



**HAL**  
open science

# ETAT STRATÈGE ET GLOBALISATION FINANCIÈRE

Nathalie Rey

► **To cite this version:**

Nathalie Rey. ETAT STRATÈGE ET GLOBALISATION FINANCIÈRE. PURH. Quel modèle d'Etat stratège en France?, 2016. halshs-01528041

**HAL Id: halshs-01528041**

**<https://shs.hal.science/halshs-01528041>**

Submitted on 26 May 2017

**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 - NonCommercial - NoDerivatives 4.0  
International License

## ETAT STRATÈGE ET GLOBALISATION FINANCIÈRE

**NATHALIE REY**  
**CEPN, UNIVERSITÉ PARIS 13, SORBONNE PARIS CITÉ**

A partir de la fin des années 1970, la libéralisation financière et la réforme du système financier ont été les deux principes incontournables que tout Etat désireux de ne pas être exclu du processus de globalisation financière a appliqués. Le mouvement de déréglementation financière qui s'est généralisé au cours des années 1980 et 1990 était inspiré par la volonté d'améliorer l'efficacité du processus allocatif de l'épargne et la liquidité des marchés.

Pour les partisans de la libéralisation, le renforcement des mécanismes de marché avait trois grands effets :

- (i) un premier effet sur l'accès à l'épargne. Les emprunteurs trouveraient des accès plus faciles et moins chers aux financements externes ;
- (ii) un second effet sur le coût des services financiers. Les emprunteurs bénéficieraient d'une réduction importante des prix des services financiers pratiqués par les intermédiaires financiers en raison du surcroît de concurrence consécutive à la libéralisation et au développement de la finance directe ;
- (iii) un troisième effet sur la gamme de produits financiers. Les investisseurs bénéficieraient d'une gamme plus large d'actifs financiers mieux rémunérés ce qui leur permettrait de mieux diversifier leurs portefeuilles à l'international et de répartir plus efficacement leurs risques. Mais, en pratique, la déréglementation opérée depuis les années 1980 et le mouvement d'innovation financière qui l'a accompagné ont eu plusieurs effets pervers.

Dans les pays industriels, y compris dans ceux où les institutions et les marchés financiers étaient solides, il en était résulté une explosion des prêts qui avait fini par affaiblir certains réseaux bancaires. Les problèmes provenaient d'un volume excessif du crédit immobilier, d'une envolée des prix des actifs et, parfois, d'une perte de contrôle des conditions monétaires. En abandonnant les contraintes quantitatives et notamment l'encadrement du crédit, les autorités monétaires ont davantage fait appel aux taux d'intérêt pour maîtriser la demande globale. Elles ont laissé les forces du marché, les variations des taux d'intérêt influencer les comportements des agents. En outre, en ouvrant les marchés des capitaux aux influences extérieures, la libéralisation a accru durablement la sensibilité des marchés et de l'économie à de telles influences.

Depuis les années 1980, on assiste à un foisonnement d'innovations financières (les facilités d'émission, les facilités à options multiples, les contrats de fixation des taux d'intérêt, les options, les swaps, les contrats à terme en devises, etc.) qui ont pour fonction essentielle de permettre aux investisseurs de s'assurer contre l'instabilité des taux d'intérêt et l'instabilité des taux de change. A cette fonction principale s'attachent deux autres vocations : celle de permettre de passer aisément d'un compartiment du marché interne à un autre (du marché au comptant au marché à terme, des taux variables aux taux fixes, etc.) et celle de permettre aux investisseurs d'avoir des stratégies multidevises. Le processus de globalisation financière repose sur une gamme étendue de produits financiers standardisés, c'est à dire des produits semblables négociés sur différents marchés financiers nationaux et sur des produits sophistiqués élaborés à partir de différents produits standards. En permettant aux investisseurs de se déplacer en temps réel d'un marché vers un autre ou de se retirer rapidement en cas de méfiance à l'égard du marché, les innovations financières peuvent générer de l'instabilité financière.

Accidents et crises bancaires, monétaires et financières aux conséquences économiques et sociales considérables se succèdent depuis près de quarante ans. La prévention et la gestion de crise sont devenues dès la fin des années 1980 les principaux objectifs de la stratégie de l'Etat qui devient un Etat régulateur de la « finance globalisée » pour ne pas remettre en cause le processus de globalisation financière.

Ce chapitre a pour double objectif de montrer d'une part, comment et pourquoi les stratégies de libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers menées, entre la fin des années 1970 et le début des années 1990, par les Etats des principaux pays industrialisés ont permis la globalisation financière et, d'autre part, pourquoi et comment au cours des années 1990 et 2000 les Etats, stratèges de la finance « globalisée », sont devenus des Etats régulateurs de cette finance « globalisée ».

## **1. Des stratégies de libéralisation du marché du capital et des services financiers adoptées par l'Etat pour favoriser la globalisation financière**

Le processus de globalisation financière n'a pu apparaître que lorsque les obstacles à la mobilité des capitaux ont été levés par les principaux Etats. La libéralisation financière et la qualité des systèmes financiers assurant la circulation nationale et internationale des capitaux sont indispensables à ce processus. Cependant, la libéralisation financière et l'innovation financière qui généralement l'accompagnent ne sont que les apparences du processus de globalisation financière ; elles en constituent les éléments visibles mais, elles tendent à occulter les raisons profondes qui sont à l'origine de la naissance de ce processus, les raisons qui poussent les Etats à abolir les différentes entraves à la mobilité des capitaux.

L'émergence du processus de globalisation financière a reposé sur l'existence de déséquilibres : déséquilibres entre l'investissement et l'épargne au sein des pays auxquels se rattachent des déséquilibres ou des divergences entre les pays en terme, notamment, de croissance économique, de comportement d'épargne des agents, de structure démographique, d'influence financière et monétaire. C'est l'apparition de tels déséquilibres qui a engendré un besoin de financement de l'économie mondiale et qui a poussé les Etats à libéraliser les systèmes financiers afin de parvenir à un équilibre, c'est à dire à faire en sorte que les pays à excédent financent les pays déficitaires. Le processus de globalisation financière est né de déséquilibres et s'est développé grâce au phénomène endogène de libéralisation financière mis en place par les Etats.

### **1.1 L'existence de déséquilibres incite à des stratégies de dérèglementation financière**

Les chocs pétroliers de 1973 et 1979 sont les événements décisifs dans l'émergence du processus de globalisation financière. Ils sont à l'origine de l'apparition de déséquilibres courants de grande ampleur et de l'existence d'importants excédents pétroliers que les Etats exportateurs ont cherché à recycler. Ces crises ont marqué le commencement de l'expansion des mouvements internationaux de capitaux. Cet accroissement des échanges de capitaux a répondu aux souhaits des gouvernements et des investisseurs internationaux. Les premiers souhaitaient un relâchement de la contrainte extérieure (de la balance courante) et des contraintes internes (le solde budgétaire et le solde épargne-investissement), tandis que les seconds rêvaient de pouvoir diversifier leurs portefeuilles. A la suite de ces chocs pétroliers, la nécessité d'assouplir la contrainte externe et de soutenir l'activité par des déficits publics a été ressentie par plusieurs Etats importateurs de pétrole. Par ailleurs, le recyclage des excédents pétroliers a favorisé la mise en place de techniques financières et de réseaux nouveaux afin de promouvoir la mobilité internationale du capital. A partir du moment où la majorité des Etats accordait aux marchés le soin de réaliser les ajustements, les obstacles réglementaires à la libre circulation des capitaux devenaient injustifiés (Rey, 1997).

La levée en 1974 par les Etats-Unis du "*taux d'égalisation des taux d'intérêt*" est généralement présentée comme étant le point de départ du mouvement de libéralisation financière engagé dans de nombreux pays. Ce mouvement de libéralisation financière a été favorisé par la création de zones économiques où la libre circulation des capitaux entre les Etats membres doit être effective. Ainsi, les différentes directives européennes qui se sont succédé depuis le Traité de Rome signé en 1957 ont abouti à une complète liberté des mouvements de capitaux pour tous les Etats membres à compter du 1er juillet 1990. De plus, depuis la création en 1961 de l'OCDE, les pays membres de cette organisation ont poursuivi l'objectif de libéralisation des mouvements de capitaux en mettant en œuvre les principes du

"Code"<sup>1</sup>. Le "Code" OCDE a largement contribué à la libéralisation financière ainsi qu'au maintien des acquis de celle-ci dans des pays autres que ceux de l'Union Européenne. Une fois un pays engagé dans ce mouvement de libre circulation financière, il est contraint de le mener à terme, c'est à dire, jusqu'à ce qu'il y ait une liberté totale. Depuis la fin de l'année 1992, tous les pays membres de l'OCDE ont levé la majorité des mesures de contrôle des capitaux.

En France, le processus de libéralisation financière, lancé en 1983, présente deux caractéristiques principales : l'enchaînement rapide des mesures et, la volonté déterminée et soutenue du gouvernement, elle-même influencée par les avancées en cours de la construction européenne et par la tendance internationale à la déréglementation. La libéralisation financière résulte de la mise en œuvre de cinq mesures principales : (i) la déréglementation et l'ouverture des marchés de capitaux, l'harmonisation du cadre législatif des établissements de crédit par la loi bancaire de 1984, ; (ii) la modernisation de la gestion de la dette des administrations publiques par la création d'obligations du Trésor (les OAT) ; (iii) la suppression de l'encadrement du crédit ; (iv) la réduction de l'intervention de l'État dans le financement (forte baisse des prêts bonifiés de 1985 à 1992) ; (v) le lancement d'une campagne de privatisation des grands groupes industriels et bancaires à partir de 1987 (Rey, 2015). La libéralisation du contrôle des mouvements de capitaux a ainsi été mise en œuvre en l'espace de quelques années, en suivant le rythme de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques de façon à ne pas favoriser l'instabilité des prix et du franc. La fin du contrôle des changes a été ordonnancée en trois temps : de 1984 à 1986, la libéralisation des opérations de change liées au commerce est accomplie ; à partir de 1986, les efforts se sont essentiellement concentrés sur le système financier ; de 1987 à 1990, les dernières mesures de contrôle des changes sont levées et à la libéralisation des entrées d'investissement direct étranger est accomplie.

Une fois levés les obstacles à la libre circulation des capitaux, les Etats ont engagé des programmes de modernisation des marchés financiers et de développement de nouveaux marchés (naissance dans les années 1980 des marchés des contrats d'options, des contrats à terme). Ils ont cherché à "décloisonner" les marchés c'est à dire à éclater les compartiments préexistants à l'intérieur des marchés nationaux de façon à permettre l'intégration horizontale de leur marché national. Ils ont ensuite œuvré dans les sens d'une ouverture à la concurrence nationale et internationale de leurs marchés qui s'est accompagnée d'une déspecialisation des activités et d'une dérégulation des diverses commissions existantes, condition jugée indispensable

---

<sup>1</sup> Le Code de la libéralisation des mouvements de capitaux est un instrument juridique par lequel les pays membres de l'OCDE s'engagent à maintenir le degré existant de liberté des mouvements internationaux de capitaux et à poursuivre la libération dans ce domaine. L'approche des Codes de l'OCDE considère comme prioritaire l'entière liberté des flux d'investissement direct et d'investissement en portefeuilles d'actions, suivie de celle d'autres flux à long terme liés aux opérations sur valeurs obligataires (OCDE, 2004).

pour assurer la compétitivité d'un marché. Enfin, comme tout renforcement de la concurrence sur un marché nécessite le développement de l'information des intervenants, les Etats se devaient d'assurer la transparence du marché, c'est à dire la diffusion de l'information vers tous les participants dispersés géographiquement. Ainsi, les principaux marchés se sont dotés d'un système de collecte et de distribution d'informations sur titres sous forme numérique qui permet la cotation en continu et en temps réel, vingt-quatre heures sur vingt-quatre, d'un volume très important de titres nationaux et internationaux. Ce sont ces systèmes de communication continue qui permettent l'intégration verticale du marché financier mondial.

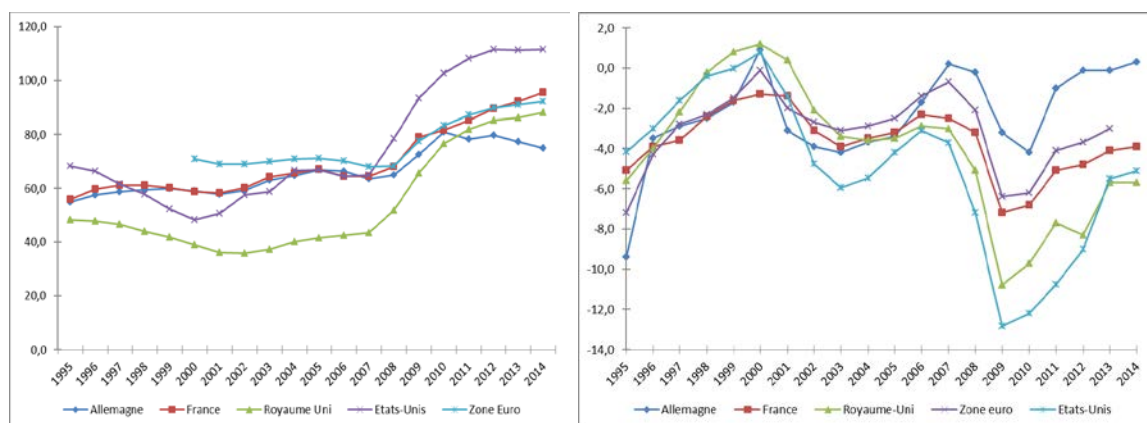
Les Etats américain, japonais, britannique, allemand et français, ont été les premiers à transformer leurs marchés des capitaux, ils ont ainsi favorisé la profondeur et la liquidité de leurs marchés, et ils ont conforté la domination mondiale de leurs places financières. Au cours des années 1980 et 1990, les marchés financiers vont venir concurrencer les systèmes bancaires en proposant une gamme très variée de moyens de financement, de plus, ils vont favoriser l'apparition de nouveaux acteurs financiers qui vont également concurrencer les banques. Les banques vont être confrontées à deux phénomènes étroitement liés : d'une part le développement de la finance directe et, d'autre part, l'émergence d'investisseurs institutionnels. En réponse à ces deux phénomènes qui favorisent la désintermédiation, les banques vont quelque peu délaissé leurs fonctions traditionnelles comme celle du financement des entreprises au profit des marchés des capitaux. Elles vont accroître leur rôle dans le commerce des titres et les produits de couverture des risques. Cette modification du rôle du système bancaire en tant que fournisseur de services financiers va être portée par l'instauration de loi bancaire dont l'intention affichée est d'améliorer la compétitivité et l'efficacité du système.

On assiste à une « marchésation » des systèmes bancaires, c'est à dire le fait que leur activité soit de plus en plus déterminée par les conditions du marché et, à un changement de nature de l'intermédiation bancaire : à l'intermédiation classique, ou intermédiation de bilan, consistant à octroyer des crédits s'est substitué une intermédiation de marché, dans laquelle les banques jouent le rôle de simples courtiers. Les banques vont donc, de par leur propre comportement, favoriser la désintermédiation et le développement des institutions non bancaires. Mais, elles vont savoir tirer profit de cette contradiction apparente, elles vont se servir de la finance directe et des nouveaux acteurs financiers pour soustraire de leur bilan les créances à risque et les placer auprès d'emprunteurs finaux. Elles vont développer les activités de « hors bilan », activités qui vont rapidement devenir leur principale source de revenus (Morin, chapitre 12).

## **1.2 Un Etat « se voulant stratège » qui participe activement au processus de globalisation financière**

Suite aux chocs pétroliers, les Etats vont largement recourir au déficit public afin de soutenir l'activité économique. Dans la plupart des pays, le besoin de financement des administrations publiques atteint des niveaux élevés en 1975, en 1981 et 1982<sup>2</sup>. L'accumulation de la dette se poursuit durant la phase de désinflation allant du début de la décennie 1980 au contre choc pétrolier de 1986 en raison d'une politique expansionniste aux Etats-Unis et de l'impossibilité d'inverser la tendance dans une Europe en croissance ralentie. A partir de 1987 la dette publique exprimée en pourcentage du produit intérieur brut amorce une tendance à la baisse dans la plupart des pays, excepté au Japon où ce renversement de tendance est intervenu dès 1986. Des années 1990 jusqu'au début de la crise financière de 2007, les déficits publics sont restés à des niveaux élevés avant d'atteindre des niveaux inégalés en 2009-2010 (graphiques 1 et 2).

**Graphique 1 : Dette publique en % du PIB, Graphique 2 : Solde public en % du PIB, 1995-2014**



Source : Banque de France

Au cours des années 1980 et 1990, les Etats ont mené des politiques actives d'émission de titres sur les marchés obligataires qui ont stimulé le processus de globalisation financière. Les investisseurs internationaux ont consacré une part croissante de leurs placements à l'acquisition de titres des dettes publiques étrangères. Cette attirance pour les titres publics a fait qu'une proportion importante des dettes publiques s'est retrouvée entre les mains des non-résidents. Fin 1992, les non-résidents détenaient 38% du stock total de la dette publique française, près de 26% du stock de la dette allemande, et respectivement 12,5% et 17,9% des dettes du Royaume-Uni et des Etats-Unis contre seulement 5,6% de la dette du Japon<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> En 1975, le besoin de financement des administrations publiques représentait plus de 12% du PIB en Italie ; plus de 5% du PIB en Allemagne, Belgique et Portugal ; plus de 4% du PIB aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ; et plus de 2% au Japon, en France et aux Pays-Bas (Rey, 1997).

<sup>3</sup> A titre de comparaison, ces mêmes ratios étaient à la fin de l'année 1986 les suivants : 1% pour la France, 20,2% pour l'Allemagne, 11,6% pour le Royaume-Uni, 15% pour les Etats-Unis et 2,7% pour le Japon (REY, 1997).

Le tableau 1 retrace, sur la période 1977-1993, l'évolution de l'investissement net à l'étranger (total sorties) des secteurs publics de cinq pays et de l'ensemble de la Communauté Economique Européenne, d'une part, et l'évolution de l'endettement net (total des entrées) de ces secteurs vis-à-vis de l'étranger d'autre part. On constate une croissance annuelle moyenne de 39,5% du total des entrées entre 1990 et 1993. Cette croissance s'explique par un taux d'accroissement annuel moyen de l'endettement public des Etats-Unis à l'égard de l'étranger de 39% et surtout par un taux de croissance de plus de 59% des entrées de capitaux en faveur des secteurs officiels des pays de la CEE. Parmi les pays de la CEE, le secteur public allemand était en 1993 le principal bénéficiaire de capitaux étrangers avec près de 44% du total des flux entrants dans la CEE, il était suivi des secteurs danois (15,6% du total) et espagnol (12% du total de flux). L'Allemagne, en augmentant son endettement public à l'égard de l'extérieur, a ainsi financé une partie de sa réunification, et ce financement s'est effectué essentiellement grâce à l'acquisition par les non-résidents de titres publics allemands. En effet, entre 1990 et 1993, les obligations d'Etat allemandes ont représenté en moyenne 93% des engagements nets du secteur public allemand vis-à-vis de l'extérieur.

**Tableau 1 : Les flux de capitaux des secteurs publics, 1977-1993 (en milliards de dollars, et en % du PIB pour les entrées de capitaux).**

	Moyennes annuelles			1990	1991	1992	1993
	1977-1979	1980-1984	1985-1989				
<b>Total sorties*</b>	<b>33,89</b>	<b>29,71</b>	<b>84,00</b>	<b>110,19</b>	<b>63,19</b>	<b>73,65</b>	<b>94,71</b>
Etats-Unis	7,59	13,90	11,02	10,89	7,20	4,51	7,56
Japon	4,50	6,20	18,84	6,88	7,76	13,62	43,25
Royaume-Uni	6,02	-0,34	5,17	3,05	6,91	-1,00	2,40
Allemagne	6,84	0,85	9,62	20,63	3,20	46,74	-4,07
France	2,65	3,21	5,86	18,90	2,69	7,26	1,86
C.E.E.**	21,80	9,61	54,15	92,42	48,23	55,52	43,90
<b>Total entrées*</b>	<b>34,61</b>	<b>53,97</b>	<b>109,48</b>	<b>143,27</b>	<b>180,65</b>	<b>236,62</b>	<b>389,07</b>
Etats-Unis	21,16	21,05	47,06	44,58	62,31	82,24	119,89
	<i>1,05</i>	<i>0,65</i>	<i>1,08</i>	<i>0,81</i>	<i>1,09</i>	<i>1,37</i>	<i>1,89</i>
Japon	3,06	6,00	3,09	35,02	31,72	-2,52	12,35
	<i>0,34</i>	<i>0,53</i>	<i>0,18</i>	<i>1,19</i>	<i>0,95</i>	<i>-0,07</i>	<i>0,29</i>
Royaume-Uni	2,94	1,29	5,12	-5,48	10,54	14,96	19,99
	<i>0,93</i>	<i>0,26</i>	<i>0,81</i>	<i>-0,56</i>	<i>1,04</i>	<i>1,42</i>	<i>2,11</i>
Allemagne	2,72	9,49	17,05	16,30	25,06	45,26	111,97
	<i>0,43</i>	<i>1,34</i>	<i>1,75</i>	<i>1,08</i>	<i>1,57</i>	<i>2,52</i>	<i>6,50</i>
France***	0,49	2,38	6,54	14,77	5,50	48,61	10,54
	<i>0,09</i>	<i>0,43</i>	<i>0,78</i>	<i>1,24</i>	<i>0,46</i>	<i>3,68</i>	<i>0,84</i>
C.E.E.**	10,39	26,92	59,33	63,67	86,62	156,90	256,83
	<i>0,50</i>	<i>1,07</i>	<i>1,53</i>	<i>1,05</i>	<i>1,37</i>	<i>2,28</i>	<i>nd</i>

\* total des entrées/total des sorties : Etats-Unis, Japon et CEE ; \*\* CEE : à 10 jusqu'en 1986 puis à 12 ; \*\*\* France : de 1977 à 1984 ne sont pas comprises dans les entrées les obligations d'Etat. Entrées : capitaux à court et long terme, plus les obligations d'Etat. Les données en italique représentent les entrées rapportées au PIB. Sorties : capitaux à court et long terme, plus les réserves.  
Source : N. Rey (1997)



Les investissements à l'étranger réalisés par les secteurs publics ont également augmenté entre 1977 et 1993, mais d'une manière plus modérée. Pour l'ensemble de la CEE, le montant annuel moyen des sorties a dépassé les 54 milliards de dollars entre 1985 et 1989, et il a atteint 60 milliards entre 1990 et 1993. Ces sorties de capitaux sont essentiellement dues aux variations des réserves de change, et leur examen montre comment les autorités monétaires utilisent leurs réserves afin de maintenir les taux de change à des niveaux désirés. En effet, les crises de change de 1992 et 1993 qui ont frappé le système monétaire européen et en particulier le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et le Portugal se sont traduites par un rapatriement de capitaux publics placés à l'étranger de la part des secteurs publics de ces pays.

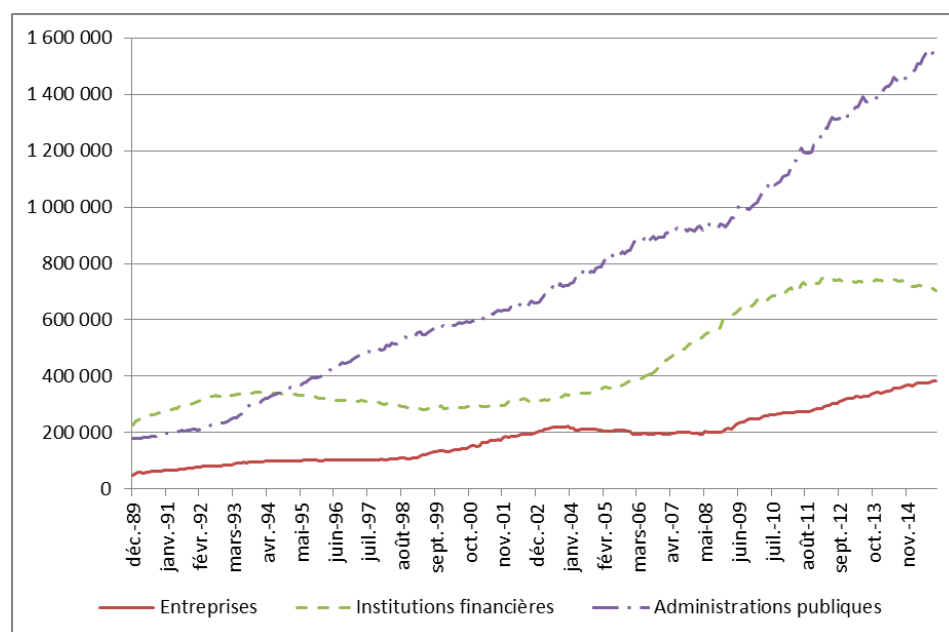
Dans la plupart de ces pays, l'accroissement de l'endettement public à l'égard de l'étranger s'explique par la progression des achats par les non-résidents d'obligations publiques. Ainsi, de 1980 à 1984, 37% des flux annuels entrants dont ont bénéficié les secteurs publics de la CEE correspondait à l'acquisition par les investisseurs étrangers de titres publics ; de 1990 à 1993, cette part annuelle moyenne des obligations d'Etat dans le total des flux entrants s'élevait à plus de 58%.

En France, les émissions d'obligations réalisées par les administrations publiques ont fortement contribué au développement du marché obligataire français depuis le début des années 1990. En dépit d'un contexte macroéconomique et politique axé sur la réduction des déséquilibres macroéconomiques, les encours d'obligations émises par les administrations publiques ont augmenté au rythme de plus de 10% par an en moyenne sur la période 1990-2003 contre une hausse annuelle moyenne de 7% de l'encours total et, de près de 7% par an en moyenne sur la période 2004-2015 tandis que l'augmentation annuelle moyenne de l'encours total a été de l'ordre de 6%. Entre janvier 1990 et janvier 2015, l'encours d'obligations émises par les administrations publiques est passé de 178,33 milliards d'euros à 1 475,96 milliards d'euros (graphique 3). Les émissions d'obligations opérées par les administrations publiques françaises ont largement contribué au développement du marché obligataire européen. Entre janvier 2002 et janvier 2015, la dette obligataire totale de la zone euro est passée d'environ 6 494 milliards (dont 18% de dette française) à plus de 13 237 milliards d'euros (dont 21% de dette française) et, la dette obligataire publique de la zone euro est passée d'environ 3 434 milliards (dont 18,5% de dette des administrations publiques françaises) à plus de 6 801 milliards d'euros (dont 22% de dette des administrations publiques françaises).

En France comme dans la grande majorité des pays européens, les déficits publics élevés ont positionné l'Etat comme premier emprunteur obligataire. Le poids des entreprises et des institutions financières a toujours été beaucoup plus faible (tableau 2). Avant la crise financière de 2007, les institutions financières allemandes exerçaient un rôle majeur sur le marché obligataire, elles représentaient 61% des encours obligataires. Depuis la crise, le poids des administrations publiques a augmenté en Allemagne : il est passé, entre 2002 et 2015, de 37% à 59% et, il s'est

maintenu à 54% en France et à près de 52% dans la zone euro. Les entreprises jouent en revanche un rôle très modeste dans le développement des marchés obligataires. C'est en France que la part de la dette obligataire « corporate » sur la dette obligataire totale domestique est la plus élevée avec 13% en 2015 contre 6% pour la zone euro.

**Graphique 3 : Répartition par émetteur de la dette obligataire française (Millions d'euros), 1990-2015**



Source : Banque de France

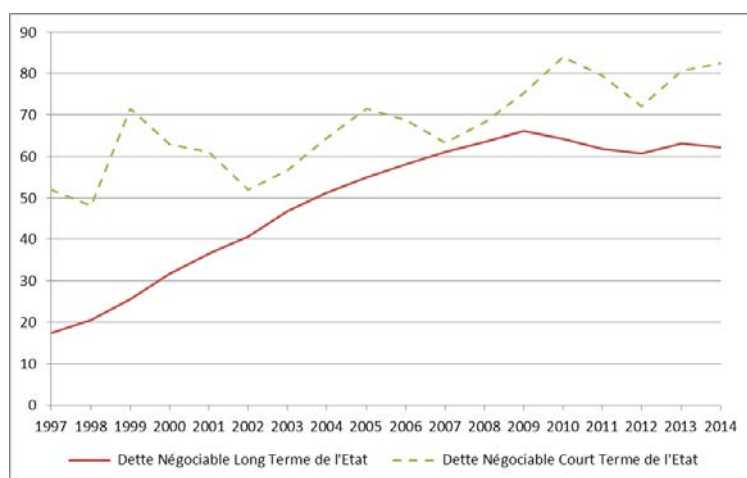
Les marchés français des obligations et des titres négociables à court terme (bons du trésor) se sont fortement internationalisés au cours des vingt dernières années. La demande de titres publics émanant des investisseurs étrangers a fortement progressée : en 1997, environ 17,4% des obligations et 52% des titres à court terme émis par les administrations publiques françaises étaient détenues par des investisseurs non-résidents ; en 2014, les non-résidents détenaient 62% de la dette publique à long terme et 82% de la dette à court terme (graphique 4).

**Tableau 2 : Evolution de la répartition par émetteur de la dette obligataire domestique en Europe (en % de la dette obligataire totale), 1990, 2002 et 2015.**

		Allemagne	France	Italie	Zone Euro
1990	Entreprises	2,8%	11,5%	6,7%	
	Institutions financières	61,7%	52,2%	15,7%	
	Administrations publiques	35,5%	36,3%	77,7%	
2002	Entreprises	1,9%	15,7%	2,1%	5,2%
	Institutions financières	61,4%	30,3%	27,7%	41,9%
	Administrations publiques	36,7%	54,0%	70,2%	52,9%
2015	Entreprises	4,4%	13,3%	4,4%	6,0%
	Institutions financières	36,7%	33,0%	33,2%	42,7%
	Administrations publiques	58,9%	53,8%	62,4%	51,4%

Source : Banque de France

#### **Graphique 4 : Evolution de la part de la dette publique française détenue par les non-résidents, 1999-2015**



Source : Banque de France

En devenant les principaux émetteurs de titres de dettes à court et à long terme, les Etats ont incontestablement favorisé le processus de globalisation financière. En augmentant leurs financements par les marchés, ils ont inévitablement permis le développement des marchés de la dette mais, ils sont ainsi devenus dépendants des marchés et se sont exposés aux exigences des investisseurs. Ils ont alors cherché à réguler le processus principalement en améliorant la surveillance de leur système financier et en se dotant d'institutions nationales et internationales.

## **2. Avec la globalisation financière, l'Etat à défaut d'être stratège est avant tout un Etat Régulateur**

Après les crises financières de la fin des années 1990, les Etats vont mettre en place une « architecture financière internationale » reposant en partie sur les deux institutions de Bretton Woods, le FMI et la Banque Mondiale, afin de prévenir et d'assurer au mieux la stabilité financière internationale. Cette nouvelle architecture a fait l'objet de discussions lors des sommets du G-7 puis du G-20 (incluant les grands marchés émergents) et a pour élément central le Forum sur la Stabilité Financière (FSF) créé en 1999.

### **2.1 Un Etat Régulateur fondé sur des institutions financières...**

Deux constats découlent de l'analyse au cours des trente dernières années du développement et du rôle des institutions financières nationales et internationales : (i) une restructuration du nombre d'institution financières publiques et (ii) un recentrage de leurs missions sur la régulation et la sécurité des systèmes financiers au détriment des missions de gestion de fonds et de contribution au développement économique.

Afin de garantir la stabilité financière internationale, les institutions financières vont être mandatées par les Etats pour participer (i) à l'élaboration de normes et de standards internationaux en matière de régulation financière internationale, (ii) à l'amélioration de ces normes et de ces standards et, (iii) à l'élaboration de méthodes d'évaluation des effets de l'application de ces normes et standards sur la stabilité des systèmes financiers. Les normes prudentielles et les standards internationaux en matière de régulation financière sont produits par des organismes techniques internationaux qui se retrouvent au sein de Forum pour une coordination à l'échelle internationale. L'Encadré 2 présente succinctement les « six normalisateurs techniques internationaux » classés par type de métiers (banque-assurance-marchés), les institutions internationales et les Forums qui contribuent à l'élaboration et à l'amélioration des normes relatives aux systèmes financiers et à la mise en place de méthodes d'évaluation de l'efficacité de ces normes.

#### **Encadré 2.**

##### **Métiers de la banque :**

- (i) Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) ou Basel Committee on Banking Supervision - BCBS** – « *Les Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace constituent la norme minimale de facto en matière de réglementation et de contrôle prudentiels des banques et des systèmes bancaires. Initialement publiés en 1997 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, ils servent de référence aux pays pour évaluer la qualité de leur système de contrôle et définir les travaux à mener en vue d'atteindre un niveau de base en matière de saines pratiques de contrôle. Les Principes sont également utilisés par le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier (PESF) pour évaluer l'efficacité des systèmes et pratiques de contrôle bancaire dans les différents pays* ». Les 29 principes fondamentaux de Bâle ont été révisés plusieurs fois, leur dernière révision remonte à 2012. Le CBCB est à l'origine des accords de Bâle sur les ratios de capitalisation bancaire.
- (ii) Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) ou Committee on Payment and Settlement Systems -CPSS-** Par la publication en 2001 de ses « Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique » et le document intitulé « Recommendations for Securities Settlement Systems » rédigé conjointement par le CSPR et l'OICV, le Comité a contribué à la rédaction d'un ensemble de normes, de codes et de bonnes pratiques jugés essentiels au renforcement de l'architecture financière mondiale. Le FMI et la Banque Mondiale ont participé au groupe de travail qui a préparé l'ébauche des 45 Principes fondamentaux.
- (iii) Comité sur le système financier mondial ou Committee on the Global Financial System – CGFS-** suit l'évolution des marchés financiers et en analyse les implications en termes de stabilité financière.

##### **Métiers de l'assurance :**

- (i) Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) ou International Association of Insurance Supervisors - IAIS** a publié des principes fondamentaux et mis au point une méthodologie d'évaluation en 2000, les accords « Solvency ».

Elle travaille avec des institutions multilatérales et autres à la mise en œuvre de ces principes, et elle a également engagé des exercices d'auto-évaluation.

- (ii) **Le Comité international des normes comptables (CINC) ou International Accounting Standards Board -IASB-** a publié une quarantaine de normes comptables internationales, tandis que la Fédération internationale des comptables en a publié une trentaine sur l'audit.

#### **Métiers de la finance de marché :**

**Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ou International Organization of Securities Commissions -IOSCO-** encourage la mise en œuvre des Objectifs et principes de la régulation financière par le biais d'enquêtes d'auto-évaluation, d'enquête générale sur le niveau global d'observation des principes et deux enquêtes détaillées pour les organismes de tutelle des valeurs mobilières et les émetteurs respectivement.

#### **Institutions internationales :**

- (i) **Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE).** L'OCDE mène depuis longtemps une action de normalisation dans beaucoup de domaines concernant la stabilité d'ensemble du secteur financier. En mai 1999, les ministres de l'OCDE ont adopté les *Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise*. Ces principes non contraignants visent à servir de point de référence dans le cadre des efforts déployés en vue d'évaluer et d'améliorer le cadre juridique, institutionnel et réglementaire et ils sont également un point de repère dans le cadre du processus PESF. Le *Code de la libération des mouvements de capitaux et de la libération des opérations invisibles courantes de l'OCDE* remontent à 1961, bien que des extensions et des renforcements aient été entrepris depuis. La méthode de mise en œuvre et d'évaluation repose sur un processus d'évaluation par les pairs en bonne et due forme.
- (ii) **Le Fonds Monétaire International** a élaboré, en consultation avec des administrations nationales et d'autres instances de normalisation, des normes en matière de diffusion de données, de transparence des politiques budgétaire, monétaire et financière et des lignes directrices relatives à la gestion de la dette publique.
- (iii) **La Banque Mondiale** a engagé des travaux relatifs à l'élaboration de lignes directrices sur les régimes d'insolvabilité, le gouvernement d'entreprise, la comptabilité et l'audit, en collaboration avec le Fonds Monétaire International et autres organisations compétentes.

#### **Le Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) ou *Financial Sector***

**Assessment Program ou FSAP** a été créé en 1999 et réformé depuis la crise financière de 2007. Il vise à « *procéder à une analyse complète et approfondie du secteur financier d'un pays. Les évaluations sont effectuées conjointement par la Banque mondiale et le FMI, dans les pays en développement et les pays émergents, et par le FMI seulement, dans les pays avancés. Elles comportent deux volets : une évaluation de la stabilité financière, dont le FMI se charge et, dans les pays en développement et émergents, une évaluation du développement financier, qui est du ressort de la Banque mondiale. À ce jour, plus des trois quarts des pays membres ont fait l'objet d'une évaluation.* » (FMI, 2011). Les États-Unis ont résisté pendant presque 10 ans à ce que leur système financier fasse l'objet d'une évaluation par le FMI dans le cadre du FSAP. En septembre 2010, le FMI a décidé que 25

pays ayant un secteur financier d'importance systémique seraient désormais soumis tous les 5 ans à une évaluation de la stabilité financière dans le cadre du FSAP. Le FSAP facultatif pour les autres pays a été maintenu.

#### **Forums internationaux :**

- (i) Le Forum conjoint regroupant des membres du CBCB, de l'OICV et de l'AICA** a publié des lignes directrices sur la surveillance des conglomérats financiers en février 1999 et s'est efforcé de comparer les principes fondamentaux dans les domaines de la banque, des valeurs mobilières et du contrôle de l'assurance afin de relever d'éventuelles incohérences et lacunes s'agissant de l'exhaustivité des normes applicables à la réglementation du secteur financier.
- (ii) Le Forum sur la Stabilité Financière** a constitué plusieurs groupes d'étude sur la mise en œuvre des normes, qui ont produits différents rapports et ont fait des propositions de nouvelles normes et/ou d'adaptation des normes existantes.

Source : OCDE (2004), BIS (2012), FMI (2015)

Les comités de Bâle sont les trois grands « normalisateurs techniques internationaux » qui élaborent des normes prudentielles qui servent de référence dans les pays dont les banques ont des activités à l'international y compris dans les pays qui ne sont pas membres des comités (CBCB, CSPR, CGFS). Ils ont été créés à la fin de l'année 1974 par le G10, mis en place au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et se doivent de rendre compte aux responsables de la supervision de ses États membres. Ils ne disposent d'aucune autorité supranationale et, pour être mises en œuvre, les normes qu'ils proposent doivent être intégrées dans les législations nationales (ou régionales dans le cas de l'Europe). Des trois comités de Bâle, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire est le plus connu. Il est à l'origine des accords de Bâle (Bâle I en 1988 sur le ratio minimal de fonds propres, Bâle II en 2004 puis Bâle III en 2013) et de l'élaboration de principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace. Les régulateurs nationaux du secteur de l'assurance se regroupent quant à eux au sein de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, créée en 1994 et hébergée par la BRI, qui élabore des principes fondamentaux et des accords dits « solvency ». L'organisation internationale des commissions de valeurs qui réunit les régulateurs des principales bourses dans le monde a pour mission principale la production de standards internationaux permettant de renforcer la transparence et l'efficacité des marchés des valeurs mobilières, de protéger les investisseurs et de faciliter la coopération entre les régulateurs nationaux afin de lutter contre la criminalité financière. Les normes et standards reconnus par le FMI et la Banque Mondiale recouvrent douze domaines mais le Programme d'évaluation du secteur financier, PESF ou FSAP, ne se réfère qu'à ceux rédigés par trois des six normalisateurs internationaux (le CBCS, l'OICV et l'IAIS)<sup>4</sup>. Le FMI et la Banque Mondiale ne sont

---

<sup>4</sup> Ces domaines sont regroupés en trois catégories : 1. Transparence des politiques dans ce domaine ; les normes ont été élaborées par le FMI : transparence des données, des finances publiques, des

donc eux-mêmes qu'à la marge producteurs de normes qui intéressent la régulation financière. En revanche, ils jouent un rôle croissant dans la vérification de la mise en œuvre des divers référentiels internationaux dans ce domaine. Ce rôle reste dans la plupart des cas soumis à la bonne volonté des États.

Alors que la libéralisation des mouvements de capitaux et la dérèglementation financière ont permis le décloisonnement entre les activités bancaires, de l'assurance et de marchés, les autorités de régulation des pays se regroupent d'abord dans des organismes spécialisés par métier (banque, assurance, marchés de titres) avant de se réunir au milieu des années 1990 dans un Forum conjoint regroupant les membres du CBCB, de l'OICV et de l'AICA pour s'assurer de la cohérence et de la suffisance des normes prudentielles applicables à l'ensemble du système financier.

## **2.2 ... qui coopèrent pour assurer la stabilité financière internationale**

Durant les trente dernières années, en réaction à des crises et turbulences financières et pour ne pas remettre en cause la « finance globalisée », les institutions monétaires et financières nationales se sont efforcées de développer la coopération dans le cadre de forums internationaux. Ces forums se sont donnés pour principale mission de faire émerger un ensemble de normes et de standards élaborés par consensus<sup>5</sup>.

Le Forum de Stabilité Financière a été créé en 1999 avec comme ambition de réunir dans une même enceinte les autorités de régulation et les décideurs des politiques macroéconomiques des pays du G-7. Il regroupe aujourd'hui sous le nom de CSF à la fois les ministères des Finances, les banques centrales, les régulateurs financiers des pays du G20, les organismes internationaux producteurs de normes et de référentiels et des organisations internationales. Il a pour membres soixante-dix institutions représentant vingt-quatre pays, six institutions financières régionales et internationales (Fonds Monétaire International, Banque Mondiale, OCDE, Banque des Règlements Internationaux, Banque Centrale européenne, Commission Européenne) et les « six normalisateurs techniques internationaux » (Comité de Bâle, Association internationale des contrôleurs d'assurance, Comité sur le système financier mondial, Comité des paiements et de règlement, Comité international de normalisation comptable, Organisation internationale des commissions de valeurs)<sup>6</sup>.

---

politiques monétaires et financières ; 2. Réglementation et contrôle du secteur financier : supervision bancaire, valeurs mobilières, assurances, systèmes de paiement, lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme ; 3. Intégrité du marché : gouvernance d'entreprise (référentiel issu de la Banque Mondiale), comptabilité, vérification (audit) des comptes, insolvabilité et droits des créanciers.

<sup>5</sup> Le terme anglais utilisé faisant référence à ce consensus est le « *soft law* ».

<sup>6</sup> Pour la France, le ministère de l'Économie et des Finances, la Banque de France et l'Autorité des marchés financiers (AMF) sont membres du CSF, et sont respectivement représentés à son assemblée plénière par le directeur général du Trésor, le Gouverneur de la Banque de France et le

Les missions allouées au FSF et son mode de fonctionnement avaient été définis lors de sa création mais dans la pratique, le FSF n'a pas su prévenir la crise financière de 2007 et a sous-estimé l'ampleur de cette crise qui a mis en exergue les difficultés de la discussion et de la coopération en temps de crise<sup>7</sup>. La crise de 2007 a eu pour conséquences la modification de la composition du FSF et le renforcement de ses capacités institutionnelles. En avril 2009, le FSF devient le Conseil de Stabilité Financière, CSF, (« Financial Stability Board » – FSB) et s'ouvre à l'ensemble des pays membres du G-20. Comme le FSF, le FSB ou CSF a pour mission principale la prévention des crises en s'assurant que les normes et les standards internationaux en matière de régulation financière sont appliqués et, en faisant évoluer ces normes et ces standards afin de garantir la stabilité financière internationale. Les Etats des pays du G-20 semblent donc persuadés qu'en donnant au CSF les moyens nécessaires à la réalisation de sa mission de prévention, l'éclatement d'une crise financière internationale devient improbable ! Mais en cas de crise, le CSF n'étant pas mandaté pour gérer une crise financière, l'architecture financière internationale ne risque-t-elle pas de s'écrouler si des Etats n'interviennent pas par le biais notamment d'institutions nationales et internationales ?

Depuis plusieurs dizaines d'années, les efforts des pouvoirs publics, des institutions financières internationales et des organismes de normalisation ont dans un premier temps portés sur l'élaboration et l'amélioration des normes en matière de régulation financière internationale puis ils se sont focalisés sur l'évaluation du respect des textes et les mesures à prendre pour en favoriser l'application. Mais plusieurs perturbations et crises financières sont venues rappeler aux pouvoirs publics, aux institutions financières internationales et aux organismes de normalisation que l'application de normes prudentielles ne suffit pas à elle seule à garantir la stabilité financière internationale. Si la voie normative pour la prévention des crises bénéficie d'un soutien quasi unanime, la question de savoir quel est le cadre adapté pour résoudre les crises financières internationales ne fait toujours pas l'objet d'un consensus international. Cette absence de consensus a fait que les conséquences sociales et économiques de la crise financière de 2007 ont été très graves. Lorsque la crise a éclaté, les pays des principales places financières ont pris chacun de leur côté des décisions sans se concerter alors que seules des initiatives et décisions collectives auraient très certainement rassuré les marchés et permis d'atténuer les effets dévastateurs de la crise.

---

Président de l'AMF. [http://www.tresor.economie.gouv.fr/4049\\_Composition-et-mission-du-Conseil-de-stabilite-financiere-CSF](http://www.tresor.economie.gouv.fr/4049_Composition-et-mission-du-Conseil-de-stabilite-financiere-CSF).

<sup>7</sup> « Rassemblant les autorités monétaires et financières, les superviseurs et les régulateurs des grandes places financières, ainsi que diverses institutions ou organisations internationales, le Forum représente une instance de coopération et de discussion unique, qui a pour mission d'apprécier les facteurs conjoncturels et structurels de vulnérabilité et les dynamiques du système financier mondial, en vue d'identifier et de coordonner les actions à entreprendre pour répondre aux enjeux majeurs » et, « le Forum vise à coordonner les efforts de ses différents membres afin de promouvoir la stabilité financière internationale, d'améliorer le fonctionnement des marchés et de réduire les risques systémiques » (Banque de France, 2006).



### **3. Depuis la crise financière de 2007, les stratégies de l'Etat en matière de finance « globalisée » n'ont pas véritablement changé**

Face à la crise financière et économique, l'Etat a créé de nouveaux outils d'intervention ou a utilisé des mesures qui avant la crise avaient un caractère exceptionnel afin de remédier aux conséquences économiques et sociales de la crise sans pour autant remettre en cause la finance « globalisée ».

En France, l'Etat a créé la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF) chargée de lever des fonds sur les marchés via l'émission d'obligations garanties par l'Etat dans le cadre du plan de soutien aux banques. Grâce au produit des émissions obligataires et sur la base de conventions établies entre l'Etat et les banques, l'Etat prêtait aux banques à un prix qui rémunérait la garantie apportée par l'Etat. La SFEF a été « mis en sommeil » en 2010. L'Etat français a également créé une Société de Prise de Participation de l'Etat (SPPE) qu'il détient à 100% et utilise pour préserver la stabilité financière et soutenir le financement de l'économie en souscrivant à des titres émis par les banques et qui constituent des fonds propres réglementaires. La SPPE lève des financements sur les marchés en bénéficiant de la garantie inconditionnelle et à la première demande de l'Etat. Ces fonds permettent une augmentation des fonds propres des banques afin qu'elles augmentent leur offre de crédit tout en maintenant leur solvabilité. Pour faire face à la crise et relancer l'économie, l'Etat français a privilégié le recours au mécanisme de garantie de l'Etat et, a mobilisé les institutions financières notamment la Caisse des Dépôts et Consignation pour soutenir l'investissement et le financement des entreprises et collectivités territoriales (Bance, Bauby et Rey, chapitre 7).

Au niveau européen, un mécanisme temporaire de gestion des crises autour d'un Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), de la coopération avec le FMI et du Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF) est créé en mai 2010. Le FESF et le MESF sont des fonds qui peuvent emprunter sur les marchés pour réaliser leur mission de préservation de la stabilité financière en Europe en apportant un soutien financier aux Etats de la zone euro en difficulté économique. Le FESF et le MESF étaient des instruments instaurés dans l'urgence mais qui n'ont aucune légitimité juridique, ils ont donc été fusionnés et consacrés sur forme de traité pour donner naissance en septembre 2012 au Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui reprend leurs missions. Ces deux entités existent donc toujours mais sont désormais réunies en une seule et même entité juridique et renforcées par le fonctionnement du MES. Ce MES dispose de trois principaux outils : il accorde des prêts à un Etat en difficulté à des taux d'intérêts plus faibles que sur le marché ; il achète des obligations des Etats membres bénéficiaires (sur les marchés primaire et secondaire) ; il fournit des prêts pour assurer la recapitalisation des banques.

Pour bénéficier de ce mécanisme, un Etat membre de la zone euro doit avoir ratifié le traité instaurant le mécanisme, ainsi que l'inscription du MES dans le traité sur le

fonctionnement de l'UE, il doit également avoir souscrit au « Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance » (ou « Pacte budgétaire européen ») et avoir mis en place la règle d'équilibre budgétaire qu'il implique. De plus, le MES subordonne son aide à une stricte conditionnalité qui peut prendre la forme d'un programme d'ajustement macroéconomique défini au cas par cas. Cela signifie donc que l'Etat emprunteur doit appliquer des réformes prédéfinies par la Troïka (Commission Européenne-BCE-FMI)<sup>8</sup>, réformes qui constituent une perte de souveraineté nationale et qui peuvent s'avérer contreproductives comme dans le cas de la Grèce dont la situation économique s'est aggravée depuis 2010, date du début de l'aide financière du MES et des réformes qui lui ont été imposées.

Au niveau international, le FMI et la Banque Mondiale vont être chargés de l'évaluation des systèmes financiers de leurs Etats membres sans pour autant disposer d'un réel pouvoir normatif en matière de régulation financière internationale.

Après les crises financières de 1994-1995 (crise du Mexique) puis de 1997 (crise d'Asie du Sud Est) et 1998 (crise de Russie), des économistes partisans de l'instauration de restriction aux mouvements de capitaux à court terme ont proposé la mise en place d'une taxe « Tobin » qui limiterait la spéculation sur les marchés financiers et conférerait plus d'indépendance à la politique monétaire en permettant une segmentation des opérations financières. Il s'agissait de mettre en place un prélèvement de l'ordre de 0,1% sur les transactions en devises de montants importants qui permettrait aux Etats d'augmenter leurs recettes fiscales et d'utiliser ces ressources supplémentaires pour accroître leurs aides publiques au développement. Les partisans de la taxe « Tobin » ne sont pas parvenus à convaincre les Etats du bien-fondé de cette taxe, ces derniers ont dans leur grande majorité estimé qu'une telle taxe présentait plus d'inconvénients que d'avantages. Avec la sortie de la crise et le retour de la croissance à partir de 2003 dans la plupart des pays, l'idée d'une taxation financière est oubliée avant de resurgir en 2011.

On ne parle plus de la taxe « Tobin » mais de la Taxe sur les Transactions Financières (TTF) qui devrait entrer en vigueur au plus tard en 2017 dans onze pays

---

<sup>8</sup> Le traité sur le MES prévoit une coopération avec le FMI. Ce dernier peut participer financièrement aux plans d'aide octroyés. Le FMI est sollicité au sein de la Troïka pour évaluer la situation financière de l'Etat demandeur et veiller au respect de la conditionnalité dont est assortie la facilité d'assistance financière. Lorsque le MES reçoit une demande d'assistance d'un de ses membres, c'est la Commission européenne, en liaison avec la BCE, qui évalue la soutenabilité de l'endettement public et les besoins de financement de l'Etat concerné, ainsi que le danger pour la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble ou de ses Etats membres. Le conseil des gouverneurs prend, à l'unanimité, la décision de principe d'octroyer ou non une aide financière à l'Etat. S'il adopte une telle décision, la Commission européenne (avec la BCE et, lorsque cela est possible, le FMI) négocie avec l'Etat concerné la conditionnalité dont est assortie cette assistance financière. Le Conseil des gouverneurs adopte ensuite à l'unanimité le montant et le type d'assistance, ainsi que les conditions.

de la zone euro<sup>9</sup>. La France a instauré une TTF en mars 2012 qui s'applique depuis août 2012 aux échanges d'actions des entreprises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros et dont le siège social est en France (la taxe est de 0,2%) et à certaines opérations qui favorisent la spéculation (la taxe est de 0,01% pour les CDS sur Etat et les annulations d'ordre sur les opérations à « haute fréquence »,)<sup>10</sup>. En 2014, la TTF n'a rapporté que 771 millions d'euros à l'Etat français alors que le volume total de transactions sur les actions françaises se situait entre 1 500 et 2 700 milliards d'euros. Entre 75 % et 85 % des transactions sur actions ont donc été exemptés de la TTF<sup>11</sup>. L'Etat français a instauré une TTF et participe à sa mise en place au niveau européen mais il montre une certaine réticence à l'idée d'un élargissement de la TTF qui pourrait selon ses dires réduire l'attractivité de la place financière parisienne. La TTF française génère peu de recettes fiscales car elle ne concerne pas les opérations sur produits dérivés dont les volumes atteignent des niveaux colossaux et qui sont sources de forte instabilité financière lorsqu'elles ne sont pas réalisées dans des optiques de couvertures des risques<sup>12</sup>. Ces recettes fiscales seraient pourtant opportunes. Elles compenseraient en partie l'augmentation des dépenses réalisées par les Etats pour soutenir l'investissement des entreprises qui depuis la crise rencontrent des difficultés pour financer leurs investissements auprès des secteurs bancaire et financier moins enclin à la prise de risque.

Les Etats disposent de différents instruments de dette ou de participation en capital qui reviennent à consommer des ressources publiques pour activer des ressources privées existantes mais découragées par des niveaux de risques trop élevés. Du

---

<sup>9</sup> France, Autriche, Allemagne, Italie, Espagne, Belgique, Portugal, Grèce, Slovaquie, Estonie et Slovénie. Elle ne s'appliquera très probablement pas au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et aux pays asiatiques qui ont des places financières internationales. En septembre 2011, la Commission Européenne présente un premier projet de taxe sur les transactions financières mais comme aucun accord à l'unanimité au sein du Conseil de l'UE n'est trouvé, le Parlement Européen et le Conseil de l'UE donnent leur accord pour établir une coopération renforcée parmi onze Etats membres. En mai 2014, la Commission Européenne prend position pour une taxe d'un montant de 0,1% sur les actions et de 0,01% sur les produits dérivés qui s'appliquera sur toutes les transactions financières dès lors qu'au moins une des parties est domiciliée dans l'un des onze pays participant.

<sup>10</sup> L'article 5 de la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012 instaure une taxe sur les transactions financières qui comporte trois parties : (i) une taxe sur les acquisitions de titres de capital ou titres assimilés prévue par les dispositions de l'article 235 ter ZD du code général des impôts (CGI) (titre 1, BOI-TCA-FIN-10) ; (ii) une taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence prévue par les dispositions de l'article 235 ter ZD bis du CGI (titre 2, BOI-TCA-FIN-20) ; (iii) une taxe sur les acquisitions de contrats d'échange sur défaut d'un Etat prévue par les dispositions de l'article 235 ter ZD ter du CGI (titre 3, BOI-TCA-FIN-30).

<sup>11</sup> Article de Gunther Capelle-Blancard dans le Monde du 12 octobre 2015.

<sup>12</sup> Une TTF qui porterait sur les profits réalisés sur les opérations sur produits dérivés à caractère spéculatif rapporterait plusieurs milliards de recettes aux Etats.

côté des financements par la dette, l'octroi de garanties adossées au bilan des États, les avances remboursables et les prêts participatifs sont trois instruments qui mobilisent les budgets des États. La Banque Européenne d'Investissement qui a pour principale mission d'emprunter sur les marchés financiers pour financer des projets au sein de l'Union Européenne en vue notamment de réduire les écarts de développement économique et social entre les pays membres et le réseau des banques nationales ou publiques d'investissement constitue le vecteur des financements par la dette publique.

Les banques publiques d'investissement constituent un outil puissant de financement de l'investissement au niveau des États membres comme à l'échelon européen la BEI. Mais comme seulement quatre grands États de la zone euro disposent d'une telle institution (KfW en Allemagne, CDC/BPI en France, CDP en Italie, ICO en Espagne), les questions de l'élargissement de l'activité de la BEI et de la mise en place d'un système européen de banques d'investissement sont posées. Du côté des financements sous forme de prises de participation, le Fonds Européen d'Investissement (FEI) créé en 1994 est l'outil le plus abouti pour les PME et les projets innovants et risqués. Il propose du capital-risque et des micro-financements destinés aux PME, en particulier aux entreprises nouvelles et innovantes ; des garanties permettant aux banques de couvrir leurs prêts aux PME ; une aide aux pays de l'UE et aux pays en voie d'adhésion afin qu'ils développent leur marché du capital-risque.

Bien que son rôle se soit profondément modifié au cours des trente dernières années, l'État français reste un acteur primordial dans l'organisation du financement de l'économie. En mettant au cœur de ses priorités la libéralisation des mouvements de capitaux, la dérèglementation financière et la modernisation des marchés financiers, il a impulsé une profonde mutation financière pensant que le nouvel environnement financier qui allait émerger serait porteur de développement économique. Pour accompagner cette mutation financière, l'État a mis en place de nouvelles instances nationales de contrôle, a confié à des institutions financières indépendantes des missions de régulation du système financier. Cette mutation financière se faisant au niveau national et international, les organisations et institutions nationales des pays se sont réunis au sein d'organismes normatifs internationaux et d'institutions internationales pour coopérer à l'élaboration de règles en matière de régulation internationale qui garantiraient la stabilité financière internationale. Mais ces règles se sont avérées inefficaces, turbulences et crises financières se sont succédées contraignant l'État français à augmenter sa dette pour soutenir le développement économique.

Depuis la crise, l'État français redevient stratège en prenant des mesures provisoires de « sauvetage » des banques, de soutien à l'investissement et en mandatant les institutions financières nationales de missions qui permettraient un nouvel environnement financier favorable au développement économique de la France.

L'Etat français est confronté à une difficulté de taille : comment créer un nouvel environnement financier dans un contexte de finance « globalisée » dominé par la pensée néolibérale. Il doit convaincre ses homologues européens mais aussi américains et des principaux pays émergents qui ont des places financières internationales de la nécessité d'un nouvel engagement de l'Etat qui reposerait principalement sur l'existence d'une banque publique ou institution financière publique qui serait un outil puissant de financement de l'économie. Banque ou institution publique qui ne ferait pas de concurrence déloyale aux acteurs privés du système financier mais qui viendrait en appui et en complément dans la prise de risque de long terme. Trois grandes propositions permettant l'émergence d'un nouvel environnement financier stable et propice au développement économique durable peuvent être avancées :

- (i) Proposer des restrictions à la liberté des mouvements internationaux des capitaux n'est pas aujourd'hui envisageable dans un monde dominé par la pensée néolibérale et ce malgré que la crise actuelle soit la meilleure preuve des limites du tout « libéral ». Par contre, permettre aux Etats de rétablir des restrictions temporaires et de revenir sur la liberté des mouvements de capitaux doit être envisagé. Les instruments juridiques que sont les Codes de la libéralisation des mouvements de capitaux de l'OCDE devraient permettre aux pays membres de réinstaurer des restrictions aux flux d'investissement de portefeuilles lorsqu'ils considèrent que les opérations sur les marchés présentent un risque élevé d'instabilité voir de crise. Instaurer une taxe sur les transactions financières dans les pays où siègent les banques systémiques, taxe applicable sur les opérations financières sur produits dérivés réalisées dans un but spéculatif. Cette taxe ne porterait pas sur les opérations de couverture qui incitent la prise de risque et favorise ainsi le financement de l'investissement. Elle s'appliquerait aux opérations spéculatives qui n'ont pas de justification économique mais une justification purement financière qui est celle d'espérer réaliser un gain. Cette taxe serait ainsi une source de recettes fiscales pour les Etats qui leur serviraient, d'une part, à couvrir une partie des dépenses liées au contrôle et à la régulation des systèmes financiers et, d'autre part, à soutenir financièrement leurs banques « too big to fall » lorsque celles-ci seraient en risque de défaillance en raison d'un choc financier externe qu'elles n'auraient pas elles-mêmes provoqué par leurs activités.
- (ii) Revoir la réglementation financière internationale en mettant au cœur de l'architecture financière internationale le FMI, la Banque Mondiale et la BRI, des institutions qui participeraient à l'élaboration et à l'amélioration des normes prudentielles en collaboration avec des organismes techniques qui ne seraient plus compartimentés par métiers (banque-assurance-marchés). Le FSAP du FMI et de la Banque Mondiale ne devrait plus être facultatif, l'évaluation du secteur financier doit concerner tous les pays membres et être réalisée avec une fréquence plus courte que cinq ans. Ce programme doit

s'élargir pour mieux comprendre et mesurer les interconnexions entre les secteurs financiers des pays afin de pouvoir anticiper les crises. En cas de défaillance d'une banque, d'un assureur, « too big to fall » qui mettrait à mal la finance « globalisée », le FMI et la Banque Mondiale participeraient aux côtés de l'Etat du pays de l'établissement au « sauvetage » financier de celui-ci sans qu'il y ait transfert de souveraineté ni de mesures d'austérité exigées en échange.

- (iii) Développer le secteur financier public avec une banque publique ou institution financière public qui aurait pour principale mission le financement des investissements à long terme des PME et des entreprises innovantes dans les secteurs d'activité que l'Etat aura ciblé comme stratégiques pour le développement du pays. Au niveau européen, inciter les Etats qui n'ont pas de banque publique à les créer et construire un système européen de banques publiques au centre duquel se trouverait la BEI.

## Références bibliographiques

Commissariat général à la stratégie et à la prospective (France stratégie), 2014, Rapport *Quelle France dans dix ans. Les chantiers de la décennie*, sous la direction de Pisani-Ferry J.

Commissariat général du Plan, 2004, Rapport *Regards prospectifs sur l'Etat stratège*, sous la direction de Etchegoyen A.

Committee on Payment and Settlement Systems, 2001, *Recommendations for securities settlement systems*, novembre, BIS

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2012, *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, septembre, BIS

Dell F., Lorach N., 2014, Les leviers d'une stratégie européenne de d'investissement, France Stratégie, La note d'analyse n°17

Destais C., 2011, Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier, *Banque & Stratégie*, n°295

FMI, 2015, *Global Financial Stability Report*

OCDE, 2004, *Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux. Quarante années d'expérience*

OCDE, 2013, *Code de la libération des mouvements de capitaux*

Rey N., 1997, *L'intégration financière internationale en perspective. La période contemporaine (1980-1993) comparée à la période de l'étalon or*, thèse pour le doctorat nouveau régime, décembre, Université de Paris 13

Rey N., 2015, « Le système financier français face à ses missions d'intérêt général : le choix d'une internalisation par les établissements privés », dans Bance P. (dir.), 2015, *L'internalisation des missions d'intérêt général par les organisations publiques, réalités d'aujourd'hui et perspectives*, PURH