



HAL
open science

**L'effritement de la responsabilité publique face à la
finance, à la financiarisation et au détachement du
capital de l'espace économique national 1 25 septembre
2015**

Nicholas Sowels

► **To cite this version:**

Nicholas Sowels. L'effritement de la responsabilité publique face à la finance, à la financiarisation et au détachement du capital de l'espace économique national 1 25 septembre 2015. Valeur(s) et responsabilité(s) face à la globalisation, Université Paris-Est Créteil Val de Marne et Université Paris-Sorbonne, Nov 2013, Créteil et Paris, France. hal-04179627

HAL Id: hal-04179627

<https://hal.science/hal-04179627>

Submitted on 10 Aug 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

L'effritement de la responsabilité publique face à la finance, à la financiarisation et au détachement du capital de l'espace économique national¹

25 septembre 2015

Nicholas Sowell, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, CREW

L'abstract

Cette communication analyse comment la finance internationale s'est développée depuis les années 70 avec l'appui des autorités qui ont mis en place des processus de libéralisation et du soutien des activités financières jusqu'au début de la crise financière en 2007-2008. Cet essor de la finance s'appuie aussi sur des innovations techniques dans le domaine même de la finance et, plus généralement, sur la prolifération des technologies de l'information et de la communication. Grâce à cet ensemble de phénomènes, le capital financier dans le monde entier est de plus en plus libre du contrôle politique, aussi bien au niveau national qu'international. Le capital est devenu « fébrile » et les instruments financiers sont devenus de plus en plus complexes, de plus en plus abstraits et donc immatériels par rapport aux actifs réels qui les sous-tendent. Toutefois cette libéralisation de la finance a entraîné des crises financières à répétition et à notre avis, la crise financière de 2007-2008 n'est pas un accident de parcours. Au contraire, cette crise découle des mesures mises en place pour résoudre les tensions économiques qui ont suivi la crise précédente du début des années 2000. La communication commence par rappeler quelques grandes lignes de la libéralisation de la finance depuis les années 1970. Elle revisite notamment l'innovation financière et le développement des produits dérivés, l'explosion des flux financiers et la déconnexion de la sphère financière de l'économie réelle. La deuxième partie de la communication traite du déroulement de la crise financière et la dernière partie examine comment et pourquoi les pouvoirs publics ont été incapables d'exercer leurs responsabilités pour restructurer les systèmes financiers face au pouvoir des banques.

Mots-clés : finance, libéralisation, financiarisation, crise financière, politique publique.

Introduction

Depuis les années 1970, le monde de la finance s'est internationalisé et dématérialisé. Cela ne s'est pas fait du jour au lendemain. Ce n'est pas un hasard non plus. Certes, il faut se méfier d'une lecture trop linéaire et trop cohérente du développement de la finance depuis 40 ans, mais le monde de la finance d'aujourd'hui doit beaucoup aux processus de libéralisation lancés dans les années 1970 et qui ont été poursuivis jusqu'au début de la crise financière en 2007-2008. L'évolution de la finance s'appuie aussi sur des innovations techniques dans le domaine même de la finance et, plus généralement, sur la prolifération des technologies de l'information et de la communication.

Grâce à cet ensemble de phénomènes, le capital financier dans le monde entier est de plus en plus libre du contrôle politique, aussi bien au niveau national qu'international. Le capital est

¹ Texte de communication au Colloque FREE-LEA (Faire de la Recherche Ensemble en L.E.A.), Valeur(s) et responsabilité(s) face à la globalisation ; 22-23 novembre 2013, Université Paris-Est Créteil Val de Marne et Université Paris-Sorbonne.

devenu « fébrile » et les instruments financiers sont devenus de plus en plus complexes, de plus en plus abstraits et donc immatériels par rapport aux actifs réels qui les sous-tendent.

Les autorités publiques ont accompagné, voire encouragé, ces développements. Elles ont été largement acteurs de la libéralisation de la finance, en soutenant que le marché peut répartir les ressources de la manière la plus efficace possible. Toutefois cette libéralisation de la finance a entraîné des crises financières à répétition. A notre avis, la crise financière de 2007-2008 n'est pas un accident de parcours. Au contraire, cette crise découle des mesures mises en place pour résoudre les tensions économiques qui ont suivi la crise précédente du début des années 2000. Plus généralement, la crise s'inscrit dans la longue marche vers la libéralisation de la finance et l'essor de la spéculation des décennies antérieures.

Dans la mesure où les autorités publiques sont intervenues avec des moyens sans précédent pour endiguer les effets les plus néfastes de la crise actuelle, elles auraient pu réformer et restructurer les systèmes financiers nationaux et internationaux au tournant des années 2010. Or, dans les faits, leurs actions ont été plutôt limitées. Certes, nous ne sommes pas au bout de la re-réglementation du monde financier et d'importantes mesures sont en cours pour réduire la capacité des banques à recréer les mêmes risques et les mêmes problèmes que l'économie mondiale a rencontrés depuis 2007-2008. Mais il est à craindre que ni les banques ni les marchés internationaux de capitaux n'aient été suffisamment restructurés pour empêcher que d'autres crises financières, peut-être encore plus importantes, ne surgissent. De ce point de vue, les autorités publiques n'ont pas fait face à leurs responsabilités pour protéger l'intérêt général.

Cet article commence par rappeler quelques grandes lignes de la libéralisation de la finance depuis les années 1970. Il revisite notamment l'innovation financière et le développement des produits dérivés, l'explosion des flux financiers et la déconnexion de la sphère financière de l'économie réelle. La deuxième partie de l'article traite du déroulement de la crise financière. La dernière partie examine comment et pourquoi les pouvoirs publics ont été incapables d'exercer leurs responsabilités pour restructurer les systèmes financiers face au pouvoir des banques.

1. La financiarisation des économies industrialisées

Le terme financiarisation recouvre plusieurs idées. Au plus simple, il s'agit du fait que les industries financières jouent un rôle économique aujourd'hui bien plus important qu'il y a trente ou quarante ans en termes de leur contribution au PIB et à l'emploi. La croissance de la finance pendant la période d'avant crise a été rapide, surtout dans les pays anglophones, où en 2008 les services financiers représentaient plus de 8 % du PIB aux États-Unis et au Royaume-Uni et même plus de 10 % du PIB en Australie et en Irlande².

En effet, l'essor de la finance, dans les pays anglophones en particulier, est directement lié au développement du néolibéralisme et au creusement des inégalités sociales que ces pays ont connus depuis la fin des années 1970. La libéralisation économique a très clairement entraîné le renforcement des inégalités sociales dans ces pays. Dans le même temps, pour palier la faible évolution des salaires moyens, les pouvoirs publics ont favorisé la libéralisation du crédit,

² Stephen Burgess, "Measuring financial sector output and its contribution to GDP", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3rd quarter 2011, p234-246.

notamment par l'assouplissement du crédit immobilier pour encourager l'accès à la propriété des logements et soutenir la consommation par des effets de richesses³.

D'autres définitions de la financiarisation sont plus qualitatives. Elles concernent davantage la façon dont les services financiers sont devenus très influents dans le fonctionnement des économies industrialisées et le fait qu'ils soient aujourd'hui très internationaux et détachés des économies nationales. A titre d'exemple, en 2007 – donc au moment où la crise débute – 38% du capital des grandes entreprises françaises cotées au CAC 40 et 36,5% de toutes les entreprises cotées en France sont détenus par des investisseurs étrangers⁴. En effet, une profonde internationalisation des avoirs par des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pensions, fonds mutuels, etc.) commence à se mettre en place au début des années 1990, facilitée par la déréglementation, les nouvelles technologies de l'information et de la communication et de nouvelles normes comptables, facteurs sur lesquels nous reviendrons plus loin. Une conséquence de cette internationalisation est la généralisation de la norme de 15% de retour sur investissement, ce qui pousse les entreprises industrielles et commerciales à investir plutôt dans des activités de croissance externe (à court terme) afin de dégager des bénéfices rapidement, au lieu de soutenir des investissements à long terme, nécessitant du « capital patient ». À son tour, cette exigence de rentabilité pèse sur les salaires dont la part de la valeur ajoutée – le PIB – a baissé dans les pays industrialisés depuis les années 1970 (voir plus loin).

L'innovation financière et les titres dérivés

D'autres notions de la financiarisation encore sont liées à l'innovation financière qui permet aujourd'hui de convertir la valeur des actifs réels (entreprises, immobilier) en instruments financiers qui peuvent être échangés et négociés d'une manière quasi-indépendante des actifs réels qui les sous-tendent. Ce processus est communément appelé la « titrisation » des actifs qui, par la suite, entraîne aussi le développement de toutes sortes de produits « dérivés ». Ces derniers permettent d'établir des titres de valeurs futures des actifs financiers existant aujourd'hui.

Cette financiarisation des économies industrialisées ne date pas d'hier. Certains types d'actifs ont déjà existé bien avant l'ère industrielle : C'est le cas, par exemple, des actions d'entreprises ou même des contrats à terme pour des produits agricoles. Les obligations d'État aussi existent depuis longtemps comme moyen de financement de l'action publique, notamment des guerres. Toutefois, la période actuelle de la financiarisation des économies industrielles remonte en grande partie aux années 1960 et le début des années 1970. À cette époque, le système économique souvent dit « fordiste » entre en crise, un tournant qui se manifeste clairement dans un premier temps par l'accélération de l'inflation. Par ailleurs, la monnaie américaine circule de plus en plus massivement dans l'économie mondiale pour payer les déficits commerciaux des États-Unis, ainsi que leurs engagements militaires dans le monde et surtout la guerre du Vietnam. Ces flux monétaires ont contribué au développement des marchés « euro-dollar » où les placements peuvent se faire hors du contrôle des autorités (américaines). Cela sape la

³ Michael Kumhof, Claire Lebarz, Romain Rancièrre, Alexander W. Richter and Nathaniel A. Throckmorton, "Income Inequality and Current Account Imbalances", *IMF Working Paper*, WP/12/08, IMF 2012 et Raghuram Ragan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2010, p21-45.

⁴ Attac, Jean-Marie Harribey et Dominique Plihon, (dir.), *Sortir de la crise globale : vers un modèle écologique et solidaire*, Paris, La Découverte, 2009, p77.

capacité des autorités de réglementer les taux d'intérêts aux États-Unis et de maintenir la parité du dollar par rapport à l'or. Ces pressions inflationnistes et financières finissent par briser le système de taux de change fixes de Bretton Woods, créé au lendemain de la guerre. Ainsi, quand le Président Nixon annonce en août 1971 que les États-Unis n'honoreront plus la convertibilité du dollar en or et que la valeur du dollar sera dorénavant établie par les marchés des devises, il déclenche le développement des marchés à terme pour les devises. Ces contrats et les marchés à termes pour des instruments financiers furent créés d'abord aux États-Unis et plus particulièrement à Chicago. Cette ville est au cœur des zones agricoles des États-Unis et il existe déjà d'importants marchés à termes pour des matières premières. Puis, l'université de Chicago est aussi le haut lieu de la pensée économique libérale, qui prône le recours aux lois de marchés pour organiser l'économie. Ainsi, à la fin de l'année 1971, le président du Chicago Mercantile Exchange, Leo Melamed, commande une étude à Milton Friedman – « un des nôtres »⁵ – sur la possibilité de créer un marché à terme pour échanger des contrats de devises⁶. En mai 1972 la bourse de Chicago commence à coter des instruments financiers à terme. C'est un grand pas dans le développement des produits dérivés.

Par ailleurs, en 1970 le gouvernement américain via le Ministère du logement (*Department of Housing and Urban Development* ou HUD) lance les premiers titres adossés à des hypothèques immobilières (*mortgage backed securities*), par l'intermédiaire de Ginnie Mae (*Government National Mortgage Association*), une entreprise publique sous tutelle du HUD. C'est une nouvelle façon d'accéder aux capitaux, et plus précisément aux marchés de gros, afin de prêter de l'argent aux acheteurs et donc de permettre à un plus grand nombre de ménages d'accéder à la propriété foncière. D'autres instruments financiers de toute sorte vont se développer dans les décennies à suivre, notamment les « obligations adossées à des actifs » (*collateralized debt obligations* ou CDOs) et les « couvertures de défaillance » (*credit default swaps* ou CDS). Les premières furent développées vers la fin des années 1980 et permettent de créer des titres synthétiques en regroupant d'autres actifs (comme des hypothèques par exemple) qui peuvent être ainsi revendus sur les marchés. Ces produits dérivés peuvent être « structurés » en « tranches » qui comportent plus au moins de risque *a priori* : certaines tranches de produits dérivés peuvent alors sembler être des investissements très sûrs, sauf dans le cas où les marchés entiers baissent. Les secondes – les CDS – agissent un peu comme des polices d'assurance qui protègent le prêteur (normalement une banque) contre le non-paiement de la part de l'emprunteur (par exemple, une société commerciale). Le prêteur vend ces produits dérivés sur le marché où des investisseurs les achètent. Pour l'investisseur, le produit dérivé paie des intérêts, mais en cas de non-remboursement du prêt initial, l'investisseur doit rembourser une partie ou la totalité du prêt initial selon le nombre de produits dérivés achetés et les modalités du remboursement spécifiques à chaque produit. En temps normal, ces deux produits dérivés (les CDO et les CDS) permettent au prêteur initial de se défaire du risque du prêt original accordé à l'emprunteur. Toutefois, si tous les emprunteurs subissent les mêmes difficultés, car les actifs à la base des prêts d'origine perdent de la valeur, les produits dérivés peuvent aussi subir des pertes. Ces

⁵ En anglais: *one of us*. Sur une page du site web de l'université de Chicago commémorant Milton Friedman, Leo Melamed explique comment il s'est appuyé sur la crédibilité intellectuelle de ce « Chicagoan » pour promouvoir son idée de mettre en place un marché à terme pour les devises (voir <http://www.chicagobooth.edu/news/2006-11-30_friedman.aspx>, consulté le 8 novembre 2014).

⁶ Milton Friedman, "The Need for Futures Markets in Currencies", 20 December 1971, reproduit dans *Cato Journal*, Vol 31, No 3 (Fall 2011), Cato Institute.

perdes peuvent à leur tour se propager dans tous les marchés. C'est le risque systémique, qui s'est révélé massivement avec la crise immobilière américaine.

La « titrisation » des dettes publiques et l'essor des actions cotées en bourse

Les autorités publiques vont également jouer un rôle direct dans le développement de la titrisation par une plus grande émission d'obligations d'État. À la suite de la crise économique des années 1970, les électeurs, dans les pays industrialisés, exigent des pouvoirs publics de faire baisser les impôts (c'est la *tax revolt* aux États-Unis à partir de la Proposition 13 en Californie en 1978, puis avec l'élection du Président américain Ronald Reagan en 1980 ; au Royaume-Uni avec l'élection du gouvernement Thatcher en 1979, ...). Un peu partout dans le monde industrialisé, les pouvoirs publics se tournent alors vers l'endettement pour financer les services publics. Par ailleurs, cette forme de financement s'est alignée aux besoins des marchés dans la mesure où les États ont aujourd'hui recours à l'émission de titres qui sont négociables sur les marchés et qui fonctionnent aussi comme des instruments de contrepartie pour le financement des banques privées auprès des banques centrales. Il est à noter que ces titres sont également très appréciés sur les marchés interbancaires⁷ où les banques prêtent continuellement aux unes et autres pour assurer leurs liquidités.

Enfin, le développement des marchés se fait aussi par le biais d'une plus grande vente des actions d'entreprises sur les bourses du monde entier. Il s'agit encore une fois d'une pratique ancienne. Mais la grande vague de titrisation des actifs qui a eu lieu depuis les années 1970 est aussi le résultat du fait que les entreprises (grandes et moyennes) peuvent se tourner directement vers les marchés pour lever des fonds (par l'émission des actions ou des obligations). Cela fait partie du processus de « désintermédiation » qui écarte les banques en tant qu'intermédiaires entre les emprunteurs et les investisseurs. Les grandes privatisations d'entreprises publiques, qui ont eu lieu dans des nombreux pays durant les années 1980 et 1990, ont aussi contribué à élargir la quantité de titres qui existaient sur les marchés. Il est à rappeler, par exemple, que la privatisation de British Telecom en 1984 par le deuxième gouvernement Thatcher (1983-1987) était la plus grande introduction en bourse jusque là. Sa réussite a encouragé les gouvernements conservateurs britanniques à privatiser des pans entiers de l'économie, une politique ~~est~~ émulée à travers le monde.

La déréglementation financière nationale et internationale

Pris dans leur ensemble, ces différents développements sur les marchés mondiaux des capitaux vont prendre de l'ampleur dans les décennies suivantes. Il s'agit d'une évolution du capitalisme qui sera favorisée par la vague de déréglementation financière qui commence également dans les années 1970 dans certains pays (notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni) et qui s'étend progressivement à l'économie mondiale. Cette déréglementation se fait plutôt pas-à-pas et des moments de changement radical comme le « Big Bang » de la City de Londres en 1986 sont en effet rares. Néanmoins, la tendance à la libéralisation est structurelle et profonde. On peut noter, en particulier, l'abrogation de la loi Glass-Steagall en 1999 aux États-Unis. Cette loi fut adoptée en 1933 à la suite du krach de 1929 et a séparé les activités de banque de détail, d'investissement et d'assurance, etc. La loi est finalement abrogée par l'administration Clinton, surtout suite aux pressions du géant financier Citigroup qui voulait entériner la mégafusion en

⁷ Michel Dévoluy, « Dérégulation financière et dettes publiques », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques de Europe*, Université de Strasbourg, n° 28, Été 2013, p18-20.

1998 de ses deux composantes : Citibank (une banque) et Travelers (une société d'assurance)⁸. Ainsi, avec le temps, les différentes activités bancaires et financières sont décloisonnées, aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur des marchés nationaux.

On arrive alors aux années 2000 : les marchés des capitaux sont devenus planétaires et l'épargne d'un pays peut être assez facilement canalisée pour financer les emprunts publics ou les emprunts par des ménages dans un autre pays. En effet, la première partie des années 2000 est caractérisée par d'importants déséquilibres en matière d'échanges internationaux de biens et de services ainsi que de flux d'épargne transfrontaliers. Ici, l'exemple emblématique est celui des flux financiers entre la Chine et les États-Unis. Grâce à une stratégie industrielle fondée sur l'exportation, la Chine accumule des excédents commerciaux de plus en plus importants à partir des années 1990. Dans la mesure où l'industrialisation chinoise est accompagnée par une croissance plus lente de sa demande intérieure – notamment la consommation des ménages – la Chine dispose de ressources en devises qu'elle doit réinjecter dans l'économie mondiale. Celles-ci sont surtout investies dans l'économie américaine, avide de capitaux étrangers pour financer ses déficits du compte courant. Ainsi une sorte de circuit – harmonieux dans le court terme – se met en place où les excédents commerciaux chinois sont recyclés vers l'économie américaine, permettant à l'État fédéral et aux ménages américains de s'endetter pour financer les services publics (l'État) et leurs investissements immobiliers et consommation (les ménages)⁹. En effet, il est communément considéré par les économistes et les autorités publiques américaines qu'il y avait une surabondance d'épargne mondiale au début des années 2000 (*a global savings glut*)¹⁰, permettant aux agents économiques américains, y compris l'État fédéral et les ménages, de s'endetter à faible coût.

L'informatique et l'internationalisation des marchés

Le dernier facteur majeur qui a impulsé ces développements concerne l'essor de l'informatique. L'émergence de la microinformatique depuis le début des années 1980 et surtout l'explosion de l'Internet au milieu des années 1990 ont joué un rôle fondamental dans la maîtrise des flux de capitaux au-delà des frontières nationales. Il est à noter, par exemple, que les investisseurs institutionnels (les compagnies d'assurance, les fonds de pensions, etc.) avaient encore une préférence marquée pour l'achat d'actifs nationaux jusqu'au début des années 1990 – *home bias*, en anglais. Pendant la décennie qui suit, tout cela change et les investisseurs (aussi bien des institutionnels que des particuliers) sont de plus en plus capables de placer leurs fonds n'importe où dans l'économie mondiale¹¹. Puis, grâce à l'informatique et grâce, aussi, à une certaine convergence et normalisation des pratiques comptables, les investisseurs parviennent à mieux contrôler leurs investissements à distance.

⁸ Après avoir participé à la préparation de l'abrogation de la loi, le Secrétaire au Trésor de l'administration Clinton de l'époque, Robert Rubin, anciennement co-directeur chez Goldman Sachs, quitte le gouvernement en 1999 pour travailler chez... Citigroup !

⁹ Ce phénomène est amplement commenté dans la littérature. Une présentation structurelle et récente qui lie clairement ces développements réels des économies américaine et chinoise à la mondialisation de la finance et à la crise financière de 2007-2008 est faite par Martin Wolf, commentateur économique en chef du *Financial Times*: Martin Wolf, *The Shifts and The Shocks: What we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*, London, Allen Lane, 2014, p161-176.

¹⁰ Ben Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Remarks by the Governor at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March 2005.

¹¹ Alan Greenspan, "International imbalances", Remarks as Chairman of the Federal Reserve Board Before the Advancing Enterprise Conference, London, England, 2 December 2005.

L'explosion de la finance et des marchés internationaux se reflète ainsi très clairement dans quelques chiffres clés. En 2014, le PIB mondial est estimé à 77.87 milliers de milliards de dollars en termes et aux taux d'échange courants¹². Pour leur part, la valeur des exportations mondiales est de 18,95 milliers de milliards de dollars¹³. En comparaison, il est estimé par la Banque de règlements internationaux (BRI) que 5,3 milliers de milliards de dollars sont échangés chaque jour (!) en 2013 sur les marchés des devises, ce qui représente une hausse significative par rapport aux 4 milliers de milliards de dollars échangés en 2010.¹⁴ La BRI estime aussi qu'à la fin de 2014 (décembre), la valeur totale des contrats d'instruments dérivés en cours était de 630 milliers de milliards de dollars¹⁵, soit plus de huit fois le PIB mondial ! Il faut cependant rester prudent dans l'interprétation ces chiffres : la valeur des contrats dérivés est une estimation « notionnelle » et elle reflète mal comment, où et à quel point les agents économiques sont vraiment engagés. C'est d'ailleurs un problème important, car la prolifération des contrats rend difficile toute évaluation des risques potentiels en cours. Personne ne sait où exactement les risques les plus importants se trouvent¹⁶.

Ce qui est frappant, c'est la façon dont les transactions financières liées aux produits dérivés se sont de plus en plus détachées des variables de l'économie « réelle » : la production de la valeur ajoutée mondiale (le PIB) et les échanges. C'est précisément la manifestation la plus spectaculaire de la dématérialisation de la finance. Cela ne veut pas dire que des phénomènes financiers n'ont pas d'impact sur l'économie réelle : c'est bien le contraire. Mais force est de constater que le développement de la finance et l'essor des valeurs boursières en particulier ne semblent que peu liés à l'activité réelle.

2. Le déroulement de la crise financière de 2007-2008 et ses suites

Les causes de la crise sont aujourd'hui bien identifiées. Il ne s'agit ni d'un hasard, ni d'un mauvais fonctionnement du système économique mondial. Certes, le facteur qui a déclenché la crise directement – l'éclatement de la bulle sur le marché immobilier aux États-Unis et la dépréciation spectaculaire des hypothèques *subprimes* – a pris les autorités et beaucoup d'économistes de court. C'est le cas de Martin Wolf par exemple, commentateur économique en chef du *Financial Times*, qui explique très sincèrement qu'il n'a pas vu une crise d'une telle ampleur venir car elle était tout simplement inimaginable¹⁷.

¹² World Bank, World Development Indicators database, 1 July 2015, <<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>>, consulté le 25 août 2015.

¹³ WTO (OMC), 2015 Press releases, Press/739, 14 April 2015.

¹⁴ BIS – Bank of International Settlements, *Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange Turnover in 2013: Preliminary Global Results*, September 2013, <<http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>>, consulté le 15 septembre 2014.

¹⁵ BIS – Bank of International Settlements, *OTC derivatives statistics at end-December 2014*, 30 April 2015, <http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm>, consulté le 26 août 2015.

¹⁶ Hernando de Soto, "Toxic Assets Were Hidden Assets: We can't afford to allow shadow economies to grow this big", *The Wall Street Journal*, March 25, 2009.

¹⁷ Martin Wolf, *The Shifts and The Shocks: What we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*, London, Allen Lane, 2014, p xvi.

Les avertissements ignorés

Cependant, il y avait pléthore de publications durant la première moitié des années 2000 signalant les dangers liés aux déséquilibres importants dans l'économie mondiale, notamment concernant le déficit commercial des États-Unis. De même, les risques d'une bulle immobilière ont été souvent évoqués bien avant le retournement du marché immobilier en 2006-2007. On ne peut que noter avec une certaine ironie et tristesse que peu avant sa mort, Charles Kindleberger, économiste renommé et spécialiste des bulles spéculatives avait déjà signalé les dangers d'une surchauffe du marché immobilier dans un entretien accordé au *Wall Street Journal* en juillet 2002¹⁸ ! Alan Greenspan lui-même a pointé à plusieurs reprises en 2002 et 2003 l'importance de l'endettement des ménages lié à l'achat de logements¹⁹. En octobre 2004 aussi – en plein boum du marché immobilier alimenté par des prêts *subprimes* – M. Greenspan observe que :

En somme, la situation financière des ménages semble être plutôt bonne, bien que quelques indicateurs macroéconomiques de la qualité de la dette des ménages ne dressent pas un portrait aussi favorable qu'on peut tirer des données sur les défauts de paiements auprès des banques de détails et des caisses d'épargne. Toutefois, il existe des poches de tension extrême dans le secteur des ménages et nous devons prendre en compte les difficultés auxquelles ces ménages sont confrontés²⁰.

Puis en août 2005, les dirigeants de la politique monétaire mondiale ont eu un avertissement très clair des dangers qui pesaient sur le système financier international à la conférence annuelle des hauts cadres des banques centrales et des experts de la politique monétaire à Jackson Hole (dans le Wyoming aux États-Unis). C'était la dernière conférence où Alan Greenspan était encore en poste comme Président de la Federal Reserve et c'était, en quelque sorte, sa fête de départ visant à saluer le travail du « maestro » qui avait présidé la « grande modération » de la conjoncture américaine depuis le milieu des années 1980. Or, lors de la conférence, l'économiste en chef du Fonds monétaire international [sic], Raghuram Rajan, a présenté une communication dans laquelle il a très explicitement souligné les dangers majeurs qui planaient sur les banques, dus à d'énormes effets de levier qui prévalaient dans leurs activités de prêt et à leur besoin incessant de recourir aux marchés pour refinancer leurs opérations courantes. Il a très clairement soulevé la possibilité d'un grippage mondial et global du système de crédit avec des conséquences

¹⁸ Jon E. Hilsenrath, "A 91-Year-Old Who Foresaw Selloff Is 'Dubious' of Stock-Market Rally", *The Wall Street Journal*, 22 July 2002.

¹⁹ Voir par exemple ses discours : Alan Greenspan, "Issues for Monetary Policy". Remarks before the Economic Club of New York, New York City, 19 December 2002 et Alan Greenspan, "Home Mortgage Market", Remarks at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Florida (via satellite), 4 March 2003.

²⁰ "In summary, although some broader macroeconomic measures of household debt quality do not paint as favorable a picture as do the data on loan delinquencies at commercial banks and thrifts, household finances appears to be in reasonably good shape. There are, however, pockets of severe stress within the household sector that remain a concern and we need to be mindful of the difficulties these households face." Alan Greenspan, "The mortgage market and consumer debt". Remarks at America's Community Bankers Annual Convention, Washington, D.C., 19 October 2004.

majeures pour les banques et les entreprises en général²¹. Mais ses propos ont été ignorés, voire vilipendés, par son audience²².

Enfin, on peut noter qu'à la fin du mois de février 2007, la bourse de Shanghai a connu un minikrach quand les titres chinois ont baissé de 8,8 %, entre autre à cause des doutes concernant les hypothèques *subprimes*. Cette correction du marché à Shanghai a provoqué une baisse de l'indice Dow Jones à New York de 3,3 %²³. Les signes et les avertissements avant coureurs d'une crise étaient donc largement visibles. Mais comme Joseph Stiglitz – prix Nobel d'économie en 2001 – a très justement remarqué, les personnes qui prévoient une crise ou des difficultés majeures n'ont tout simplement pas été prises au sérieux par les décideurs, que ce soit les autorités monétaires, les régulateurs des banques et des marchés ou les gouvernements²⁴. Du côté des opérateurs, la logique de suivre les marchés était incontournable. Ainsi, dans une citation qui est devenue légendaire, Chuck Prince, le PDG du géant américain Citigroup, a clairement souligné l'impératif de jouer le jeu, en dépit des risques évidents : « Quand la musique s'arrêtera, en matière de liquidité, ce sera compliqué. Mais tant qu' il y a de la musique, il faut se lever et danser. Nous dansons toujours »²⁵.

Mieux vaut remédier que prévenir et l'aléa moral

Par ailleurs, la politique de la Federal Reserve – énoncée au début des années 2000 aussi bien par Alan Greenspan que son successeur Ben Bernanke, membre du conseil de la Fed à l'époque – ne consiste pas à empêcher des bulles spéculatives de se développer sur les marchés des actifs. Bien au contraire. Le succès apparent de la Fed à gérer des krachs boursiers ou des crises financières successives depuis le krach d'octobre 1987, par le recours à des baisses de taux d'intérêt et l'injection de liquidités dans les marchés, a conduit la banque centrale à adopter une stratégie consistant plutôt à agir après une crise qu'à intervenir en amont²⁶. Il s'agit d'une politique qui est devenue tellement usuelle et transparente que les marchés et la presse financière l'ont baptisée le « Greenspan put », c'est-à-dire qu'avec le temps, les investisseurs ont acquis l'assurance de toujours pouvoir vendre les actifs (comme avec une « option put ») à un bon prix, grâce à l'intervention bienveillante d'Alan Greenspan²⁷. Autrement dit, la Fed a adopté et a affiché une politique qui ne pouvait qu'encourager l'aléa moral sur les marchés.

En effet, la hausse démesurée des prix immobiliers aux États-Unis, qui a précédé la crise des *subprimes*, est en elle-même un phénomène relativement classique. L'économiste hétérodoxe français André Orléan explique bien comment les prix des actifs peuvent se métamorphoser en bulles spéculatives quand l'argent – le crédit – est peu cher. C'était bien le cas au début des années 2000, quand la Fed a baissé les taux d'intérêt pour empêcher une récession forte et une

²¹ Raghuram Rajan, R., *Has Financial Development made the World Riskier?*, NBER Working Paper No. 11728, Issued in November 2005, <<http://www.nber.org/papers/w11728>>, consulté le 19 septembre 2014.

²² Raghuram Rajan, *Fault Lines: op. cit.*, p 3.

²³ Jeremy Peters and David Barboza, "Dow Average Falls 416 Points After China Sell-Off", *The New York Times*, February 28, 2007.

²⁴ Joseph Stiglitz, *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*, Penguin, 2009, p 253.

²⁵ Michiyo Nakamoto and David Wighton, "Citigroup chief stays bullish on buy-outs", *The Financial Times*, 9 July 2007: "When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing".

²⁶ Ben Bernanke, "Asset-Price 'Bubbles' and Monetary Policy", Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, 15 October 2002.

²⁷ Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin, 2008, p169-170.

éventuelle déflation des prix, suite à l'éclatement de la bulle Internet (2000) et à l'effondrement des valeurs boursières en 2001 (aggravé par les attentats du 11 septembre). Par conséquent, entre juin 2003 et juin 2004, le taux directeur de la Fed (*Federal funds rate*) est maintenu à 1% – un record historique à l'époque ! Ces faibles taux à court terme gérés par la Fed et les faibles taux à long terme dus à la surabondance d'épargne mondiale (voir ci-dessus) ont rendu les crédits immobiliers très peu chers. Le résultat a été une spirale spéculative des prix du logement et de l'endettement, qui finit par entraîner le secteur des prêts *subprimes*, c'est-à-dire des prêts aux ménages n'ayant pas les revenus adéquats pour assumer leur endettement. Comme le remarque A. Orléan, le prix (ici le prix de l'immobilier) ne fonctionne plus comme les prix doivent le faire normalement, c'est-à-dire faire baisser la demande par leur hausse. Bien au contraire : quand l'argent est peu cher, une augmentation des prix des actifs stimule la demande, ce qui explique la dynamique des bulles²⁸.

L'endettement des ménages américains est à son tour facilité par l'ouverture des marchés financiers et des flux de capitaux décrits plus haut. Dans la mesure où les prêts immobiliers, et en particulier les prêts *subprimes*, sont regroupés, puis transformés en titres échangeables sur tous les marchés financiers du monde, les actifs américains sont largement distribués à travers la planète. Puis, quand le marché immobilier subit un retournement à partir de 2006, tout l'édifice de l'endettement commence à s'écrouler. Le scénario catastrophique dépeint par R. Rajan en août 2005 se déroule à peu près comme il l'avait décrit, avec des banqueroutes – ou quasi-banqueroutes – en chaîne. Celles-ci commencent assez spectaculairement avec la banque britannique Northern Rock au mois de septembre 2007, quand cette banque n'arrive plus à se procurer des fonds sur le marché interbancaire aux États-Unis. Il en résulte la première ruée sur une banque en Grande-Bretagne depuis plus de 150 ans et les autorités britanniques sont obligées de nationaliser Northern Rock. Puis, c'est explosion planétaire de la crise en septembre 2008 avec la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers.

L'intervention massive pour sauver le système financier mondial

Pour empêcher l'effondrement total des banques et des marchés, les autorités se voient contraintes d'intervenir massivement. Leurs actions comportent beaucoup de mesures tout à fait extraordinaires. Ainsi, toutes les banques centrales vont sabrer leurs taux directeurs avant la fin de l'année 2008 : le *Federal funds rate* aux États-Unis est ramené à 0-0,25 % en mars 2015) et n'a pas été augmenté depuis (août 2015) ! Quand cette mesure, plutôt conventionnelle en termes de politique monétaire, a atteint ses limites (des taux d'intérêt quasi nuls), les banques centrales ont recours à des mesures dites non conventionnelles. C'est le cas de la Fed et de la Banque d'Angleterre qui, en 2009, lancent d'importants programmes « d'assouplissement quantitatif ». Il s'agit d'acheter des titres (souvent des obligations d'États) sur les marchés, afin de faire baisser les taux d'intérêt à long terme et d'encourager ainsi les banques à prêter de l'argent plus facilement aux acteurs économiques et donc de stimuler la croissance. De son côté, la Banque centrale européenne intervient à plusieurs reprises pour : aider les banques (fin 2011-début 2012), soutenir les marchés des obligations d'état et puis enfin lancer son propre programme d'assouplissement quantitatif en janvier 2015.

De plus, au plus fort de la crise, les banques centrales interviennent même directement pour assurer le fonctionnement des marchés de capitaux. C'est surtout le cas pour les marchés

²⁸ André Orléan, « De l'euphorie à la panique », in Philippe Askenazy & Daniel Cohen (dir.), *16 nouvelles questions d'économie contemporaine*, Paris, Librairie Arthème Fayard/Pluriel, 2011, p37-116.

interbancaires où les banques centrales ont dû se substituer aux banques privées, afin d'assurer que ces dernières puissent continuer à avoir accès aux financements à court terme pour leurs activités opérationnelles, car la méfiance des banques (privées) les unes par rapport aux autres avait sérieusement réduit la capacité de ces marchés à opérer. De même, il est à noter que la Fed s'est substituée au marché des billets de trésorerie. Il s'agit d'un marché de titres (à court terme) que les entreprises commerciales vendent à d'autres entreprises, pour assurer leurs liquidités – leur trésorerie – afin de poursuivre leurs opérations. Au moment de la crise, ce marché s'est également grippé, ce qui aurait pu provoquer des faillites en chaîne des grands groupes industriels et commerciaux²⁹.

Enfin, les divers gouvernements des pays industrialisés se sont mobilisés pour injecter directement des capitaux dans les banques afin de garantir leur solvabilité. Au Royaume-Uni, le gouvernement travailliste s'est même vu contraint de nationaliser plusieurs banques pour empêcher leur faillite. En Irlande, le gouvernement s'est engagé à assurer tous les fonds déposés par les agents non bancaires (ménages et entreprises) dans les banques. Un peu partout dans le monde industrialisé (avec quelques exceptions comme au Canada), les gouvernements sont intervenus pour maintenir leurs banques à flot.

Selon Piergiorgio Alessandrie et Andrew Haldane de la Banque d'Angleterre, les autorités (gouvernements et banques centrales) ont mobilisé en à peu près un an environ 14 milliers de milliards de dollars pour soutenir le système bancaire et financier, soit presque l'équivalent d'un quart du PIB mondial à l'époque³⁰. La très grande majorité de ces fonds n'était pas dépensée et/ou a été remboursée relativement rapidement par les banques. Certains programmes se sont même avérés rentables : c'est le cas du TARP (*Troubled Asset Relief Program*) aux États-Unis, qui fut mis en place au plus fort de la crise en octobre 2008. Ce programme avait comme but original de racheter des actifs « toxiques » (c'est-à-dire des actifs liés aux prêts *subprimes*), afin de stabiliser le système bancaire. À l'époque, l'administration Bush et plus particulièrement son Secrétaire au Trésor Henry « Hank » Paulson (ancien PDG de Goldman Sachs) ont obtenu 700 milliards de dollars du Congrès pour de telles opérations. Mais la mise en œuvre du programme a buté contre l'incapacité d'identifier où exactement ces actifs toxiques se trouvaient. Par conséquent, le TARP fut largement remodelé pour soutenir les banques et l'industrie automobile, financer le sauvetage de la société d'assurance AIG et aider les ménages endettés à rembourser leurs prêts hypothécaires. Par la suite, la loi pour réglementer le système bancaire américain (le Dodd-Frank Act) de 2010 a réduit le budget du TARP à 475 milliards de dollars et en juillet 2015, il a été estimé que le programme avait même dégagé un excédant de 13 milliards de dollars, suite à la liquidation de tous les actifs que les autorités ont été obligées d'acheter durant la crise³¹.

En effet, à la suite d'une vague de concentrations importantes, les banques américaines (et ailleurs comme en France) ont renoué assez rapidement avec les bénéfices, ce qui est largement facilité par le « mur d'argent » déployé par les banques centrales pour maintenir le système

²⁹ Une présentation claire et succincte de la manière dont les autorités sont intervenues se trouve dans Olivier Lacoste, *Les crises financières : Histoire, mécanismes et enjeux*, Paris, Eyrolles Pratique économie, 2015, p151-169.

³⁰ Piergiorgio Alessandrie and Andrew Haldane, *Banking on the State*, Paper, Bank of England, 6 November 2009.

³¹ US Dept. of the Treasury, *TARP Programs*, < <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx#>>, consulté le 25 août 2015.

bancaire international à flot. Par exemple, l'achat de titres adossés à des créances hypothécaires de banques (*mortgage-backed securities* ou MBS) par la Fed, lié à son programme d'assouplissement quantitatif, a généré des profits assez conséquents pour les banques³². De même en Europe, où la Banque centrale européenne, présidée par Mario Draghi (un autre ancien employé de Goldman Sachs) a prêté 1 000 milliards d'euros aux banques de décembre 2011 à février 2012, à un taux d'intérêt de 1 %. Cela a laissé les banques accumuler des bénéfices importants en prêtant et en spéculant sur les titres des dettes publiques espagnole, italienne et portugaise dont les taux d'intérêt atteignaient 5, 7 ou même 10 % à l'époque³³.

3. La non réforme de la finance et la faillite de la responsabilité publique

Les actions pour empêcher l'effondrement du système financier international ont été mises en place dans un moment de crise grave. Comme le montre l'exemple du TARP, elles ont été à la fois massives et *ad hoc*. Il est facile et *in fine* erroné de critiquer les acteurs publics qui ont été obligés d'agir dans une urgence extrême... et qui ont sûrement évité le pire, à savoir l'arrêt brutal des circuits financiers dont toute décision marchande dans nos sociétés dépend.

Cependant, des critiques réelles et bien fondées peuvent être émises à l'égard de la régulation du système bancaire international avant la crise et surtout depuis la crise. En effet, comme nous l'avons vu plus haut, la mondialisation de la finance libérée et dérégulée n'est pas un phénomène fortuit. C'est en grande partie le fruit d'une construction voulue, recherchée et mise en œuvre par des autorités nationales et par des institutions internationales sous l'influence des banques et de la finance.

Or, malgré la crise et malgré les interventions publiques colossales qui ont eu lieu pour maintenir le système financier en opération, les autorités publiques n'ont guère transformé ce système. Ce manquement à leurs responsabilités démocratiques a des conséquences grandissantes sur l'évolution des inégalités sociales dans les pays industrialisés. Cela constitue non seulement une injustice sociale majeure mais est devenu un facteur clé du prolongement de la crise dans la mesure où la consommation des ménages est bridée alors qu'elle est essentielle à la croissance.³⁴ Les réformes des banques et des marchés qui ont eu lieu – même si profondes par endroit – ont laissé en place un système financier de plus en plus concentré et toujours caractérisé par la spéculation dédiée à assurer des rendements élevés. De nouvelles crises, peut-être encore plus graves que celle de 2007-2008, ne sont pas à exclure.

Une re-réglementation importante mais une restructuration limitée du système financier

Certes, l'impact réglementaire de la crise n'est pas encore terminé. Des réformes, notamment pour séparer les activités de banque de détail et de banque d'investissement, sont en cours aux États-Unis et au Royaume-Uni. De même, des réglementations pour protéger les consommateurs et rendre les activités bancaires plus transparentes ont été adoptées. Ainsi, la loi monumentale

³² Juan Antonio Montecino and Gerald Epstein, "Have Large Scale Asset Purchases Increased Bank Profits?", *Working paper series*, No 372, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, December 2014.

³³ Attac & Basta !, Dominique Plihon et Agnès Rousseaux (coordination), *Le livre noir des banques, Les liens qui libèrent*, 2015, p27.

³⁴ OECD, *Employment Outlook*, 2012, Chapter 3, décrit clairement la diminution des salaires dans la valeur ajoutée (le PIB) des pays industrialisés, comment les inégalités des salaires se creusent et comment ces tendances risquent d'avoir des conséquences assez importantes sur la consommation et donc la demande globale et la croissance du PIB à son tour.

de 2010 aux États-Unis (le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) a réformé un grand nombre de domaines financiers dans le but de diminuer les risques d'instabilité, afin de protéger les consommateurs (et épargnants) des pratiques douteuses (qui se sont développées avant la crise) et de rendre le système bancaire et financier américain plus transparent. Il faut noter, en particulier, que la loi oblige la grande majorité des transactions de produits dérivés à être cotées et réglées par le biais des chambres de compensation. Toutefois, il a fallu attendre janvier 2014 pour que la *Volcker Rule* soit enfin mise en place, mais à la fin de 2014 des aspects importants de cette règle sont détricotés sous la pression des banques (voir plus loin). Cette règle fut proposée par l'ancien Président de la Banque centrale américaine, Paul Volcker (prédécesseur d'Alan Greenspan de 1979 à 1987 et conseiller auprès de Barack Obama au début de son mandat) ; elle interdit aux banques de détail de prendre des positions sur les marchés des actifs (et ainsi de spéculer) pour leurs comptes propres.

Au Royaume-Uni, la Commission Vickers (officiellement *The Independent Commission on Banking*), établie par le gouvernement de la coalition pour se pencher sur la réforme bancaire, prévoit également une démarcation et une séparation (*ring-fencing*) au sein des banques pour protéger leurs activités de banque de détail. Il s'agit encore une fois de protéger les dépôts des particuliers et des entreprises des risques découlant de prises de position spéculatives sur les marchés. Toutefois, la mise en œuvre définitive de cette mesure phare proposée par la Commission ne se fera pas avant 2019³⁵ !

On assiste à peu près au même scénario en Europe. Dans la foulée du rapport Vickers, Michel Barnier (l'ex-Commissionnaire responsable du marché unique et de la réglementation des banques) commande un rapport coordonné par Erkki Liikanen (Gouverneur de la Banque de Finlande). Ce rapport propose également une séparation assez claire entre les activités bancaires commerciales et les activités des marchés financiers, comme proposée dans le rapport Vickers. Mais encore une fois, la législation européenne va rester faible dans ce domaine, suite notamment aux pressions du secteur bancaire français, largement dominé par quatre grands groupes de banques dites « universelles », qui sont présentes dans toutes les activités bancaires.

Un autre aspect de la nouvelle réglementation des banques, qui se met en place petit à petit depuis la crise, concerne les niveaux de réserves que les banques doivent dorénavant détenir. Ici, on peut distinguer la réglementation nationale et internationale. Au niveau international, ce sont les Accords de Bâle III, adoptés en décembre 2010, qui constituent la pierre angulaire de la nouvelle réglementation. Selon ces accords, les banques doivent détenir des réserves équivalentes à 6 % de leurs capitaux de base (dont 4,5 % de leurs capitaux propres). Deux « coussins » de réserves supplémentaires de 2,5 % chacun portent le total maximal de réserves à 11 %³⁶. En somme, on n'est pas très loin du ratio Cooke de 8 % des anciens accords de Bâle. D'ailleurs, les niveaux de réserves proposés par Bâle III sont nettement inférieurs à ce que la Commission Vickers (et d'autres experts) préconise : à savoir que les banques soient capables d'absorber des pertes équivalentes à une marge de 15% à 17% de leurs actifs.

³⁵ "Commission Vickers" (Independent Commission on Banking), Final Report: Recommendations, September 2011, p9-11.

³⁶ BIS – Bank of International Settlements, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (rev 2011 June), < <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>, consulté le 31 août 2015.

En cas de faillite, les banques sont aussi dorénavant contraintes par la législation américaine et européenne de faire appel non seulement à leurs actionnaires, mais aussi aux détenteurs d'autres titres comme les obligations. La logique ici est de remplacer le recours à l'argent public (*public bail-out*), pour subvenir à leur financement en cas de problèmes, par le recours à l'argent privé (*bail-in*). Ainsi, les banques sont aujourd'hui tenues d'élaborer des mécanismes de résolution de leurs difficultés financières sans faire l'appel à l'argent des contribuables.

Enfin, les autorités – surtout aux États-Unis – ont également eu recours à des amendes, parfois substantielles, pour sanctionner des pratiques douteuses et illégales de la part des banques. Ainsi, en mai 2015, l'agence d'information financière Reuters a estimé que 20 banques parmi les plus grandes du monde avaient déjà déboursé plus de 235 milliards de dollars en amendes et en compensation depuis la crise³⁷. Plusieurs grandes banques ont payé des amendes, parfois à répétition, pour avoir fraudé sur la vente de titres adossés à des hypothèques (JP Morgan)³⁸ ; pour avoir trompé des particuliers qui ont contracté des hypothèques (Bank of America)³⁹ ; pour avoir facilité le blanchiment d'argent des cartels de drogue (HSBC) et avoir détourné l'interdit des transactions bancaires avec certains pays mis sous embargo (Standard Chartered pour l'Iran ; la BNP Paribas pour le Cuba, l'Iran et le Soudan)⁴⁰. À Londres, les autorités ont notamment sanctionné la manipulation du Libor : le taux interbancaire auquel les banques prêtent de l'argent les unes aux autres et qui sert de référence pour les marchés financiers du monde entier ! Puis, au printemps de 2014, il est révélé que certains employés dans au moins six grandes banques internationales (Barclays, Citigroup, HSBC, JPMorgan Chase, Royal Bank of Scotland et UBS) ont aussi manipulé les marchés de changes. De plus, il apparaît aujourd'hui que la Banque d'Angleterre a soupçonné de telles manipulations dès 2006 (Londres est la plateforme d'environ 40 % des transactions sur les marchés mondiaux de changes)⁴¹. Au début de 2015, une autre affaire HSBC éclate avec la révélation que la banque a massivement aidé et encouragé la fraude fiscale de la part des particuliers plutôt fortunés en leurs créant des comptes en banque dans des paradis fiscaux. Etc., etc. En somme, il n'y a pas un mois qui ne se passe sans qu'un scandale financier éclate et, comme Martin Wolf le constate, même si elle n'est pas la cause, la fraude est devenue une partie intégrante de la spéculation financière⁴².

Cependant, toutes ces réformes (et amendes) n'impliquent pas de transformations fondamentales ni dans le fonctionnement du système bancaire ni dans sa structure ou sa propension à la spéculation, même si la réglementation est plus forte qu'auparavant et même si des changements sont toujours en cours. De plus, certaines réformes sont difficiles à mettre en œuvre en temps de crise : par exemple, augmenter les niveaux de réserves que les banques doivent détenir pèse aussi sur leur capacité à prêter aux entreprises et aux particuliers.

³⁷ Ce chiffre représente le cumul payé de toutes les amendes supérieures à 100 millions de dollars entre 2008 et le 21 mai 2015 : source Reuters, Banking misconduct bill, <http://graphics.thomsonreuters.com/15/bankfines/index.html?utm_source=twitter>, consulté le 25 août 2015.

³⁸ *Financial Times (The)*, "The people versus Wall Street banks", Editorial, 11 February 2014.

³⁹ Kara Scannell and Tom Braithwaite, "BofA in talks to pay \$12bn over probe", *The Financial Times*, 6 June 2014.

⁴⁰ Patrick Jenkins, "Corporate year in review", *The Financial Times*, 28 December 2012.

⁴¹ John Aglionby, "Bank of England committee had forex concerns since 2006", *The Financial Times*, 5 March 2014 et Caroline Binham, Sam Fleming and Martin Arnold, "Six banks in UK talks over forex manipulation fines", *The Financial Times*, 26 September 2014.

⁴² Martin Wolf, *The Shifts and Shocks*, op. cit. p 122-3.

La concentration des systèmes bancaires et la spéculation à nouveau

Il est particulièrement salutaire, de ce point de vue, d'observer à quel point les systèmes bancaires se sont concentrés depuis la déréglementation qui a commencé dans les années 1970. Aux États-Unis, la Fed note qu'en 1980 il y avait 19 069 banques et caisses d'épargne et qu'en 2010 il n'en restait plus que 7 011. Plus important encore, les dix groupes bancaires les plus grands détenaient seulement 13,5% de tous les actifs bancaires en 1980, 36% des actifs en 2000, mais approximativement 50% des actifs en 2010⁴³ : on est vraiment dans un autre monde où la législation américaine, après la crise de 1929, a séparé les banques de détail et les banques d'investissement et a interdit aux banques d'opérer dans plusieurs états à la fois. En France, quatre groupes contrôlent 85 % du marché bancaire et la BNP Paribas et la Société Générale, à elles seules, en contrôlent 50 %⁴⁴. Au niveau mondial, le *Financial Stability Board* – un organisme de surveillance basé à Londres – identifie aujourd'hui une trentaine de banques qui ont une importance « systémique » pour le fonctionnement du système financier international, c'est-à-dire des banques dont la faillite représente un danger systémique et qui doivent être sous surveillance particulière.

Or, compte tenu de l'ampleur de l'action publique pour sauver les banques et le système financier quand la crise a éclaté, il est étonnant de constater que les réformes n'aient pas été plus profondes, d'autant plus que la crise et la Grande récession pèsent encore lourdement sur les économies industrialisées. C'est le cas aux États-Unis où le marché immobilier n'a toujours pas retrouvé ses taux d'activité d'avant la crise et où l'évolution des salaires moyens et la participation des adultes sur le marché du travail stagnent toujours (août 2015). C'est le cas en Europe, où la croissance peine à redémarrer, ce qui met potentiellement en péril la zone euro. C'est aussi, dans une certaine mesure, le cas au Royaume-Uni où malgré la croissance retrouvée depuis le second semestre 2013, l'économie n'arrive pas à dépasser ses anciens déséquilibres, à savoir la surchauffe du marché immobilier à Londres, les salaires qui croissent lentement et un déficit commercial important.

Par ailleurs, les activités spéculatives, et parfois même les activités frauduleuses, ne se sont pas arrêtées. L'indice Dow Jones de la bourse de New York, par exemple, a atteint des niveaux historiques, à plus de 18 000 points à la fin de 2014/début 2015, avant de subir un repli assez conséquent durant l'été 2015. Même après cette baisse, il n'est pas sûr que les valeurs boursières soient justifiées par la performance réelle de l'économie américaine. Néanmoins, les investisseurs sont toujours à la recherche de taux de rentabilité élevés, alors que les taux d'intérêt sont très bas et la croissance économique toujours terne. Il en résulte d'importantes spéculations qui se manifestent sur toutes sortes de marchés : ceux des actions, des obligations, des matières premières, de l'immobilier par endroit, des permis à polluer en Europe, sur le marché de l'art, etc. Hormis les actions, il semble que les marchés des obligations soient aujourd'hui particulièrement exposés. Les énormes quantités d'argent injectées sur ces marchés, par le biais des politiques d'assouplissement quantitatif, ont haussé les prix des obligations et, par effet mécanique, ont baissé leur taux de rendement, ce qui est précisément le but de l'assouplissement quantitatif. Cela a eu comme conséquence une diminution des taux d'intérêt à

⁴³ Robert M. Adams, "Consolidation and Merger Activity in the United States Banking Industry from 2000 through 2010", *Finance and Economics Discussion Series*: 2012-51, 8 August 2012, <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201251/index.html>>, consulté le 25 août 2015.

⁴⁴ Attac & Basta !, Dominique Plihon et Agnès Rousseaux (coordination), *Le livre noir des banques*, op. cit. p34-35.

long terme en général. Si ces tendances s'inversent – c'est-à-dire que les prix des obligations baissent et leurs taux de rendement augmentent – alors les répercussions risquent d'être significatives⁴⁵.

L'incapacité du monde politique de contrôler le monde financier

Les raisons de la non-réforme des banques et du système financier sont multiples. Dans une étude intitulée *Unelected oligarchy: Corporate and Financial Dominance in Britain's Democracy*, pour le *Democratic Audit* et publiée en 2011, David Beetham (professeur émérite de l'université de Leeds) identifie quatre causes principales qui se chevauchent. Premièrement, il constate qu'en dépit de la crise, l'idéologie dominante des décideurs politiques reste le néolibéralisme : on continue à croire que les marchés libres et agissants sans entraves sont économiquement plus efficaces que l'action publique et que le libre fonctionnement des marchés est la meilleure garantie de la croissance, puis que la croissance finit par augmenter le niveau de vie de tout le monde. Deuxièmement, la libéralisation des marchés, et notamment la libéralisation des marchés financiers, a permis au capital de se soustraire au contrôle public, voire même d'opposer sa menace de localisation aux gouvernements nationaux. Par conséquent, les politiques économiques nationales sont devenues beaucoup moins efficaces. Troisièmement, la libéralisation a également largement réduit la contribution fiscale des banques et des grandes entreprises aux budgets nationaux, ce qui affaiblit encore plus la capacité des autorités nationales à gérer leurs économies. Enfin, suite aux privatisations successives au Royaume-Uni (et dans d'autres pays) et à la diminution des tâches effectuées par les agents de l'État, le pouvoir public a perdu sa capacité d'intervention dans le fonctionnement des entreprises⁴⁶.

Le cas britannique est particulièrement éloquent car le gouvernement, pourtant travailliste au moment de l'éclatement de la crise, a été très réticent à nationaliser les banques et surtout à les gérer. Dans leurs récits respectifs de la crise, aussi bien le Premier ministre de l'époque (Gordon Brown) que le Chancelier de l'Échiquier (Alistair Darling) se sont montrés très méfiants envers la nationalisation des banques⁴⁷. M. Darling, par exemple, a exprimé clairement l'ambiguïté de sa position quand il fut obligé de prendre les plus grandes banques sous tutelle publique (notamment la Royal Bank of Scotland et la Lloyds). En arrivant très tôt à son travail, le lundi 13 octobre 2008, pour signer les documents de la nationalisation, il se souvient que :

*[...] Ce fut un moment dramatique [...] Assis, dans le silence de mon bureau avec vue sur le Parc de Saint James, avant l'aube, j'ai eu une pensée pour mes prédécesseurs travaillistes qui auraient adoré avoir fait cela. La dernière chose que je voulais était de nationaliser cette banque [RBS], avec tous les problèmes que cela entraînerait. Pourtant, nous avons ainsi mis fin à une conflagration qui menaçait de faire chuter le système bancaire mondial.*⁴⁸

⁴⁵ Au printemps 2013, par exemple, l'ancien directeur du budget dans la première administration Reagan publie un article dans le *New York Times* mettant en garde contre une future crise financière et la destruction de la monnaie américaine, "State-Wrecked: The Corruption of Capitalism in America," Op-Ed, *The New York Times*, 30 March 2013.

⁴⁶ David Beetham, "Unelected oligarchy: Corporate and Financial Dominance in Britain's Democracy," *Democratic Audit*, 2011.

⁴⁷ Gordon Brown, *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalisation*, London, Simon & Schuster, 2010, p23.

⁴⁸ Alistair Darling, A., *Back from the Brink: 1000 Days at Number 11*, London, Atlantic Books, 2011, p 174 : "This was a dramatic moment [...] Sitting there, in the silence of my room, looking out over St James's Park

Par la suite, les banques nationalisées ont été gérées par une société appartenant à l'État mais agissant selon le droit privé commercial (UK Financial Investments Ltd). L'objectif du gouvernement était de rétablir la rentabilité des banques dans le but de les revendre aux investisseurs au plus vite. Il n'était nullement question de changer leur fonctionnement ou de faire bouger leur place dans le tissu économique.

Par ailleurs, il faut noter l'influence directe exercée par les banques sur les politiques, ainsi que l'imbrication significative du monde politique et des milieux financiers pour expliquer l'immobilisme des politiques face aux banques. Plusieurs facteurs sont à distinguer. D'abord, il y a une influence directe : il s'agit tout simplement de celle des banques et des financiers qui subventionnent les partis politiques. C'est très clairement le cas aux États-Unis où les individus et les entreprises peuvent contribuer aux campagnes électorales des candidats, qu'ils soient Républicains ou Démocrates. De plus, depuis 2010, la Cour suprême a largement supprimé les limites des financements que des intérêts privés (individus ou entreprises) peuvent attribuer aux « comités d'action politique » : des organismes « indépendants » qui peuvent dorénavant soutenir sans limite des candidats aux élections, à condition de rester légalement séparés des organisations électorales officielles des candidats⁴⁹. Au Royaume-Uni, le Parti conservateur est depuis toujours proche des cercles financiers de la City et de la haute finance⁵⁰.

De même, il existe un va-et-vient constant entre le monde politique et le monde des affaires, y compris dans la finance. En 2009, l'OCDE a publié un rapport qui détaille avec précision le passage des personnalités publiques vers le secteur privé et vice-versa : *Revolving Doors, Accountability and Transparency – Emerging Regulatory Concerns and Policy Solutions in the Financial Crisis*. Dès lors, il n'est pas étonnant que les intérêts des financiers soient souvent bien représentés dans le monde politique, au point de prendre le devant de la scène quand il s'agit de la re-réglementation de la finance. Que ce soit tout simplement la mise en place des mesures favorables aux banques par des intérêts financiers particuliers, ou le façonnement d'une vision commune sur la manière de gérer les banques, l'interaction du monde politique et du monde de la finance limite profondément le champ des possibilités de toute réforme.

Ainsi, on peut constater avec stupéfaction qu'à la fin de 2014, une énième confrontation sur les dépenses publiques entre la Maison Blanche et le Congrès aux États-Unis a été débloquée par Jamie Dimon, le PDG de JP Morgan. Ce dernier a appelé plusieurs membres du Congrès pour plaider la cause d'une loi sur les dépenses publiques qui comporte également une nouvelle mesure permettant aux grandes banques américaines d'entreprendre des activités spéculatives

before dawn broke, I reflected on how much some of my Labour predecessors would have loved to have done this. The last thing I wanted was to nationalise this bank [RBS], bringing with it all the problems that it entailed. As it was, we were bringing to an end a conflagration that threatened to bring down the world's banking system”.

⁴⁹Robert Barnes, “Super Pac Mania”, *Columbia Law School Magazine*, Spring 2012, <<http://www.law.columbia.edu/magazine/621141>>, consulté le 25 août 2015. Voir également Joseph Stiglitz, *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future*, New York. W.W. Norton & Company, 2013, p163-167.

⁵⁰Owen Jones, *The Establishment; And how they get away with it*, London, Penguin, 2014, p241-269. A voir également Will Hutton, *Them and Us: Changing Britain – Why We Need a Fair Society*, London, Abacus, 2011, p174-215.

sur les produits dérivés, avec des dépôts de leurs clients garantis par le gouvernement fédéral ! Bref, une partie importante de la loi Dodd-Frank et de la Volcker Rule est dorénavant caduque⁵¹.

En France, force est de constater que si le candidat François Hollande a fustigé le monde de la finance pendant les élections présidentielles en 2012, le Président et son gouvernement n'ont guère agi contre les intérêts des banques depuis et il est nullement question de démanteler les énormes groupes qui dominent le secteur financier français. Certes, il faut noter que les réseaux d'agences bancaires des grands groupes français sont en partie « portés », à l'heure actuelle, par leurs activités d'investissement, et que des restructurations pourraient provoquer des pertes d'emplois à un moment où le chômage a atteint des niveaux historiques⁵². Toutefois, on ne peut que constater l'absence totale de mesures pour restructurer le secteur bancaire français et noter que les politiques de libéralisation mises en place par la loi Macron, au début de 2015, pour dynamiser l'économie française, par exemple, ne touchent pas aux banques mais se concentrent sur les professions réglementées, le transport par autocar, le travail dominical, etc. Est-ce vraiment étonnant, compte tenu de l'expérience à la banque Rothschild de M. Emmanuel Macron, ou de la carrière dans le secteur bancaire de Laurence Boone qui a remplacé M. Macron comme conseiller économique et financier à l'Élysée en juin 2014 ? Plus généralement, la « capture » du monde politique par le monde financier en France « est largement sociologique du fait du système de pantouflage et de la consanguinité bien connue des élites administratives et politiques et des élites financières »⁵³.

C'est en ce sens que le monde politique – les politiques eux-mêmes et les institutions (parlements, banques centrales, régulateurs, etc.) – a échoué dans l'exercice de ses responsabilités pour défendre l'intérêt général et les intérêts des électeurs et des citoyens. En dépit des nombreux efforts entrepris pour empêcher l'effondrement du système financier international en 2007-2009, les pouvoirs publics ont échoué à suffisamment restructurer ce système pour ramener les pays industrialisés à une croissance plus stable et plus équitable. En effet, il existe aujourd'hui un engrenage catastrophique où la croissance faible profite essentiellement aux ménages les plus aisés – ou riches – qui bénéficient du système financier et de la politique monétaire ultra-permissive et qui contrôlent de plus en plus le système politique. Par ailleurs, l'approche réglementaire de la finance, fondée en grande partie sur la nécessité de maintenir le *business as usual*, perpétue un système financier dont les crises financières sont devenues un élément constitutif.

Conclusion

Notre analyse ici ne cherche pas tellement à proposer des mesures de réformes et de restructuration des banques et de la finance. De même, certains aspects de la mondialisation de la finance n'ont pas été abordés ici : par exemple, l'étendu de l'évasion fiscale liée aux paradis

⁵¹ Steven Mufson and Tom Hamburger, "Jamie Dimon himself called to urge support for the derivatives rule in the spending bill", *The Washington Post* (online), Wonkblog, 11 December 2014, <<http://www.washingtonpost.com/news/wonkblog/wp/2014/12/11/the-item-that-is-blowing-up-the-budget-deal/>>, consulté le 25 août 2015.

⁵² Christine Lejoux, « Et si le net faisait sauter la banque... », *La Tribune*, 29 mai 2013.

⁵³ Christian Chavagneux et Thierry Philipponnat, *La Capture : où l'on verra comment les intérêts financiers ont pris le pas sur l'intérêt général et comment mettre fin à cette situation*, Paris, La Découverte, 2014, p 110.

fiscaux où toutes les grandes banques sont présentes. Mais, s'il y a un impératif, à notre avis, c'est bien de séparer les pouvoirs : séparer le pouvoir politique du pouvoir financier et de séparer à nouveau les différents métiers de la banque et de la finance. Ce vieux concept de la démocratie représentative, et même du fonctionnement adéquat des lois du marché, n'est guère révolutionnaire. Toutefois, la séparation des pouvoirs nous semble être la condition *sine qua non* de toute autre réforme et un pas absolument indispensable à ce que le pouvoir politique renoue avec ses responsabilités politiques d'avancer dans l'intérêt général. Reste à savoir si un tel changement peut se faire dans la conjoncture politique et économique actuelle avant que la mondialisation néolibérale ne connaisse sa prochaine grande crise financière.

La crise financière qui a commencé en 2007-2008 a vu les autorités publiques (gouvernements et banques centrales) se mobiliser massivement pour empêcher l'effondrement du système financier mondial et l'arrêt brutal de l'économie mondiale. Des mesures exceptionnelles, et d'une ampleur inimaginable en temps de paix, ont été mises en œuvre pour sauver les banques et le fonctionnement des marchés de capitaux internationaux.

Cependant, le rôle et le pouvoir économique que les autorités publiques ont dû assumer dans un laps de temps très bref n'ont pas entraîné un changement profond du système financier mis en place depuis la crise économique des années 1970. Certes, des efforts réglementaires ont été importants par endroit et le cycle de la réglementation – aussi bien au niveau national qu'au niveau international – n'est pas terminé. Mais, vues dans leur ensemble, l'action politique et l'activité bancaire sont en grande partie caractérisées par une approche de *business as usual*. Or, cela ne suffira sûrement pas à écarter de futures crises financières et certainement pas à rééquilibrer des économies des pays industrialisés vers une croissance plus égalitaire. De ce point de vue, l'observation d'Olivier Lacoste que « depuis la déréglementation financière et la fin des accords de Bretton Woods, les crises apparemment deviennent plus fréquentes et plus intenses » nous semble particulièrement pertinente et inquiétante⁵⁴. L'été 2015 a été marqué par : des tractations longues pour palier les problèmes de la dette grecque qui ont révélé très clairement les difficultés structurelles de la construction de la zone euro ; l'effondrement des bourses chinoises et la baisse des marchés des matières premières liée au ralentissement économique de l'économie chinoise ; le repli important des bourses américaines et européennes, accompagné par une grande volatilité sur des marchés de toute sorte. Bref, nous sommes aujourd'hui (fin août 2015) face à une série de mauvais augures qui rendent les perspectives économiques particulièrement opaques et instables.

C'est pourquoi nous ne pouvons que conclure que les autorités publiques ont échoué dans leurs responsabilités consistant à garantir l'intérêt général depuis la crise de 2007-2008.

Références

Robert M. Adams, "Consolidation and Merger Activity in the United States Banking Industry from 2000 through 2010", *Finance and Economics Discussion Series*: 2012-51, 8 August 2012.

John Aglionby, "Bank of England committee had forex concerns since 2006", *The Financial Times*, 5 March 2014.

⁵⁴ Olivier Lacoste, « Les crises financières,... » *op. cit.* p 192.

Piergiorgio Alessandrie and Andrew Haldane, *Banking on the State*, Paper, Bank of England, 6 November 2009.

Attac, Jean-Marie Harribey et Dominique Plihon, (dir.), *Sortir de la crise globale : vers un modèle écologique et solidaire*, Paris, La Découverte, 2009.

Attac & Basta !, Dominique Plihon et Agnès Rousseaux, (coordination), *Le livre noire des banques*, Les liens qui libèrent, 2015.

Robert Barnes, "Super Pac Mania", *Columbia Law School Magazine*, Spring 2012, <<http://www.law.columbia.edu/magazine/621141>>, consulté le 25 août 2015.

David Beetham, "Unelected oligarchy: Corporate and Financial Dominance in Britain's Democracy," *Democratic Audit*, 2011.

Ben Bernanke, "Asset-Price "Bubbles" and Monetary Policy", Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, 15 October 2002.

Ben Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Remarks by the Governor at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March 2005.

Caroline Binham, Sam Fleming and Martin Arnold, "Six banks in UK talks over forex manipulation fines", *The Financial Times*, 26 September 2014.

BIS – Bank of International Settlements, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (rev 2011 June), <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>, consulté le 31 août 2015.

BIS – Bank of International Settlements, *Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange Turnover in 2013: Preliminary Global Results*, September 2013, <<http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>>, consulté le 15 septembre 2014.

BIS – Bank of International Settlements, *OTC derivatives statistics at end-December 2014*, 30 April 2015, <http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm>, consulté le 26 août 2015.

Gordon Brown, *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalisation*, London, Simon & Schuster, 2010

Stephen Burgess, "Measuring financial sector output and its contribution to GDP", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3rd quarter 2011, p234-246.

"Commission Vickers" (Independent Commission on Banking), *Final Report: Recommendations*, September 2011.

Alistair Darling, A., *Back from the Brink: 1000 Days at Number 11*, London, Atlantic Books, 2011.

Michel Dévoluy, « Dérégulation financière et dettes publiques », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques de Europe*, Université de Strasbourg, n° 28 Eté 2013, p18-20.

Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin, 2008.

Patrick Jenkins, "Corporate year in review", *The Financial Times*, 28 December 2012.

Owen Jones, *The Establishment; And how they get away with it*, London, Penguin, 2014.

Milton Friedman, "The Need for Futures Markets in Currencies", December 20, 1971, reproduit dans *Cato Journal*, Vol 31, No 3 (Fall 2011), Cato Institute.

Alan Greenspan, "Issues for Monetary Policy". Remarks before the Economic Club of New York, New York City, 19 December 2002.

Alan Greenspan, "Home Mortgage Market", Remarks at the annual convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando, Florida (via satellite), 4 March 2003.

Alan Greenspan, "The mortgage market and consumer debt", Remarks at America's Community Bankers Annual Convention, Washington, D.C., 19 October 2004.

Alan Greenspan, "International imbalances", Remarks as Chairman of the Federal Reserve Board Before the Advancing Enterprise Conference, London, England, 2 December 2005.

Jon E. Hilsenrath, "A 91-Year-Old Who Foresaw Selloff Is 'Dubious' of Stock-Market Rally", *The Wall Street Journal*, July 22, 2002.

Will Hutton, *Them and Us: Changing Britain – Why We Need a Fair Society*, London, Abacus, 2011.

Michael Kumhof, Claire Lebarz, Romain Rancière, Alexander W. Richter and Nathaniel A. Throckmorton, "Income Inequality and Current Account Imbalances", *IMF Working Paper*, WP/12/08, IMF 2012.

Olivier Lacoste, *Les crises financières : Histoire, mécanismes et enjeux*, Paris, Eyrolles Pratique économie, 2015.

Christine Lejoux, « Et si le net faisait sauter la banque... », *La Tribune (La)*, 29 mai 2013.

Steven Mufson and Tom Hamburger, "Jamie Dimon himself called to urge support for the derivatives rule in the spending bill", *The Washington Post* (online), Wonkblog, 11 December 2014, <<http://www.washingtonpost.com/news/wonkblog/wp/2014/12/11/the-item-that-is-blowing-up-the-budget-deal/>>, consulté le 25 août 2015.

Juan Antonio Montecino and Gerald Epstein, "Have Large Scale Asset Purchases Increased Bank Profits?", *Working paper series*, No 372, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, December 2014.

Michiyo Nakamoto and David Wighton, "City chief stays bullish on buy-outs", *The Financial Times*, 9 July 2007.

OECD, *Revolving Doors, Accountability and Transparency – Emerging Regulatory Concerns and Policy Solutions in the Financial Crisis*, Expert Group on Conflict of Interest, 5 May 2000, GOV/PGC/ETH(2009)2.

OECD, *Employment Outlook*, Paris, 2012.

André Orléan, « De l'euphorie à la panique », in Philippe Askenazy & Daniel Cohen (dir.), *16 nouvelles questions d'économie contemporaine*, Paris, Librairie Arthème Fayard/Pluriel, 2011.

Jeremy Peters and David Barboza, "Dow Average Falls 416 Points After China Sell-Off", *The New York Times*, 28 February 2007.

Raghuram Rajan, R., *Has Financial Development made the World Riskier?*, NBER Working Paper No. 11728, Issued in November 2005, <<http://www.nber.org/papers/w11728>>, consulté le 19 septembre 2014.

Raghuram Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2010.

Kara Scannell and Tom Braithwaite, "BofA in talks to pay \$12bn over probe", *The Financial Times*, June 6, 2014.

Hernando de Soto, "Toxic Assets Were Hidden Assets: We can't afford to allow shadow economies to grow this big", *The Wall Street Journal*, 25 March 2009.

Joseph Stiglitz, *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*, Penguin, 2009.

Joseph Stiglitz, *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future*, New York. W.W. Norton & Company, 2013.

David Stockman, "State-Wrecked: The Corruption of Capitalism in America," Op-Ed, *The New York Times*, 30 March 2013.

US Dept. of the Treasury, TARP Programs, < <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx#>>, consulté le 25 août 2015.

Martin Wolf, *The Shifts and The Shocks: What we've learned – and have still to learn –from the financial crisis*, London, Allen Lane, 2014.

World Bank, World Development Indicators database, 1 July 2015, <<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>>, consulté le 25 août 2015.

WTO (OMC), 2015 Press releases, Press/739, 14 April 2015.