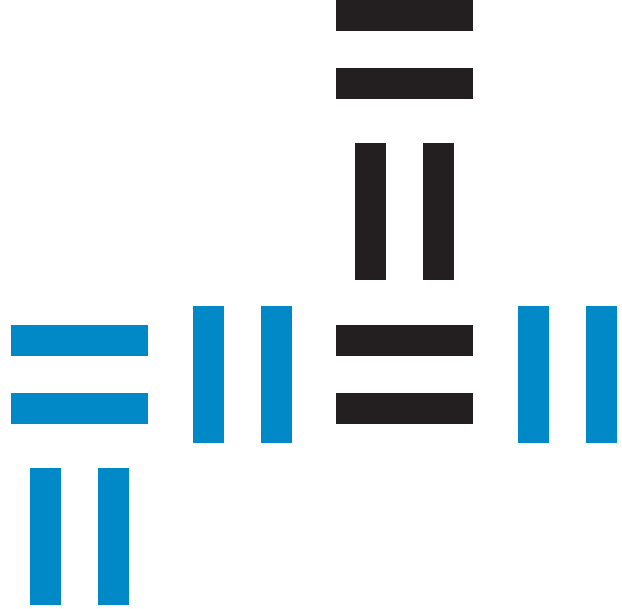
Par contre, il est exact de craindre que le « syndrome du gruyère » engendré par les nombreuses exemptions offre des opportunités d'échappatoires aux opérateurs financiers. C'est pourquoi l'estimation du produit généré par le projet de taxe issu du compromis de mars 2017 ne s'élevait plus qu'à 22 milliards d'euros, soit moins de la moitié de l'estimation maximale du projet initialement soumis par la Commission européenne en 2011. Le fait de différencier les taux appliqués aux actions et obligations d'une part (à 0,1%) et aux produits dérivés d'autre part (0,01%) représente en outre un incitant à privilégier les seconds plutôt que les premiers – mais les trois-quarts des revenus escomptés proviennent néanmoins de la taxation des produits dérivés. En outre, le projet de taxe européenne n'a en réalité pas grand-chose à voir avec la taxe proposée dans les années 1970 par James Tobin, puisque ce dernier proposait de taxer les transactions de change, alors que le projet de taxe européenne vise la taxation des transactions boursières.

Quoi qu'il en soit, le compromis sur la table n'a pas été adopté. Outre les réticences de certains États membres, les élections en France puis en Allemagne ont changé la donne.

VERS UNE TAXE VIDÉE DE SA SUBSTANCE ?

Plutôt que le projet discuté dans le cadre de la coopération renforcée, qui semble désormais abandonné, le projet désormais envisagé concerne une taxe minimale, sur le modèle de la taxe sur les transactions financières qui existe en France, qui serait appliquée dans l'ensemble de la zone euro, voire de l'Union européenne. La taxe française de 0,3%, limitée aux sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros, ne s'applique que sur les opérations d'achat d'actions au comptant constatées à une fréquence journalière. Autrement dit, cette taxe ne s'applique ni aux produits dérivés, pourtant censés représenter les trois-quarts des recettes d'une taxe européenne, ni au *trading* à haute fréquence, qui est assuré par des logiciels répondant à des algorithmes à la nanoseconde et qui représente près de la moitié des transactions boursières européennes. En d'autres termes, une telle taxe ne concernerait qu'une part infime des transactions boursières et consisterait dès lors à vider de sa substance le projet initial.

/ ²⁷ Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie (l'Estonie, qui faisait partie du groupe au départ, l'a quitté en 2015).



chapitre 5

LE RETOUR DES RISQUES SYSTÉMIQUES

Dix ans après la crise mondiale de 2008, l'économie mondiale semble enfin se redresser. L'amélioration conjoncturelle favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt a permis la reprise de l'investissement, de la création d'emplois et du commerce international – malgré les tensions engendrées par les tarifs unilatéraux des États-Unis. Cette embellie de la conjoncture économique internationale masque toutefois plusieurs faiblesses. Le niveau des investissements, bien qu'en hausse, reste trop faible et la productivité continue de baisser au niveau mondial. En outre, l'amélioration du taux d'emploi, très inégale, masque la multiplication des emplois de mauvaise qualité et la trop modeste progression des salaires – surtout en ce qui concerne les salaires les moins élevés. Mais plus inquiétants encore sont les déséquilibres qui s'exacerbent dans les principaux pôles de l'économie mondiale : la bulle de crédits en Chine, la bulle boursière à *Wall Street*, le retour des crises financières dans les pays émergents et la fragilité du système bancaire européen. Les risques systémiques sont ainsi de retour.

LA BULLE DE CRÉDITS EN CHINE

La Chine a réussi à maintenir un taux de croissance économique élevé malgré la « grande contraction » mondiale qui a suivi la crise de 2008. Toutefois, le problème est que cette croissance a de plus en plus été nourrie par une accumulation excessive de dettes : la dette totale de la Chine est passée de 162% à 260% de son PIB entre 2008 et 2016 – et pourrait atteindre 320% en 2021 au rythme actuel²⁸. Pourtant, la dette publique de la Chine reste relativement modeste : 46,9% du PIB en 2016. L'accumulation excessive de dettes concerne en réalité deux secteurs privés : l'immobilier et les entreprises.

D'une part, la dette des ménages a fortement augmenté suite à l'accumulation de crédits alimentant la spéculation immobilière. D'autre part, la dette des entreprises, alimentée par les crédits aux investissements, atteint le montant record de 171% du PIB, soit plus du double de la dette des entreprises aux États-Unis avant la crise de 2008. Particulièrement inquiétant est le fait qu'une part signifi-

L'économie chinoise accumule les dettes privées, les mauvaises créances bancaires et le recours au *shadow banking*.

cative de ces dettes concerne des entreprises d'État en surcapacité dont la rentabilité est faible, ce qui débouche inmanquablement sur l'accumulation de créances douteuses qui rendent le secteur bancaire vulnérable – d'autant plus qu'il recourt massivement au système bancaire parallèle (*shadow banking*) dont l'opacité exacerbe les risques systémiques. En résumé, l'économie chinoise accumule les dettes privées, les mauvaises créances bancaires et le recours au *shadow banking* – autant de caractéristiques qui ont provoqué la crise des économies occidentales en 2008.

L'ampleur de cette bulle de crédits est telle que le gouverneur de la banque centrale chinoise, Zhou Xiaochuan, a averti en octobre 2017 que l'économie chinoise courait le risque d'un

« moment Minsky », c'est-à-dire un effondrement auto-entretenu des prix provoqué par la revente massive des actifs par les investisseurs surendettés, tel que théorisé par l'économiste américain Hyman Minsky²⁹. L'indicateur permettant d'identifier un tel risque est ce que les économistes appellent l'« écart de crédit au PIB » (« *credit-to-GDP gap* »), c'est-à-dire la tendance à long terme du rapport entre les niveaux du crédit et du PIB³⁰. Or selon une étude de la banque *UniCredit*, qui se base sur sept sévères crises bancaires récentes, l'écart de crédit au PIB en Chine est près de quatre fois plus élevé que le niveau au-delà duquel apparaît le risque d'une crise bancaire majeure³¹.

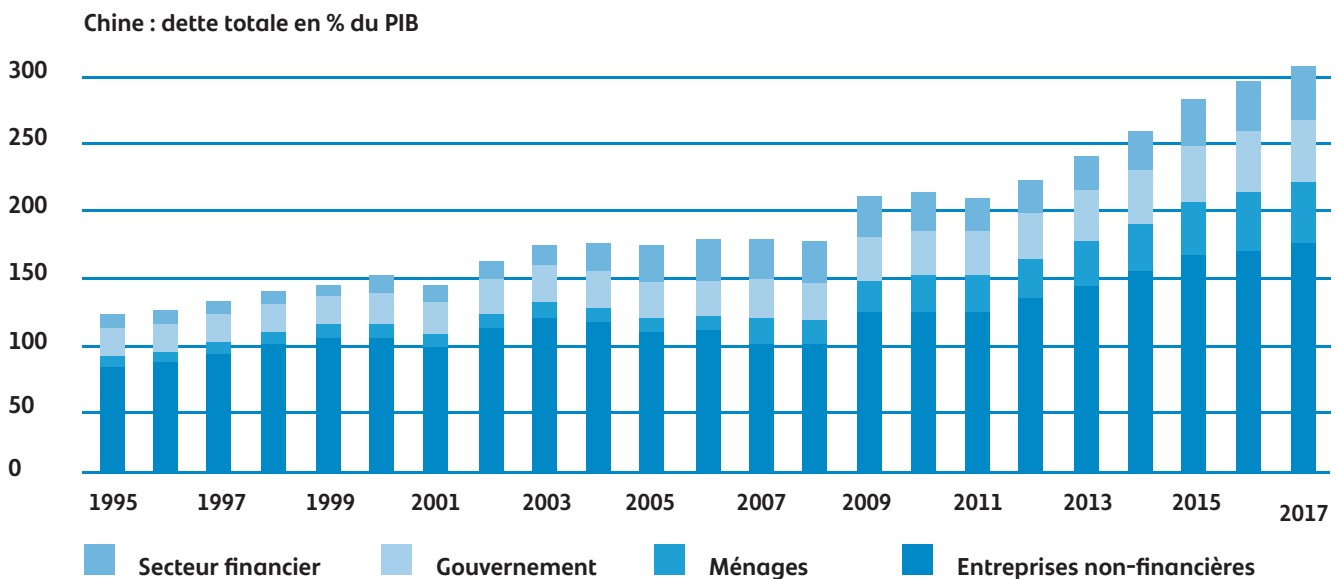
Le gouvernement chinois a adopté une série de mesures pour enrayer les déséquilibres. Il a commencé à relâcher son

/ ²⁸ E. Curran and C. Anstey, *China's Debt Battle Has Global Growth at Stake*, Bloomberg, 29 October 2017. / ²⁹ H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill Education, 2008. / ³⁰ Basel Committee on Banking Supervision, *Guidance for national authorities operating the countercyclical buffer*, BCBS, 2010. / ³¹ E. Campanella and D. Vernazza, *Why a banking crisis in China seems unavoidable*, VOX, 27 September 2017.



Le risque est que la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis débouche sur une crise financière.

LE POIDS DE LA DETTE (SURTOUT CELLE DES ENTREPRISES) A FORTEMENT AUGMENTÉ EN CHINE



Source : IIF, BIS, Haver

soutien aux entreprises d'État, dont certaines ont été déclarées en cessation de paiement, et a renforcé la régulation des emprunts bancaires à court terme. Il a également rétabli des contrôles de capitaux fin 2016, après que la libéralisation du compte de capital entamée en 2009 ait débouché sur des fuites massives de capitaux – ce qui a

coûté plus du quart des 4 000 milliards de dollars de réserves de change dont disposait la Chine en 2014³². Il n'est toutefois pas certain que ces mesures se révèlent suffisantes pour éviter une crise qui aurait des effets à l'échelle internationale.

³² Y. Yongding, *Why China's Capital Account Liberalization Has Stalled*, Project Syndicate, 31 October 2017.



LA BULLE DE WALL STREET

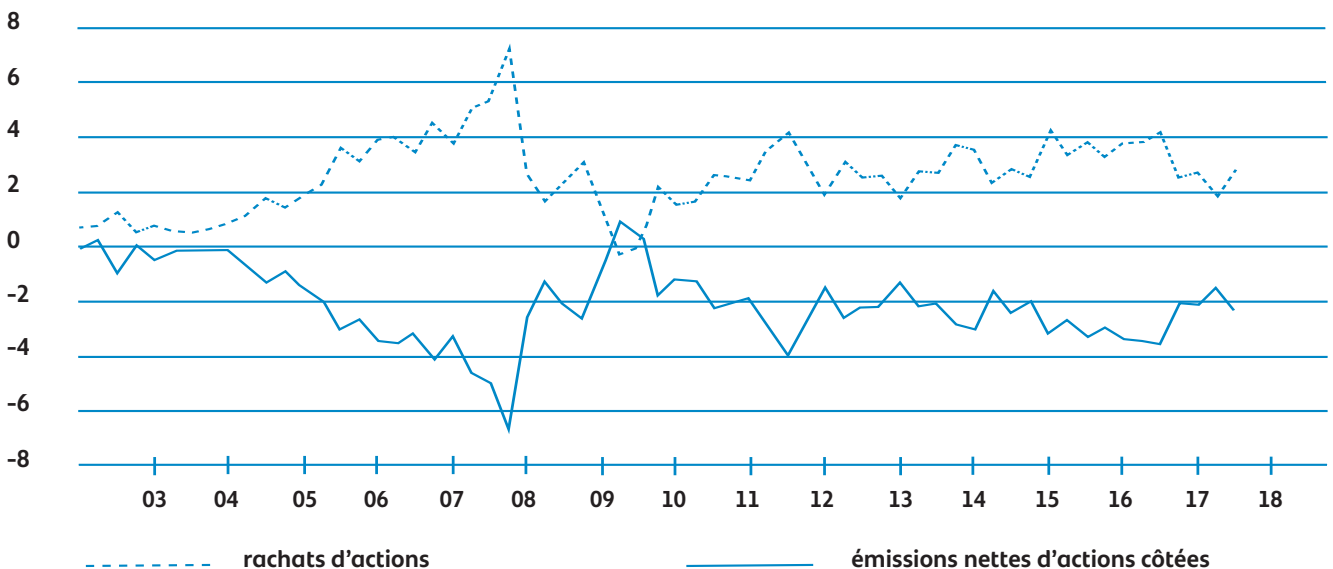
Aux États-Unis, la Bourse de *Wall Street* atteint des sommets historiques : la valeur boursière du « S&P 500 », l'indice des 500 principales firmes cotées aux États-Unis, n'a pas connu de perte de plus de 20% de sa valeur depuis plus de neuf ans et demi. Toutefois, cette euphorie boursière est dopée par plusieurs facteurs qui ne seront pas éternels.

Le rachat de leurs propres actions par les entreprises cotées a en réalité représenté un des principaux moteurs de la hausse boursière – à un tel point que les émissions nettes d'actions, qui additionnent les capitaux levés par les

entreprises cotées et les capitaux qu'elles dépensent en dividendes et rachats d'actions, y sont négatives. Profitant des faibles taux d'intérêt, les entreprises ont pu facilement emprunter pour doper leur valeur boursière : plus de 500 milliards de dollars annuels ont été dépensés dans ce but par les entreprises du « S&P 500 » au cours des dernières années. Depuis 2018, la réforme fiscale de l'Administration Trump a en outre entraîné des rapatriements de profits des firmes transnationales américaines largement réinvestis en rachats d'actions et en dividendes. Parallèlement, attirés par les profits potentiels d'une Bourse en hausse

LES ÉMISSIONS NETTES D' ACTIONS SONT NÉGATIVES AUX ÉTATS-UNIS

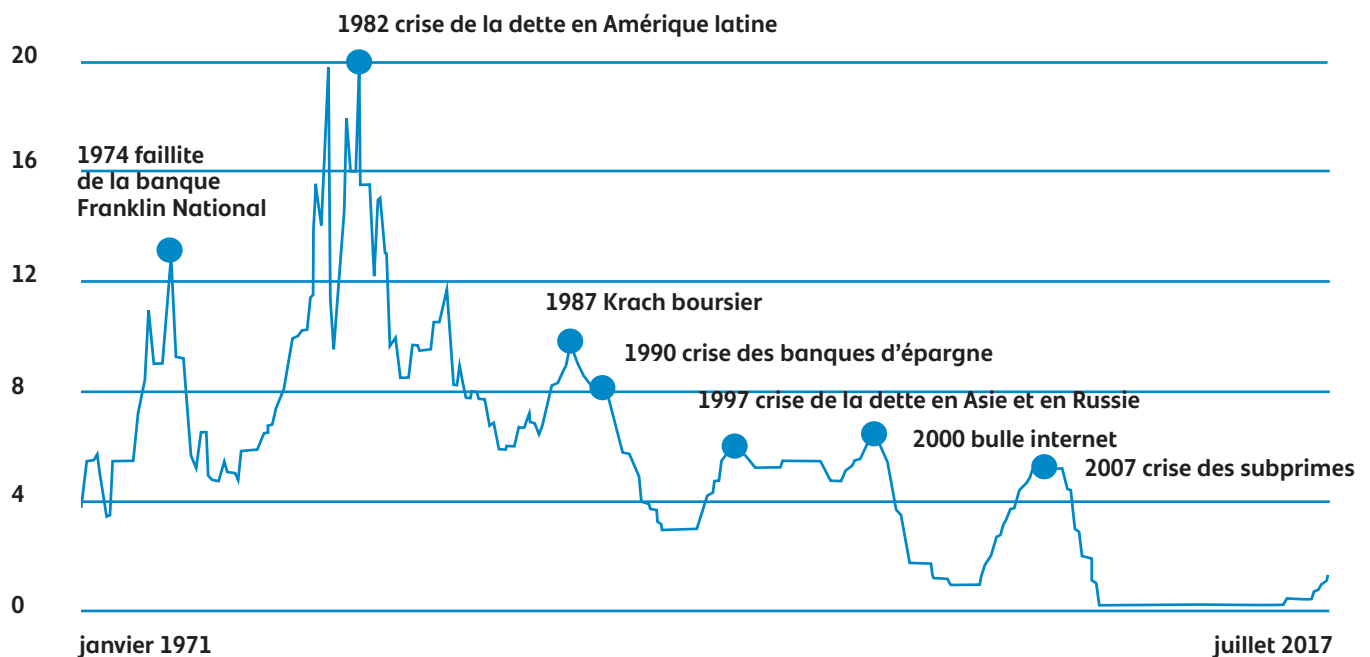
États-Unis : émissions nettes d'actions cotées et rachats d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)



Source : Datastream, FoF, Natixis

LES RESSERREMENTS DE LA FED SE TERMINENT MAL

Le taux directeur de la Réserve fédérale en %



Source: Bloomberg

continue, les ménages américains se sont progressivement remis à y investir une partie de leur épargne, après plusieurs années de scepticisme suite aux déboires de 2008. Si les bilans des banques ont été assainis et les dettes des ménages réduites, la dette des étudiants, qui a plus que doublé depuis 2008 pour atteindre 1 500 milliards de dollars, ne manque pas d'inquiéter.

Le risque est que la hausse des taux d'intérêt, entamée en 2016 par la Réserve fédérale, débouche à terme sur une crise financière – comme ce fut le cas lors du krach boursier de 1987, de l'éclatement de la bulle Internet de 2000 et de

la crise des « subprimes ». Tout l'enjeu pour la Réserve fédérale consiste à relever les taux au rythme adéquat, afin de favoriser un atterrissage en douceur plutôt qu'un krach brutal – un défi que peu de banques centrales ont réussi à relever par le passé.

Quoi qu'il advienne, la montée des taux d'intérêts américains et du dollar a déjà commencé à provoquer des victimes dans les pays émergents, où les économies les plus endettées en dollar ont de plus en plus de difficulté à assurer le paiement de ces dettes.



LE RETOUR DES CRISES FINANCIÈRES DANS LES PAYS ÉMERGENTS

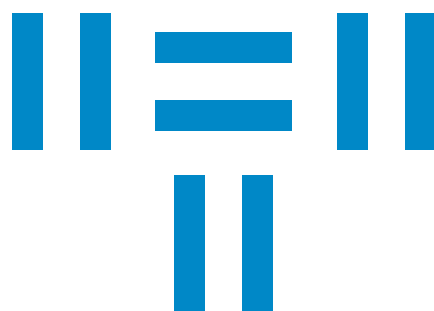
Les pays émergents connaissent des difficultés financières croissantes depuis le début de l'année 2018, suite au relèvement des taux d'intérêt américains et au renchérissement du dollar. Les économies émergentes dont la vulnérabilité externe est la plus élevée sont celles qui enregistrent un déficit courant et qui se sont fortement endettées en dollar et dans d'autres devises extérieures comme l'euro. En effet, lorsque des pays émergents fortement endettés en dollar enregistrent une baisse de leur taux de change, le risque est grand que cela les mène à un défaut de paiement : plus leur devise perd de la valeur par rapport au dollar, plus le poids relatif de leurs dettes libellées en dollar augmente mécaniquement.

C'est ainsi l'Argentine qui a été le premier pays émergent à devoir solliciter une aide de 50 milliards de dollars au FMI en mai 2018, suite à la chute du peso, à la hausse des taux d'intérêt et à la crise de liquidité que cela a engendré. Suite au défaut de paiement de décembre 2001, le gouvernement Kirchner avait négocié une restructuration de la dette argentine qu'acceptèrent 93% des créanciers, contrairement à quelques « fonds vautours » qui préférèrent attaquer l'Argentine devant les tribunaux et exiger le remboursement intégral de leurs créances. Il en découla un bras de fer de plusieurs années auquel mit fin le nouveau président Macri qui, en avril 2016, décida de céder aux exigences des fonds vautours pour avoir à nouveau accès aux marchés financiers, à qui il emprunta 16,5 milliards de dollars. Cette stratégie ne se révéla toutefois pas payante, car elle rendit

l'économie argentine dépendante des financements extérieurs et vulnérable envers un risque de change. Lorsqu'en 2018, les investisseurs étrangers, en réaction à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, se mirent à fuir les pays émergents, le peso argentin se mit à chuter de plus de 50% forçant la banque centrale à augmenter son taux d'intérêt jusqu'à 60% et plongeant l'économie dans une crise de liquidité.

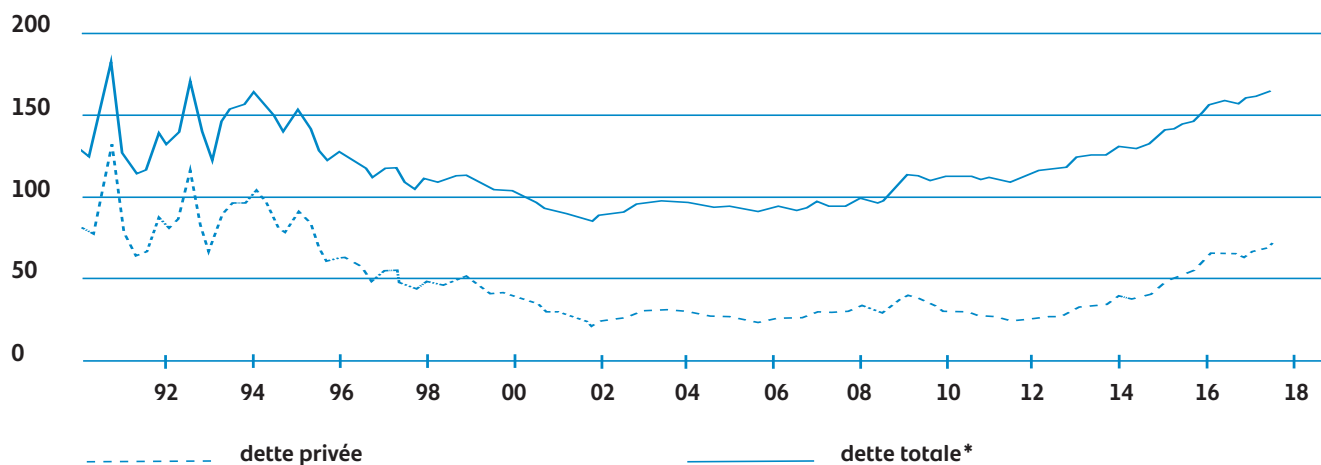
En août 2018, c'est la Turquie qui fut victime d'un scénario similaire. L'économie turque, elle aussi en déficit courant et fortement endettée en dollar et en euro, a enregistré une forte chute de la livre. Refusant d'augmenter son taux d'intérêt et de solliciter l'aide conditionnée du FMI, la Turquie a sollicité une aide du Qatar de 15 milliards de dollars, mais rien ne garantit que cela suffise à éviter une crise majeure. Plusieurs autres pays émergents – comme le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, le Pakistan ou les Philippines – connaissent des difficultés similaires et sont forcés d'augmenter les taux d'intérêt pour défendre leur monnaie. Le risque existe que l'ensemble des pays émergents se retrouvent victimes d'une fuite des capitaux et de problèmes de liquidités, comme ce fut le cas à la fin des années 1990.

Les pays en développement plus pauvres connaissent également des problèmes d'endettement extérieur croissant. À partir du milieu des années 2000, plusieurs pays africains ont profité de l'embellie conjoncturelle pour emprunter sur les marchés financiers internationaux – une première pour

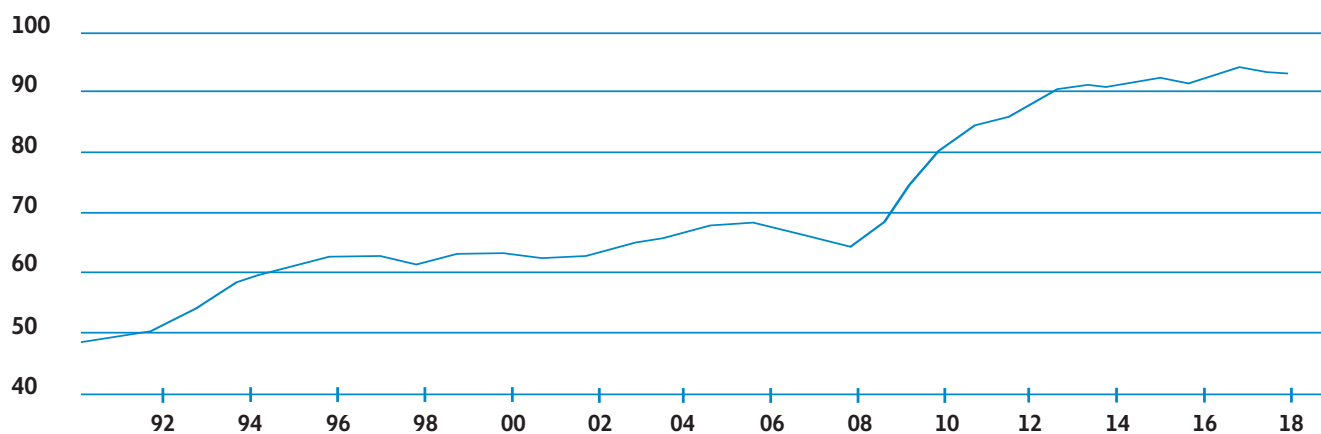


LES DETTES PUBLIQUES ET PRIVÉES ONT FORTEMENT AUGMENTÉ DANS LES PAYS ÉMERGENTS DEPUIS 2008

Ensemble des émergents : dette totale* et dette privée



Ensemble des émergents : dette publique (en % du PIB valeur)



Source : Datastream, NATIXIS
* en cours total d'obligations + en cours total de crédit



Malgré les « stress tests » réalisés par la BCE, le système bancaire européen reste vulnérable.

la plupart d'entre eux. À la suite des Seychelles en 2006, et jusqu'à 2016, douze autres pays d'Afrique subsaharienne³³ ont ainsi emprunté un total de 25 milliards de dollars sur le marché des euro-obligations – dont plus de 4 milliards pour la Côte d'Ivoire, 3,5 milliards pour le Ghana et 3 milliards pour le Gabon et la Zambie. Le problème est que le rendement de ces euro-obligations est étroitement corrélé à la volatilité du marché mondial des capitaux, à l'évolution des prix des matières premières et au degré d'aversion au risque des investisseurs internationaux – autant de facteurs qui échappent au contrôle des gouvernements africains. Or, la dégradation de la conjoncture internationale a eu pour effet de renchérir la charge relative des remboursements et d'entraîner des difficultés de paiement. Les Seychelles, le Ghana et le Mozambique ont été les premiers pays à connaître des problèmes de liquidité. Plus largement, ce retournement de la conjoncture internationale remet en cause la viabilité de la dette de plusieurs pays africains³⁴.

LA FRAGILITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE EUROPÉEN

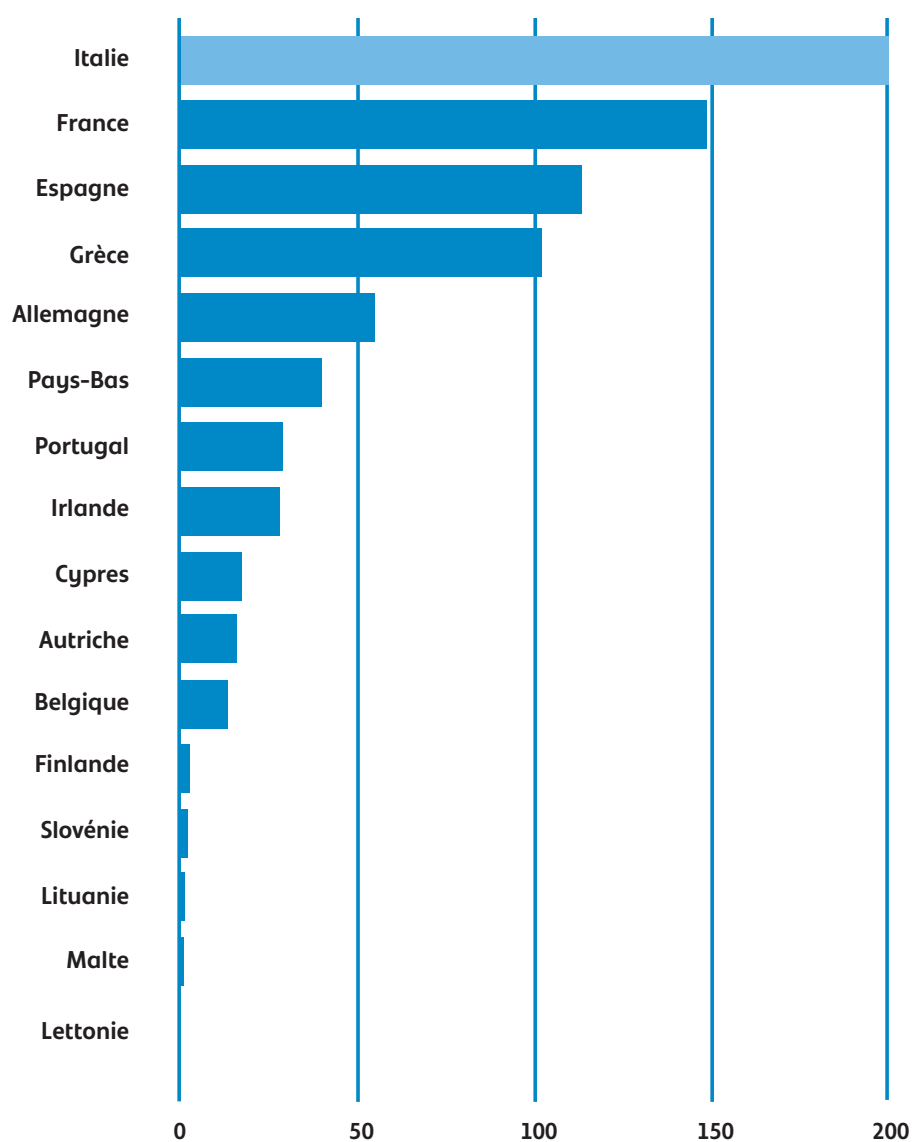
Après avoir expérimenté une double récession, l'économie européenne s'est redressée à partir de 2015 suite à la baisse des taux d'intérêt et au relâchement de l'austérité dans plusieurs pays : la croissance de la zone euro a ainsi atteint 2,4% en 2017. Les banques européennes ont également fortement réduit leurs prêts interbancaires transfrontaliers, qui sont les crédits les plus risqués. Toutefois, l'Union européenne n'a pas réussi à suffisamment nettoyer les comptes de ses banques, qui restent dès lors plombés par des centaines de milliards d'euros de mauvaises créances découlant des « produits toxiques » révélés par la crise de 2008. Malgré les « stress tests » réalisés par la BCE, le système bancaire européen reste vulnérable – comme l'ont notamment illustré les déboires de trois banques italiennes (*Monte Dei Paschi*, *Popolare di Vicenza* et *Veneto Banca*) et de *Banco Popular* en Espagne.

Or, plutôt que finaliser l'Union bancaire et réglementer le *shadow banking*, l'Union européenne a décidé de renouer avec la « titrisation », c'est-à-dire la conversion des créances en titres négociables. Cette pratique avait été prohibée après 2008, car elle avait contribué à exacerber les risques systémiques. En effet, si la titrisation, qui permet aux banques de vendre leurs créances douteuses sous la forme de titres financiers, est un moyen de nettoyer leurs bilans en répartissant le risque au sein du système financier, elle a aussi eu pour effet de disséminer des produits toxiques à travers l'ensemble du système bancaire. Il est dès lors à

/ ³³ Rwanda, République du Congo, Tanzanie, Sénégal, Namibie, Nigeria, Kenya, Angola, Zambie, Gabon, Ghana, Côte d'Ivoire. / ³⁴ CNUCED, *Rapport 2016 sur le développement économie en Afrique : Dynamique de la dette et financement du développement en Afrique*, Nations unies, 2016.

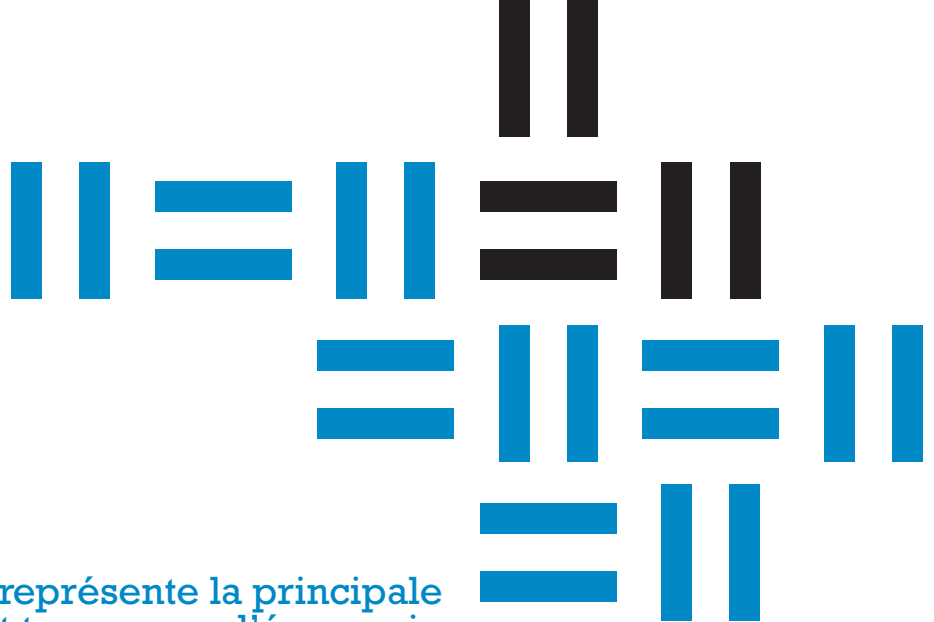
LES MAUVAISES CRÉANCES BANCAIRES RESTENT PARTICULIÈREMENT ÉLEVÉES EN ITALIE

Prêts non-performants dans la zone euro (en milliards d'euros fin 2017)



Source : Datastream, NATIXIS

* en cours total d'obligations + en cours total de crédit



C'est l'Italie qui représente la principale menace à court terme pour l'économie européenne et la zone euro.

craindre que les mêmes causes entraînent à terme les mêmes effets – surtout que le nouveau règlement européen prévoit que les banques ne doivent conserver dans leurs comptes que 5% de leurs créances titrisées.

Si la crise de la dette grecque n'a finalement pas entraîné de *Grexit* et que la Grèce a pu sortir des programmes de sauvetage successifs, le problème n'a été que postposé au prix de la plus grande dépression économique enregistrée par un pays développé en temps de paix depuis la Deuxième Guerre mondiale – entraînant une baisse du quart de son PIB et du tiers du pouvoir d'achat des ménages, une baisse encore plus importante des investissements publics, une émigration massive de près d'un million de personnes et une hausse du taux de chômage jusqu'à 27,5% en 2013. Alors que près de 90% des prêts octroyés par les plans de sauvetage de la Grèce ont en réalité servi à rembourser les banques européennes créancières, qui ont ainsi pu diviser leurs créances par dix entre 2008 et 2013, la Grèce est condamnée à maintenir l'austérité jusqu'en 2060, puisqu'elle doit dégager un surplus primaire de 3,5% du PIB jusqu'en 2022, puis de 2,2% jusqu'en 2060. Le pire est que ces mesures ne seront sans doute pas suffisantes pour permettre à la Grèce de rembourser ses dettes, puisque le FMI lui-même a émis de sérieux doutes concernant la soutenabilité de la dette grecque.

Quoi qu'il advienne, c'est l'Italie qui représente la principale menace à court terme pour l'économie européenne et la zone euro. L'économie italienne est fragilisée par une dette très élevée de 130% du PIB, dont plus de 300 milliards d'euros devront être refinancés en 2019, alors que le programme du nouveau gouvernement prévoit une hausse des dépenses publiques et une baisse des recettes fiscales.

Alors que les banques italiennes accumulent encore quelque 200 milliards d'euros de mauvaises créances dans leurs bilans – un record en Europe –, elles éprouvent des difficultés croissantes à se financer sur les marchés financiers, car les investisseurs les trouvent trop risquées. Moins les investisseurs ont confiance dans les capacités de l'Italie à être en mesure de payer ses dettes, plus la prime de risque sur les taux d'intérêt augmente (elle a été multipliée par 2,5 entre début mai et fin août 2018), ce qui accroît mécaniquement le poids de sa dette. Le risque est ainsi élevé que l'Italie se retrouve à terme face à de sérieux problèmes de liquidités, alors que les banques italiennes détiennent des montants croissants de titres de la dette du pays. Tous les ingrédients sont donc rassemblés pour provoquer une nouvelle crise des dettes publiques et bancaires qui s'autourrit. Or, contrairement à la Grèce, l'Italie n'est pas une économie périphérique de la zone euro, puisqu'elle représente la troisième économie derrière la France et l'Allemagne. Par conséquent, une crise financière italienne pourrait se révéler fatale pour la stabilité de la zone euro.



conclusion

LES ALTERNATIVES POUR RÉGULER LA FINANCE MONDIALE

Comme l'a démontré le « trilemme » de la mondialisation théorisé par Dani Rodrik, on ne peut concilier l'« hyperglobalisation », la démocratie libérale et des marges de manœuvre politiques nationales, ce qui implique de renoncer à l'hyperglobalisation actuelle en régulant la finance mondiale et en garantissant une marge d'action suffisante pour les stratégies de développement durable des États³⁵.

Suite à la crise de 2008, le G20 s'était engagé à tirer les leçons du désastre, mais malgré certaines avancées vers une meilleure réglementation du système bancaire et une transparence fiscale accrue, le bilan est insuffisant. Or de nouveaux risques systémiques apparaissent et il est à craindre qu'une nouvelle crise financière mondiale survienne à terme. Son ampleur pourrait même s'avérer pire qu'en 2008, car si à l'époque les risques concernaient essentiellement le système bancaire transatlantique, ils concernent désormais les banques, les États et les banques centrales des différents pôles de l'économie mondiale.

C'est pourquoi il est nécessaire de prendre des mesures plus ambitieuses pour réguler la finance mondiale et la ramener au service du développement durable. Dans l'idéal, cette régulation devrait être adoptée à l'échelle multilatérale, mais à défaut, elle peut dans un premier temps être adoptée à l'échelle régionale – à commencer par la zone euro.

RÉGULER LE SYSTÈME BANCAIRE INTERNATIONAL

Enrayer les bulles de crédits et les risques systémiques qu'elles engendrent nécessite des mesures aussi bien macroéconomiques que microéconomiques.

Sur le plan macroéconomique, cela passe par la mise en œuvre d'une réglementation macro-prudentielle du crédit, en vue d'empêcher une augmentation excessive du volume global du crédit et de le limiter à un niveau nécessaire pour financer le développement durable. Le mandat des banques centrales devrait être élargi dans ce but.

Sur le plan microéconomique, cela implique d'imposer aux banques une part de fonds propres plus importante, selon des critères définis par les régulateurs publics, plutôt que les modèles internes de pondération des risques par les banques qui sont trop facilement manipulables. Cela implique également de fixer une limite plus importante aux leviers d'endettement des banques. Les ratios de fonds propres et de levier pur actuellement recommandés aux banques par le Comité de Bâle devraient être doublés, voire triplés. Cela n'aurait rien d'excessif : le ratio de levier pur défini par la loi Dodd-Frank aux États-Unis est ainsi deux fois plus important que celui adopté par les règles de Bâle III. Admati et Hellwig recommandent par ailleurs d'imposer aux banques des fonds propres représentant 20 à 25% de la valeur brute de leurs actifs, sans pondération de risque, ce qui revient à une multiplication par quatre ou cinq des

Enrayer les bulles de crédits et les risques systémiques nécessite des mesures aussi bien macroéconomiques que microéconomiques.

exigences actuelles³⁶. Une mesure soutenue par Adair Turner, ex-président de l'Autorité britannique des services financiers, qui propose également d'augmenter le coussin de capital contra-cyclique de 2,5% envisagé par le Comité de Bâle, permettant d'augmenter le ratio de fonds propres requis lors des périodes d'expansion excessive du crédit et de l'abaisser lorsque le crédit est jugé insuffisant³⁷.

Dans le même esprit, il faudrait également s'assurer que les banques prêtent des fonds qu'elles possèdent réellement, et donc de faire davantage converger la durée des emprunts et des crédits bancaires correspondants (comme cela a été initié en demandant aux banques d'augmenter la part de leurs ressources de long terme). Ces mesures prudentielles devraient en outre être contraignantes, plutôt que représenter de simples recommandations, comme c'est actuellement le cas des règles du Comité de Bâle.

L'argument avancé par le lobby bancaire affirmant que de telles réglementations entraîneraient une baisse de leurs profits et de leurs capacités de financer l'économie n'est pas recevable. D'une part, la crise de 2008 a une nouvelle fois démontré que l'assèchement du crédit à l'économie

réelle provenait non pas des réglementations trop lourdes, mais au contraire des risques excessifs accumulés au sein d'un système bancaire autorégulé et débouchant sur un *credit crunch*. D'autre part, le rôle des banques est de financer durablement l'économie réelle, pas de s'endetter pour spéculer sur les marchés financiers. Contrôler le crédit et immuniser l'épargne des citoyens des risques systémiques devraient d'ailleurs redevenir la priorité des régulateurs publics.

Dans ce but, une mesure simple et efficace existe : la scission des banques de dépôt et des banques d'affaires. Lorsqu'il devint président des États-Unis en 1933, c'est une des premières mesures qui fut prise par Roosevelt, à travers le *Glass-Steagall Act*, jusqu'à son abrogation en 1999 par le *Gramm-Leach-Bliley Act*, adoptée par l'administration Clinton pour permettre la fusion de *Citibank* et de la compagnie d'assurances *Travelers Group* et former le conglomérat *Citigroup*. En Europe, malgré des mesures prises dans plusieurs pays, dont la séparation des banques et des holdings en Belgique entre 1934 et 1993, une séparation aussi nette n'a jamais existé et c'est le modèle de « banque universelle » exerçant tous les types d'opérations bancaires et financières qui s'est développé.

³⁵ D. Rodrik, *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, Norton & Company, 2011. ³⁶ A. R. Admati et M. F. Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University press, 2013. ³⁷ A. Turner, *Reprendre le contrôle de la dette. Pour une réforme radicale du système financier*, Paris, Les Editions de l'Atelier, 2017.

Il est nécessaire de réglementer les acteurs de la finance de l'ombre.

En séparant les activités bancaires de dépôt et d'affaires, les banques de dépôt continueraient de bénéficier de la garantie de l'Etat, contrairement aux filiales abritant les activités de marché et de spéculation risquées. De la sorte, l'épargne des citoyens ne servirait plus à alimenter les opérations spéculatives des banques d'affaires qui, en cas de difficulté financière, pourraient être mises en faillite. La charge financière de telles faillites serait assumée par les actionnaires et les créanciers, et plus par l'Etat et les contribuables. La garantie de l'Etat serait limitée à la protection de l'épargne déposée dans les banques de dépôt, de plus petite taille et plus simple à réguler.

En d'autres termes, le citoyen-épargnant-contribuable cesserait d'être la vache à lait et le dindon de la farce de la spéculation bancaire. Il est d'ailleurs éloquent de constater que le Canada, qui a maintenu une séparation stricte des banques de dépôt et d'affaires, a été relativement épargné par la crise bancaire internationale qui a pourtant éclaté chez son voisin états-unien. Certes, des avancées ont été enregistrées dans ce sens, suite aux recommandations de rapports d'experts, mais de manière limitée: le Royaume-Uni s'est engagé à séparer les activités des banques de détail et d'affaires, suivant la recommandation de la commission Vickers, tandis que la réglementation Dodd-Frank aux États-Unis a prévu d'empêcher les banques commerciales d'opérer pour leurs comptes propres. En Europe, la commission Liikanen a préconisé une séparation légale des activités de dépôt et des activités de marché des banques, mais sans que cela soit concrétisé par l'Union européenne. Enfin, au niveau de la zone euro, il est indispensable de finaliser l'Union bancaire. Cela implique de se doter d'un budget suffisamment conséquent, financé par des impôts européens et contrôlé par un parlement de la zone euro, ainsi que d'adopter une forme de mutualisation des dettes

et de concrétiser le projet de garantie européenne des dépôts des épargnants. Il serait en outre nécessaire de revenir sur la « règle d'or » du TSCG, qui limite les possibilités d'emprunter pour des investissements productifs, et de se donner les moyens d'inciter la BCE à fournir des liquidités aux Etats membres en crise.

RÉGULER LA FINANCE DE L'OMBRE

Il est également nécessaire de réglementer les acteurs de la finance de l'ombre (*shadow banking*), tels que les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et autres véhicules financiers « hors bilan », en leur imposant des mesures prudentielles du même type.

Il faut par ailleurs réguler les opérations de titrisation, en imposant aux banques de conserver dans leurs bilans au moins 15 à 20% des crédits titrisés – contre 5% actuellement.

Enfin, il faudrait généraliser les marchés de produits dérivés organisés, en imposant sur tous les marchés dérivés la présence d'une chambre de compensation, chargée de surveiller la régularité des opérations et la solvabilité des intervenants.

METTRE FIN AU SECRET BANCAIRE ET À L'ÉVASION FISCALE

Mettre fin au secret bancaire et à l'évasion fiscale implique de garantir la transparence fiscale internationale, aussi bien pour les particuliers que pour les sociétés.

Cela implique de concrétiser le projet d'instaurer un système multilatéral d'échange automatique des informations fiscales, tel que promu par l'OCDE et appelé à être pleinement opérationnel en 2019 dans une centaine de pays. L'enjeu consiste non seulement à s'assurer de la véracité

Mettre fin au secret bancaire et à l'évasion fiscale implique de garantir la transparence fiscale internationale.



des informations transmises par ces pays, mais aussi à élargir le système à l'échelle mondiale, afin d'éviter que des « trous noirs » de la finance subsistent et permettent de pérenniser les pratiques du passé.

Dans le même esprit, un registre mondial rendant publique l'identité des propriétaires et des bénéficiaires effectifs de toutes les sociétés *offshore* permettrait d'éviter que des particuliers continuent d'utiliser ces sociétés opaques pour frauder le fisc.

En ce qui concerne l'évasion fiscale des firmes transnationales, la mesure consiste à imposer aux firmes la publication annuelle d'un rapport détaillant leurs activités pays par pays, afin d'empêcher les entreprises de déclarer artificiellement des profits dans des paradis fiscaux et de permettre aux États d'imposer une taxation unitaire de chaque groupe multinational en fonction des activités effectivement réalisées par le groupe dans les différents pays où il est implanté.

Enfin, placer des limites à la compétition fiscale, qui risque de réduire à terme l'impôt des sociétés à néant, nécessite d'adopter des taux minimums de l'ISOC à l'échelle régionale, voire multilatérale. Parallèlement, la coopération fiscale internationale devrait favoriser l'instauration d'une taxe mondiale de 0,1% sur toutes les transactions financières internationales, ce qui permettrait de pénaliser les transactions spéculatives à court terme et de mobiliser des recettes fiscales annuelles de plusieurs centaines de milliards de dollars.

TIRER TOUTES LES LEÇONS DE 2008

En conclusion, la récente embellie de l'économie mondiale ne doit pas masquer les déséquilibres et le retour des risques systémiques.

Dans leur étude de huit siècles de crises financières, Reinhart et Rogoff constatent que « le conseil le plus fréquent et le plus ruineux jamais délivré aux investisseurs au cours d'un boom précédant immédiatement une crise financière découle de la conviction que "cette fois, c'est différent". (...) Chaque fois, la société se persuade que le boom en cours, contrairement à tous ceux qui par le passé ont été suivis d'effondrements catastrophiques, repose sur les fondamentaux sains, des réformes structurelles, des innovations technologiques et d'une politique avisée »³⁸.

Plutôt que reprendre démesurément goût au risque, les gouvernements seraient dès lors mieux inspirés de coopérer pour enrayer les déséquilibres et stabiliser le système financier international. À défaut, ils ne feront que préparer la prochaine crise.

³⁸ C. Reinhart et K. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, Pearson, 2010, p. 10.

les études
du CNCD-11.11.11

POINT SUD 17#

CNCD-11.11.11

quai du commerce 9 à 1000 bruxelles
02 250 12 30
publications@cncd.be
www.cncd.be/Publications

CONTACT

Arnaud Zacharie
+32 2 250 12 41
arnaud.zacharie@cncd.be

**00 Les objectifs du millénaire :
un bilan critique 10 ans après
leur adoption** par Arnaud Zacharie

**01 Investir l'argent public
dans les paradis fiscaux pour aider
les pauvres ?** par Antonio Gambini

**02 Forêts congolaises
Quand l'exploitation industrielle
entretient des conflits sociaux**
par Véronique Rigot

**03 Financer la lutte contre
le réchauffement global : les marchés
financiers au secours du Sud ?**
par Antonio Gambini

**04 La Justice Climatique... à l'épreuve
des négociations** par Véronique Rigot
& Nicolas Van Nuffel

**05 Le transfert de technologies
climat : vers une « révolution bleue » ?**
par Alban van der Straten,
sous la direction de Nicolas Van Nuffel

**06 Rio+20 :
« L'abîme ou la métamorphose ? »**
par Véronique Rigot

**07 Face aux révolutions arabes,
le business as usual européen**
par Michel Cermak

**08 Les mécanismes
de l'injustice fiscale mondiale**
par Antonio Gambini

09 Pertes et profits sur le climat
par Véronique Rigot

**10 « Ceux qui ont faim ont droit »
(Victor Hugo)** par Nathalie Janne d'Othée

**11 Migrants de l'environnement
Le vent se lève, il faut tenter de vivre
(Paul Valéry)** par Cécile Vanderstappen

**12 Nous consommons,
mais à quel prix ?**
par Arnaud Zacharie et Michel Cermak

**13 Traité transatlantique (TTIP) :
cartographie d'un partenariat
controversé** par Arnaud Zacharie,
Nicolas Van Nuffel et Michel Cermak

**14 De l'Agenda du Millénaire
à l'Agenda 2030**
par Benjamin Van Cutsem

**15 Après Paris :
la fin des énergies fossiles ?**
par Véronique Rigot

**16 Multinationales : plus de
transparence pour une justice fiscale**
par Antonio Gambini



Ce rapport a été publié avec le soutien de l'Union européenne.
Les opinions qui y sont développées ne reflètent
cependant pas l'opinion officielle de l'UE. Les informations
qui y sont publiées le sont sous la responsabilité de leur auteur.