Cfdt: ÉCLAIRAGE

S'ENGAGER POUR CHACUN
AGIR POUR TOUS

NOTE D'ÉCONOMIE

Janvier 2020

Capitalisme financier et crises : de nouvelles régulations à construire

1. Capitalisme et crises sont consubstantielles

L'histoire du capitalisme est jalonnée par les crises. À chaque fois que les liquidités sont perçues comme abondantes et l'optimisme est généralisé, les agents économiques (ménages, entreprises, investisseurs, etc.) achètent des actifs (immobilier, liquidités monétaires, actions, obligations, devises, matières premières, etc.). Les possibilités supplémentaires d'achat qu'offre l'endettement accentuent cet engouement et font gonfler d'autant plus le prix des actifs. Dès que les agents économiques craignent que les actifs perdent de leur valeur, ils cherchent à les vendre pour récupérer de la liquidité, afin de rembourser leurs dettes et minimiser leurs pertes. Cela accentue la chute de la valeur des actifs concernés et raréfie les liquidités disponibles sur les marchés. C'est la crise. Ce changement dans les comportements (aversion au risque et préférence pour la liquidité) peut être brutal car il n'existe pas de référence commune préétablie pour identifier le point d'emballement des marchés et modérer les comportements.

Ainsi, la crise des tulipes en 1639 a vu s'effondrer le cours des bulbes de tulipes aux Pays-Bas ; la crise de 1929 s'est caractérisée par la chute du prix des actions ; la crise asiatique en 1997 s'est traduite par un retrait massif de capitaux initialement investis dans les pays appelés alors les tigres et dragons d'Asie[1] ; l'éclatement de la bulle internet du début des années 2000 était quant à elle basée sur les nouvelles technologies ; la crise des *subprimes* de 2007 sur l'immobilier ; etc. Entre chaque crise, la valeur des actifs repart à la hausse.

Ces mouvements haussiers et baissiers constituent les cycles financiers. Ils sont inhérents au système capitaliste qui porte en lui une logique d'accumulation : je dépense mon capital dans davantage de capacités productives, pour produire plus et créer davantage de richesses, convertibles en monnaie, et ainsi de suite, etc.

Le système capitaliste financiarisé, dans lequel nous vivons aujourd'hui, ne fait pas exception. Toutefois, ce dernier repose sur

[1] Les cinq tigres étaient les « nouveaux pays exportateurs » : la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, le Viêt Nam et les Philippines. Les quatre dragons avaient constitué la première vague des nouveaux pays industrialisés : la Corée du Sud, Taïwan, Singapour et Hong Kong.

une croissance non plus basée sur l'accumulation de capacités productives (comme ce fut le cas jusque dans les années 80), mais sur la valorisation d'actifs financiers et la maximisation de la valeur actionnariale (lire la note Éco de décembre 2019 : *Comptabiliser le travail et l'environnement à leur juste valeur*). Son émergence a été notamment facilitée par un environnement globalisé, permettant de développer l'ampleur des marchés financiers : par leur taille, par l'émergence de nouveaux intermédiaires (type *shadow banking*[2]), ou encore par la création de chaines complexes de transferts de risques entre acteurs financiers (via l'innovation financière notamment).

Ce système repose sur des gains issus de rentes[3] , fruits d'une concentration économique considérable.

- **Rentes financières :** la baisse, sur le long terme, des taux d'intérêt a permis un endettement privé à bas coût. Ce dernier a gonflé, particulièrement pour les entreprises, et fait monter artificiellement les valeurs des actifs financiers.

- **Rentes digitales :** les plateformes numériques captent et s'approprient les données individuelles que fournissent les usagers gratuitement.

- **Rentes territoriales :** le développement des métropoles concentre des rentes immobilières considérables, au détriment de l'environnement, des villes moyennes et des territoires ruraux.

- **Rentes d'influence :** le poids des lobbys privés dans la construction des politiques publiques affaiblit les contrepouvoirs (dont le syndicalisme) et les processus démocratiques.

À l'échelle mondiale, cette concentration économique tend à accentuer les inégalités et à déséquilibrer le partage de la valeur ajoutée, au détriment des salariés (seuls les pays disposant d'un système de protection sociale développé, comme la France, parviennent encore à contenir ces deux phénomènes). L'insuffisance chronique de la demande qui en découle tend à installer dans le temps une croissance faible.

La croissance repose désormais principalement sur l'endettement et l'envolée des prix des actifs financiers. Croissance économique de court terme et cycles financiers sont devenus inextricables. La croissance de long terme, quant à elle, est la succession de cycles économiques alternant phases d'expansion et de récession de court terme. La finance influe sur la durée et l'intensité des cycles économiques, mais aussi sur les répercussions qu'un cycle a sur un autre cycle. Historiquement, s'il existe un lien positif, à court terme, entre croissance et finance, à long terme, le lien se détériore car la croissance financière excessive passée affecte négativement et durablement les cycles suivants, et ce d'autant plus si le niveau d'endettement privé est élevé.

2. Capitalisme financiarisé et taux d'intérêts bas : le gonflement de la dette privée comme facteur de fragilité

Dans un capitalisme financiarisé, le niveau de dette privée est tout aussi déterminant dans la formation des cycles que le niveau d'activité économique. Dans un contexte de taux d'intérêts bas, les crises financières se caractérisent par l'émergence de **bulles de crédits :**

- Des taux d'intérêts bas favorisent le recours à l'endettement, ce qui amplifie le cycle financier (phase d'emballement). Les achats de titres par endettement gonflent et provoquent une hausse du prix des actifs, ce qui attire les investisseurs qui s'endettent d'autant plus pour acheter davantage de titres. Actuellement, le cours des actions et obligations sur les marchés est historiquement élevé. Les incertitudes se multiplient : protectionnisme montant entre les Etats-Unis, la Chine et l'Union européenne ; tensions géopolitiques au Moyen-Orient ; ralentissements chinois, allemand et américain ; inquiétudes quant à la soutenabilité de la dette publique italienne ; incertitudes politiques en Italie et en Espagne, etc., au risque de créer un

2 Entités ou activités qui financent l'économie en dehors du système bancaire traditionnel, comme les fonds d'investissement.

3 Aglietta (2019) Capitalisme, le temps des ruptures, Edition Odile Jacob, novembre 2019, 563p.

changement brutal de comportement des investisseurs (aversion au risque et préférence pour la liquidité), donc une nouvelle crise.

- La persistance de taux bas est l'opportunité d'emprunter pas cher et d'alléger le poids des emprunts passés (lire la note Éco de novembre 2019 : *Transformer la dette publique en investissement*). Mais, les capitaux empruntés doivent être orientés vers les secteurs à fort potentiel de développement. Dans le cas contraire, les nouvelles dettes s'ajoutent aux anciennes sans créer de nouvelles perspectives de croissance durable et nourrissent seulement la valorisation d'actifs financiers. Cela alimente des bulles sur des marchés, par exemple de l'immobilier et de la construction. La productivité des emplois y est plus faible. En conséquence, les divergences de productivité se creusent entre les pays qui connaissent des booms immobiliers et les autres (l'Espagne par rapport à l'Allemagne, par exemple).

- Des taux d'intérêts bas incitent les entreprises à se financer à moindre coût sur les marchés financiers (émissions d'actions, d'obligations, rachats d'actions, etc.). Leur structure financière se fragilise (endettement élevé par rapport aux ressources) car la richesse créée provient davantage de l'émission et de la valorisation de leurs actifs que de leur production effective. La valeur de ces actifs tend à se déconnecter de plus en plus de leur valeur économique réelle. Actuellement, la dette totale mondiale des entreprises non financières atteint 91,4% du PIB mondial, soient 20 points de plus qu'il y a vingt ans, selon l'Institut privé de la finance internationale. Elle dépasse largement celle des ménages (59,4 %, en hausse de 16 points sur la même période) et des États (87,2% du PIB, en hausse de 30 points). En outre, selon l'OCDE, la qualité de cette dette d'entreprise (émise par obligation notamment) s'est dégradée.

En cas de retournement de cycle (ralentissement économique, choc économique, hausse des taux d'intérêt), les entreprises n'auront d'autre choix, pour honorer leurs dettes, que de réduire l'emploi et leurs investissements, ce qui en fait de simples variables d'ajustement.

- Les activités à risque se développent avec le crédit bon marché, même du côté des investisseurs de long terme (assurances-vie, caisses de retraites, etc.). Habituellement plus attentifs à la création de valeur à long terme qu'à court terme, ces investisseurs voient leur solvabilité se détériorer. En effet, la baisse des taux (c'est-à-dire le prix de l'argent dans le temps) amoindrit la valeur des remboursements qu'ils obtiendront. Ils peuvent donc être incités à prendre davantage de risques pour trouver plus de rendement afin de ne pas reporter leurs difficultés sur l'épargnant.

- Enfin, comme l'attestent les récents travaux de l'OCDE[4], la croissance du revenu des ménages intermédiaires dans les pays de l'OCDE est en berne. À cela s'ajoute, le fait que le coût de la vie a augmenté plus vite que le revenu (par exemple, le logement) et des perspectives d'emploi incertaines (déclassement, automatisation, précarisation). Les classes moyennes ont donc recouru davantage à l'endettement afin de maintenir leur niveau de vie. C'est aussi le résultat de l'accroissement des inégalités : l'épargne disponible des ménages les plus riches s'est accrue, augmentant d'autant les possibilités de crédit. Cette dynamique participe à l'accroissement des risques d'instabilité financière.

Un tel contexte laisse la porte ouverte à une future crise, portée par l'endettement et le gonflement des actifs. La question importante est moins de savoir quand celle-ci se produirait, que s'il est possible d'en prévenir et atténuer les effets. La régulation financière est un des éléments de réponse.

3. Une insuffisante régulation mondiale du secteur financier

La crise de 2008 a permis de remettre en cause le fait que les marchés financiers s'autocorrigeaient en cas de déséquilibres.

[4] OCDE (2019) Sous pression : la classe moyenne en perte de vitesse, juin 2019.

Un consensus est alors apparu quant à l'insuffisance de régulation des marchés financiers et des banques. Mais les progrès réalisés sont surtout concentrés sur les banques et restent insuffisants pour nous permettre de résister en cas de crise.

Suite à la crise, des mesures importantes ont été prises, notamment en Europe. Plusieurs d'entre elles visent à contenir le risque pour chaque établissement (ce sont les règles micro-prudentielles). Les banques européennes doivent désormais détenir plus de liquidités, autrement dit des actifs sûrs (tels que des bons du Trésor) ; une sorte de coussin de sécurité que la banque peut vendre en cas de difficultés. Il leur a également été imposé de détenir davantage de fonds propres, en regard du risque de marché : les actifs plus sûrs que détient la banque doivent être couverts par moins de fonds propres, et les actifs plus risqués doivent être affectés d'une pondération plus élevée[5]. Cela doit permettre aux banques d'assumer leurs éventuelles pertes et de rester solvables. Toutes ces exigences sont renforcées pour les banques identifiées comme systémiques (autrement dit les banques dont la faillite pourrait impacter la finance mondiale).

Cependant, les banques disposent de la possibilité d'estimer par elle mêmes leurs exigences de fonds propres. Cette marge de manœuvre tend à se réduire, mais elle offre tout de même aux plus grandes banques la possibilité d'optimiser la réglementation, en sous-estimant la part d'actifs risqués détenus et les exigences de fonds propres qui en découlent. En outre, les niveaux de capitalisation actuels pourraient être insuffisants en cas de crise. Pourtant, les exigences réglementaires en matière de capitaux propres ne sont pas un frein au financement de l'économie. Ainsi, la Fédération bancaire française annonçait en décembre dernier la montée en force, encore cette année, des encours de crédits au service de l'économie.

Par ailleurs, la réglementation bancaire a été complétée par des procédures et des instruments de redressement et de résolution bancaire, afin d'éviter que les États (et donc l'ensemble des contribuables) n'aient à renflouer les banques. Ce sont désormais les créanciers des banques (les actionnaires, les clients, etc.) qui devront contribuer, avant que les pouvoirs publics n'aient à intervenir. Mais l'application de cette règle n'est pas si évidente. En effet, mettre l'ensemble des créanciers à contribution peut risquer de transmettre le problème au reste du système bancaire et financier, surtout si l'établissement concerné est systémique. Aussi, les États pourraient s'y refuser en recapitalisant directement. Un fonds de résolution a été abondé par les banques européennes dans le cadre de l'Union bancaire en zone euro afin de faire face à ce type de situation (aider les créanciers des banques à renflouer celles-ci) ; mais ce dernier pourrait se révéler insuffisant, surtout si toutes les banques étaient en difficulté en même temps.

Aujourd'hui, rien ne permet vraiment d'agir sur les origines du problème : le caractère systémique des banques. Leur taille, perçue comme un élément de compétitivité, et leur pouvoir de marché ne sont pas limités. Les obligations légales qui visent (en France notamment) à isoler les activités spéculatives des autres ne règlent en aucun cas le problème de ces dites activités dangereuses. D'autant que les structures des établissements bancaires sont devenues extrêmement complexes, tout comme leurs activités (gestions d'actifs, d'assurance, ou encore d'innovation financière). Les banques ont développé des liens avec d'autres intermédiaires financiers, par exemple les acteurs du *shadow banking,* plus appétant au risque*.* Appréhender la régulation par type d'acteur et par type d'activité apparait donc limité.

C'est pourtant la logique sur laquelle repose la régulation financière actuellement : elle distingue les banques, les assurances et les marchés financiers.

C'est pourquoi il est essentiel aujourd'hui de développer des mesures macro-prudentielles afin de limiter globalement les

[5] Cela sous-tend l'idée qu'il existe des actifs dénués de risques, ce qui est discutable.

risques systémiques, de prévenir l'accumulation de risques financiers et de renforcer la capacité de résistance du secteur financier dans sa globalité. Si les interconnexions entre les banques ont diminué depuis 2008, les banques systémiques représentent toujours un poids important et sont plutôt moins bien capitalisées que les autres. C'est particulièrement le cas en Europe. Et si les banques systémiques sont aujourd'hui mieux identifiées et surveillées, ce n'est pas le cas d'autres acteurs financiers, tels que ceux du *shadow banking, par exemple,* ou les chambres de compensation (institutions qui permettent de mutualiser les risques de défaillance de marchés de produits dérivés).

Des mesures macro-prudentielles devraient aussi permettre de s'adapter au cycle financier. Lorsque la phase haussière du cycle accumule les fragilités financières, les exigences de fonds propres devraient être renforcées, et inversement. Ce coussin contra-cyclique existe, mais il reste symbolique.

Le logiciel peine à changer. Le crédit et l'endettement restent perçus comme les seuls moteurs de croissance. Les innovations financières continuent à se multiplier et demeurent opaques. L'idée selon laquelle la régulation des marchés financiers limiterait le financement de l'économie et freinerait la croissance, reste ancrée. La réglementation peine à avancer. Les conflits d'intérêt au cœur de certaines instances de décision, ainsi que la forte imbrication entre la haute fonction publique et le secteur de la banque amplifient les difficultés (acculturation inconsciente des intérêts de la finance, résistance au changement de paradigme, etc.).

4. Crises financières et développement durable.

Les interconnexions entre risques climatiques, financiers, économiques et sociaux sont largement sous-estimées. L'enchevêtrement de ces risques est mal connu et peu étudié. Ils sont examinés de manière isolée.

Il existe trois types de risques environnementaux désormais admis percutant directement l'investissement des entreprises et l'emploi :

- Les risques physiques. Ils impactent les marchés financiers par deux canaux : les assureurs sont en première ligne (dégâts à assumer financièrement), mais cela peut aussi altérer la rentabilité envisagée d'investissements passés (destruction de la valeur d'actifs immobiliers, de récoltes, par exemple) et futurs et provoquer des modifications de comportements sur les marchés financiers.

- Les risques de responsabilité (juridique) quant à eux peuvent représenter des dommages et intérêts considérables que peuvent être amenés à payer des entreprises émettrices de carbone, par exemple. L'entreprise californienne PG&E, accusée d'avoir provoqué les incendies les plus dévastateurs de l'État, a préféré se mettre en faillite face aux indemnités qui allaient potentiellement lui être réclamées. Mais ce serait une erreur de croire que seule cette entreprise a été touchée : les assureurs de l'entreprise ou encore les fonds de pension, actionnaires de l'entreprise ont aussi subi des pertes.

- Enfin, les anticipations de marchés peuvent brutalement faire chuter les prix des actifs rentables, mais carbonés – ce sont des actifs échoués. Ils sont dévalorisés par l'instauration d'une nouvelle réglementation en faveur de l'environnement, par exemple, ou encore l'apparition d'une nouvelle technologie plus propre. Cela peut concerner une grande partie des infrastructures et des installations industrielles. Plus le temps passe, plus le stock d'actifs risqués s'accroit.

Ne pas tenir compte de ces trois types de risques conduit à terme à de mauvaises décisions d'investissement. On assiste ainsi à une prise de conscience progressive du monde de la finance. Les flux d'investissement commencent à se réorienter vers une économie bas carbone. Ces flux doivent pouvoir accompagner les entreprises à changer progressivement leur modèle productif.

Mais à cette prise de conscience devraient aussi s'ajouter des mesures macro-prudentielles. Plusieurs sont avancées, comme par exemple : renforcer les exigences de fonds propres pour les banques aux nombreux actifs carbonés, à l'inverse les alléger pour les banques les plus vertueuses ; réguler et restreindre progressivement les crédits aux secteurs carbonés, faciliter le crédit pour les activités en transition ; verdir la politique monétaire de la Banque centrale européenne, etc.

Sur ce point, Christine Lagarde, nouvelle présidente de la banque centrale européenne (BCE), s'est engagée à mettre la protection de l'environnement au cœur de son mandat. Le courrier envoyé par 160 experts et organisations de la société civile (syndicats – dont la CFDT –, ONG, *think thank*, etc.), l'appelait ainsi à mettre rapidement des actions concrètes en œuvre contre le réchauffement climatique, et notamment à éliminer progressivement les actifs polluants de son portefeuille.

***

En conclusion, les crises sont inhérentes au capitalisme. Mais le capitalisme financiarisé est aujourd'hui fragilisé par les inégalités et les risques climatiques. Ce serait donc une erreur de considérer que les cycles financiers et économiques se suivent inexorablement, en offrant à chaque début de cycle de nouvelles opportunités de profits sans risques. Chaque crise économique et financière a des coûts économiques et sociaux considérables. Être plus résilient contre les crises, c'est promouvoir activement les réformes et des négociations en faveur de davantage de droits et de protection des travailleurs. C'est poursuivre l'engagement de la CFDT en matière de gouvernance des entreprises et d'investissement socialement responsable (lire la note Eco de juin 2019 : *Finance durable et syndicalisme*). C'est se mobiliser contre l'optimisation fiscale des entreprises qui altère à la fois les forces du syndicalisme et renforce les moyens financiers du lobbying privé (lire la note Eco de septembre 2018 : *Optimisation fiscale des entreprises et enjeux syndicaux)*. En d'autres mots, c'est la nécessité de construire de nouvelles régulations afin de définir un nouveau régime de croissance.