

**Saison**  
**2015-2016**

**Association culturelle reconnue  
d'utilité publique**



**Les Soirées-Débats du GREP Comminges**  
**Antenne du GREP Midi-Pyrénées**

# **Un an après l'arrivée de Syriza, où va la crise financière en Grèce, en Europe et dans le Monde**

**par François MORIN**

Économiste, professeur émérite à l'Université de Toulouse 1,  
ancien membre du Conseil Général de la Banque de France  
et du Conseil d'Analyse Economique

**conférence-débat tenue**  
**à Saint-Gaudens 13 février 2016**



**GREP-Comminges**  
**GREP Midi-Pyrénées**  
5 rue des Gestes, BP119, 31013 Toulouse cedex 6  
Tél : 05 61 13 60 61  
Site : [www.grep-mp.fr](http://www.grep-mp.fr)



# *Un an après l'arrivée de Syriza, où va la crise financière en Grèce, en Europe et dans le Monde*

**par François MORIN**

Économiste, professeur émérite à l'Université de Toulouse 1,  
ancien membre du Conseil Général de la Banque de France  
et du Conseil d'Analyse Economique

C'est avec plaisir que je me retrouve devant vous en Comminges pour la troisième fois<sup>1</sup>.

En introduction, voici quelques considérations sur la situation actuelle pour resituer le contexte dans lequel mon propos va être tenu ce soir. D'abord, depuis une vingtaine d'années, nous avons changé de planète, nous avons maintenant une planète économique où les conflits géopolitiques se généralisent, avec une montée des replis identitaires qui, sur le plan politique, sont parfaitement visibles et ne sont plus marginaux : quand on essaye d'imaginer les conséquences d'un nouveau cataclysme financier, il faut envisager ce qui risque de se passer sur le plan politique à cause de cet aspect économique des choses. Je n'insiste pas sur les enjeux environnementaux et énergétiques, on sait qu'ils sont au cœur de toute une série de débats et de pratiques.

Or la crise économique est toujours là, sous différents aspects, et on souligne de plus en plus le caractère inégalitaire de cette croissance économique qui est très faible, mais dont certains profitent largement par rapport à d'autres.

On a aussi, comme on l'entend de plus en plus dans les médias, un problème avec la Chine dont la croissance se ralentit fortement, elle se divise par deux ou trois. On a souvent dit que la reprise économique américaine était lancée, mais en réalité, on sait que, depuis quelques semaines, elle piétine, et certains parlent même d'une récession. La baisse des prix du pétrole, tout le monde dit que c'est formidable, mais on s'aperçoit qu'elle est plus ravageuse que profitable,

---

<sup>1</sup> 10 novembre 2007 : «*Crise dans les institutions financières*». 3 octobre 2009 : «*La crise, et comment en sortir?*» A retrouver dans les *Parcours* correspondants.

simplement parce que des pays subissent de plein fouet cette crise et que ça a des conséquences en terme de croissance économique mondiale, comme le FMI vient de le rappeler.

Et il y a des banques qui se trouvent en première ligne avec cette amorce de krak financier dont on parle depuis quelques jours, notamment en Italie où une grosse banque pourrait faire défaut. Les banques centrales réagissent comme elles peuvent en injectant des liquidités énormes sur les marchés financiers, mais malheureusement, ça ne va que faiblement au crédit, et cela provoque toute une série de problèmes sur les marchés d'obligations qui expliquent que les taux d'intérêt sont très bas. Parce que, quand on achète beaucoup d'obligations, comme c'est le cas pour la BCE, les taux d'intérêt baissent. Mais en même temps une énorme bulle se crée, extrêmement dangereuse : les marchés actions sont en baisse (même si on a une montée du cours des actions depuis quelques jours), et la bulle commence à éclater. Ça s'effondre sérieusement puisque, depuis le 1<sup>er</sup> janvier, sur les différents marchés financiers, la baisse moyenne est de 25%, et il y a une accélération de cette baisse. La Grèce est toujours dans la tourmente.

La question que tout le monde se pose, c'est : va-t-on vers un nouveau cataclysme financier ? Dans « *La grande saignée* » que j'ai écrit il y a un an et demi environ, il en est question. Ce qui est dangereux aujourd'hui, c'est ce qui se passe sur le marché des actions, et surtout ce qui risque de se passer sur le marché obligataire, c'est-à-dire le marché des dettes publiques. Si ce marché entre en crise, nous allons vers un cataclysme financier qui risque d'être plus important que celui qu'on a connu en 2007/2008. Or, si on a l'amorce d'une crise financière avec les actions, il y a aussi des frémissements sur le marché obligataire, notamment au Portugal en ce moment, mais aussi en Italie, où les taux d'intérêt remontent un peu, ce qui peut devenir catastrophique, (mais on n'est pas encore dans le cataclysme).

Alors, la thèse que je vais exposer ce soir, c'est qu'au cœur de ces marchés financiers, il y a des acteurs qui impriment davantage leur marque, et qui sont au centre des instabilités monétaires actuelles : ce sont les plus grandes banques internationales, celles qu'on appelle les « banques systémiques ». C'est de ces banques que je vais parler, de leur action, notamment de ce qu'elles ont fait en Grèce, parce qu'on ignore trop souvent que ces banques ont joué un rôle considérable dans la crise grecque actuelle. Ces grandes banques forment un oligopole à l'échelle mondiale. Oligopole, cela veut dire qu'il y a un petit nombre d'acteurs, 28, (à comparer aux 40.000 banques qui existent dans le monde), qui dominent les marchés monétaires et financiers. Elles ont une taille démesurée, sont interconnectées et sont au cœur de l'instabilité financière et monétaire, et c'est par elles que risque d'arriver une nouvelle crise. Dans une première partie, je vais regarder cet oligopole de plus près, dans une seconde partie, je parlerai de la crise grecque, son origine, et la façon dont ça pèse

aujourd'hui dans la résolution de cette situation qui est symptomatique des grandes contradictions qui traversent le monde financier aujourd'hui. Et je terminerai en envisageant l'avenir d'une façon un peu plus positive, en évoquant ce qu'il faudrait faire pour redresser la situation.

### **Au cœur de la crise actuelle, l'oligopole bancaire international**

Entrons dans ce monde qu'on connaît mal : on sait qu'il y a des grandes banques, que «la finance est notre ennemi invisible»... Je vais essayer de mettre un peu de visibilité. On sait que des grandes banques ont été à l'origine de la dernière crise financière, tout le monde a encore en tête le nom de la banque Lehman Brothers dont la chute a été un moment très important dans le déroulement de cette crise, et ce qui nous menace, c'est un nouveau phénomène analogue.

### **L'origine de l'oligopole bancaire**

Une banque est dite systémique quand sa taille est tellement importante que son défaut entraîne une crise mondiale. Ces banques systémiques sont apparues en 1995, au moment où les marchés monétaires et financiers sont devenus globaux à l'échelle mondiale. Et 1995, c'est la date où les capitaux sont autorisés à se déplacer d'un point de la planète à l'autre, c'est la 3<sup>ème</sup> libéralisation financière, après la libéralisation du marché des changes et celle des taux d'intérêt, c'est à dire les marchés obligataires, dans les années 1970. Les taux d'intérêt se forment sur les marchés d'obligations secondaires, qui sont marchés d'occasion de ces titres. Ces marchés alimentent les États ou les entreprises lorsque ils ont besoin de capitaux : les États, comme les entreprises, émettent des titres financiers pour récupérer des ressources financières, c'est ce qu'on appelle les marchés obligataires primaires. Mais, comme pour le marché actions, il y a un «marché de l'occasion», et sur ce marché, il y a une offre et une demande de ces titres et les taux d'intérêt s'établissent à ce moment-là.

L'État français, l'année dernière, a emprunté 200 milliards d'euros sur le marché obligataire mondial, (heureusement à un taux très bas, environ 1%). Les taux étaient très bas car la BCE achetait beaucoup d'obligations, ce qui fait monter les cours, et quand les cours d'occasion montent, les taux d'intérêt baissent (suivant un mécanisme que je pourrai vous expliquer si vous me le demandez, mais c'est un peu technique). Donc les taux d'intérêt sont très bas parce que les banques centrales sont intervenues sur les marchés secondaires, mais si ces taux remontent, ça va étrangler les États, et en même temps, tous ceux qui détiennent des obligations vont voir leur valeur diminuer, et c'est par là qu'il peut y avoir un krach financier. C'est ce qui se passe aujourd'hui au Portugal où depuis hier ou avant-hier, les taux d'intérêt remontent légèrement.

Après la fin du processus de libéralisation, les grandes banques ont dû adapter leur taille à ces nouveaux marchés globaux. Et c'est pour ça qu'il y a eu des fusions énormes, des restructurations de banques susceptibles désormais d'intervenir sur l'ensemble des marchés, dont les marchés des produits dérivés dont je vais vous parler.

Voyons quelles sont ces banques systémiques : 29 banques ont été déclarées systémiques après la crise, et le G20 de Cannes, en novembre 2011, a publié la liste de ces banques. En 2012, la banque Dexia, (celle qui a fait des prêts aux collectivités locales) est en banqueroute, (ce qui coûte très cher aux États français et belges, plusieurs milliards d'euros), et il ne reste donc que 28 banques systémiques : huit banques américaines, une banque chinoise, (et c'est là qu'on s'aperçoit que la Chine est un nain sur le plan bancaire), trois banques japonaises, et tout le reste sont des banques européennes : quatre banques françaises quatre banques britanniques, une seule banque en Allemagne, (mais très grosse, la Deutsche Bank qui a perdu 40% de sa valeur depuis quinze jours sur le marché actions, très mauvais signal. Si elle fait faillite, c'est la planète financière entière qui explose)

## La composition de l'oligopole bancaire

### Les 29 banques « systémiques » selon le G20 de Cannes (novembre 2011)

- Bank of America
- Bank of China
- Bank of New York Mellon
- **Banque Populaire CdE**
- Barclays
- **BNP Paribas**
- Citigroup
- Commerzbank
- Credit Suisse
- Deutsche Bank
- **Dexia**
- Goldman Sachs
- **Crédit Agricole**
- HSBC
- ING Bank
- JP Morgan Chase
- Lloyds Banking Group
- Mitsubishi UFJ FG
- Mizuho FG
- Morgan Stanley
- Nordea
- Royal Bank of Scotland
- Santander
- **Société Générale**
- State Street
- Sumitomo Mitsui FG
- UBS
- Unicredit Group
- Wells Fargo

<b>Banques systémiques et Etats</b>		
<b>Le rapport des forces</b>		
(les données sont en milliards de dollars)		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Total de l'endettement public mondial</b>	46 197	48 957
<b>Total de bilan des banques systémiques</b>	46 115	52 417

Sources : rapports d'activité des banques et tableau 1  
 Site internet de "The economist": The global debt clock,  
[http://www.economist.com/content/global\\_debt\\_clock](http://www.economist.com/content/global_debt_clock)

Pour apprécier la taille de ces banques, quelques chiffres : la dette publique mondiale (la dette qui est un stock, alors que le déficit est un flux annuel : chaque année le déficit s'ajoute à la dette) atteint presque 49.000 milliards de dollars en 2012, et pour ces grandes banques, le total du bilan des 28 grandes banques systémiques est du même ordre de grandeur (environ 52.000 milliards de dollars en 2012). Les pays européens, le Japon, les États-Unis la Grande Bretagne sont lourdement endettés et le total du bilan des 28 banques systémiques est équivalent à la dette publique mondiale. Un total de bilan de banque, c'est la capacité qu'a une banque à mobiliser des ressources pour les affecter à un usage déterminé : c'est un indicateur classique de la puissance d'une banque. Donc, faiblesse des États et force des banques.

Sans oublier le « hors-bilan » des banques, dans lequel il y a des chiffres beaucoup plus importants. Depuis la triple libéralisation, les banques fabriquent en quantité des produits dérivés, des produits d'assurance, parce que là où il y a une offre, une demande, un prix d'équilibre, on peut penser que les marchés financiers régulent correctement les titres financiers, mais en réalité, ces marchés, (on l'entend tous les jours, le CAC 40, les actions, mais aussi le cours du Dollar par rapport à l'Euro) varient en permanence, cela varie même à la milliseconde à l'échelle de la planète. C'est très bien pour ceux qui veulent spéculer à la hausse ou à la baisse, il y a une volatilité bienvenue pour les spéculateurs. Mais pas pour les entreprises, pour l'économie réelle. Pour Airbus par exemple, (j'ai été membre du conseil d'administration d'Aérospatiale pendant cinq ans), le principal problème est qu'on ne connaît pas le taux de

change Euro/Dollar à cinq ans ou à trois ans ; or cette entreprise vend tous ses avions en dollars, mais ses coûts sont en euros. Donc, ses contrats sur deux ou trois ans sont fonction du marché des changes, et les profits qu'elle comptait faire peuvent se transformer en pertes, à cause, simplement, du marché des changes avec ses fluctuations souvent assez folles.

Alors, les banques ont imaginé la parade en proposant un produit financier qui permet de connaître à l'avance le taux de change : c'est une assurance couverture de risques. Il faut donc payer des cotisations. Ces produits financiers, qu'on appelle les produits dérivés, sont également cotés en bourse en fonction du risque de ce qu'on appelle le sous-jacent. Si ça bouge beaucoup et si on pense que ça va jouer dans le mauvais sens, il va falloir payer plus de cotisation. Alors, ce produit dérivé coté en bourse devient un outil de spéculation, et c'est ainsi que les plus grandes banques du monde ont créé cette industrie financière absolument extraordinaire de produits dérivés. Le tableau ci-dessous montre que les produits d'assurance représentent un total de 711 mille milliards de dollars, à comparer avec les 50 mille milliards de dollars du total de bilan de l'endettement public mondial. Si on regarde bien le tableau, on voit une coupure qui montre qu'il y a 14 banques, essentiellement, dans le monde qui fabriquent ces produits dérivés (sur les 40.000 existant).

<b>Les banques systémiques</b>	
<b>Leurs encours notionnels de produits dérivés</b>	
au 31/12/2012 (milliards de dollars)	
Deutsche Bank	73 411
JP Morgan Chase	69 500
BNP Paribas	63 773
Barclays PLC	63 245
Bank of America	61 900
Royal Bk of Scotland	60 736
Credit Suisse	54 398
Citigroup	54 100
Morgan Stanley	45 000
Goldman Sachs	44 400
UBS	40 931
HSBC	26 803
Société Générale	25 351
Crédit Agricole Group	22 050
Wells Fargo	3 600
Bk New York Mellon	1 200
State Street	900
<b>Total</b>	<b>711 298</b>

Sources : états financiers des banques  
et OCC (Office of the Comptroller of the Currency)

Toutes les crises financières qui ont eu lieu depuis 20 ans, (au Mexique, dans les pays asiatiques, la crise internet, et surtout la dernière crise...) ont été provoquées par ces produits dérivés. Ces produits « hors-bilan » représentent



des sommes vertigineuses : 10 fois le PIB mondial, soit 10 fois ce qui est produit à l'échelle mondiale en terme de biens et de services.

Le marché des devises représente 6.000 milliards de dollars de transactions par jour. Or, 15 % de cette somme passe par la Deutsche Bank. Les 10 plus grosses banques détiennent 80% des transactions. On a là une structure d'oligopole du marché des changes ; très peu de banques dominant le marché à cause du volume des transactions qu'elles réalisent. Ces banques ont aussi une position dominante sur les marchés des taux d'intérêt.

En plus, elles s'entendent entre elles, bien que ce soit interdit par toutes les lois de la concurrence. Dans la liste ci-dessous de ces 10 banques, les 7 premières ont été prises en flagrant délit en 2012 et font l'objet de poursuites judiciaires. Ce sont des banques qui se sont entendues, «en bande organisée», pour manipuler les taux de change. Quand on peut manipuler 6.000 milliards par jour et qu'on occupe des positions dominantes, on peut faire des profits énormes.

La position dominante des banques systémiques sur le marché des changes (Parts de marché* : année 2013)	
Deutsche Bank	15,2%
Citigroup	14,9%
Barclays	10,2%
UBS	10,1%
<b>Soit, pour ces 4 banques, un total de</b>	<b>50,4%</b>
HSBC	} 30,0%
JP Morgan	
Royal Bank of Scotland	
Crédit Suisse	
Morgan Stanley	
Bank of America	
<b>Soit, pour ces 10 banques, un total de</b>	<b>80,4%</b>
* La part de marché représente le pourcentage des échanges réalisés par une banque sur ce marché. Le volume des échanges sur le marché des changes était, en septembre 2014, d'environ 5 980 milliards de dollars par jour et concernait 17 devises convertibles.	
Source : CLS Bank et les analyses de Greenwich Associates : <a href="https://www.greenwich.com">https://www.greenwich.com</a>	

Pour les taux d'intérêt, c'est encore pire, parce que c'est le coût de financement d'un investissement ou d'une dette qui est en cause. Si une entreprise veut obtenir un crédit pour investir, elle s'endette suivant un taux d'intérêt. Or, le taux d'intérêt est, d'un point de vue économique, environ huit fois plus important que le taux de change. Le tableau ci-dessous nomme les 18 banques qui sont consultées pour former les prix sur le marché qu'on appelle Libor, marché à court terme (trois à six mois).

## Les banques du Libor (18) impliquées par la plainte du FDIC

Bank of America	JP Morgan Chase
Bank of Tokyo-Mitsubishi	Lloyds Banking Group
Barclays Bank	Rabobank
BNP Paribas	Royal Bank of Canada
Citibank NA	Société Générale
Credit Agricole CIB	Sumitomo Mitsui
Credit Suisse	Norinchukin Bank
Deutsche Bank	Royal Bank of Scotland
HSBC	UBS AG

Et 14 de ces banques sont actuellement en train de payer des amendes auprès des autorités judiciaires américaines, britanniques, et désormais auprès de la commission européenne. On attend le montant de l'amende de la Deutsche Bank (plusieurs milliards d'euros ?) sur le marché des changes. Ces amendes représentent environ quelques centaines de millions par banque, quelquefois un peu plus, mais ça écorne assez peu leurs profits (plusieurs milliards de profit par an).

## L'action systémique à travers la fabrication de produits dérivés toxiques

CDO CDO square ABCP	}	À l'origine de la crise financière (titrisation de crédits <i>subprime</i> )
CDS	}	Épées de Damoclès qui ont plané sur la crise grecque et qui planent toujours sur les dettes souveraines européennes
Produits structurés	}	À l'origine de la crise de la dette des collectivités locales
ETF synthétiques	}	Nouvelle bulle en formation

Voici une liste de produits dérivés (produits financiers d'assurance). On y voit d'abord les CDO, produits financiers « titrisés » qui ont été directement à

l'origine de la précédente crise financière. Les CDS sont des produits très spéculatifs. C'est à cause d'eux, en partie, et des dangers qu'ils représentent que des mesures d'aide ont été prises en Grèce par la commission européenne, le FMI et la BCE pour éviter le Grexit. Les produits structurés qui ont coulé les collectivités locales en font partie (vous avez entendu dire que les collectivités locales avaient des problèmes de dette importants ; St Gaudens est concerné). En résumé, il y a 14 banques dans le monde qui fabriquent 99% de ces produits, et ces produits sont à l'origine de l'instabilité financière internationale : voilà la responsabilité de cet oligopole.

## **L'impasse grecque et les risques d'une nouvelle catastrophe financière**

Je vais maintenant revenir sur la situation en Grèce. C'est une impasse : on est dans une spirale très négative. J'essayerai de vous montrer que, si on essaye de synthétiser tous les problèmes de cette planète économique et financière, on s'aperçoit que la question monétaire est au centre du débat et que c'est par elle que l'on peut trouver une amorce de solution.

Pour la Grèce, il y a eu trois plans d'aide : Le premier a commencé en mai 2006, le deuxième en mars 2012, et nous sommes dans le troisième plan qui a commencé en juillet 2015, au moment où Syriza a fait voter les Grecs pour dire : on refuse ce plan... et pour l'accepter une semaine ensuite. A partir de ce moment-là, le plan d'aide a pu être débloqué !

### **Les partisans d'une sortie ordonnée (Grexit)**

Il y a, en Europe, des pays qui sont partisans du « Grexit », une sortie de la Grèce de la zone Euro. En Allemagne, (surtout son ministre de l'économie Schaüble, à l'opposé de la chancelière), une partie des gens sont favorables à ce que la Grèce sorte de la zone Euro, de même que plusieurs pays du nord dont la Finlande et les Pays-Bas. Leur position, depuis mai 2006, est assez logique, même si on peut être en désaccord : si la Grèce sort de la zone Euro, il va y avoir une dévaluation, la nouvelle monnaie, le drachme, va être dévalué fortement, peut être 50% par rapport à l'Euro, ce qui entraînera automatiquement un allègement de la dette grecque exprimée en drachmes. Donc les créanciers vont accuser le coup, mais ensuite la Grèce se débrouillera seule. Elle ne pourra plus faire jouer la solidarité européenne pour maintenir la crédibilité de la zone Euro. Elle pourra engager des dévaluations, des déficits, mais ce sera son problème. En mai 2010, Schaüble et d'autres ont encore défendu cette position

### **Les partisans du maintien dans la zone euro**

La France, les autres pays de la zone Euro, la BCE qui risquerait d'être ébranlée, la Commission européenne, et le FMI sont partisans du maintien de la Grèce dans la zone Euro, avec deux grands arguments :

**-argument politique** : la Grèce est le pays, historiquement promoteur de la démocratie, son éviction de la zone euro porterait un coup fatal à l'idée même d'une Europe politique

**-argument financier** : s'il y a Grexit, les marchés financiers vont se demander quel est le prochain pays qui sera touché. Quid du Portugal, de l'Irlande, et même de l'Italie, puis l'Espagne, puis la France... il peut y avoir un effet domino, un effet de contagion. C'est le discours qu'on a entendu, pas forcément relayé par la radio et la télévision, mais qui pèse lourd quant à la décision à prendre. La Grèce est très endettée certes (la dette grecque représente environ 200% de son PIB), mais les autres pays ne sont guère plus brillants, y compris la France, l'Italie, le Royaume Uni, les États Unis, et le Japon.

Ce qui est intéressant, c'est d'approfondir l'argument financier. Certains on dit : attention, si la Grèce fait défaut, on peut avoir une grande banque systémique qui fasse défaut, un nouveau Lehman Brothers, et donc une nouvelle catastrophe financière. En 2009, ce qui fait que la crise grecque commence, c'est la dégradation de la note sur les obligations publiques grecques par les agences de notation, suite à une information donnée par le gouvernement grec selon laquelle le déficit serait plus important que prévu. Alors les marchés financiers s'aperçoivent que les effets de la crise sont différents selon les Etats européens (avant, tous les pays européens payaient les mêmes taux d'intérêt sur les marchés financiers). En 2009, le gouvernement grec a menti, sa situation est beaucoup plus grave que prévu, et donc, les agences vont dégrader la note grecque par rapport aux autres pays. Les grandes banques se disent à ce moment là : si on dégrade la note sur la dette publique grecque, on risque de dégrader les notes des titres obligataires qu'elles détiennent : il faut bien voir que, quand on dégrade la note d'un pays, cela a des conséquences presque immédiates sur toute une série de titres de ce pays, qui représentent des prêts qui ont été faits aux entreprises de ce pays. Et donc, comme ce sont les banques qui portent ces titres, elles risquent de subir, directement ou indirectement, les effets de la baisse de la notation de la note grecque. En 2009, la Grèce était dans une situation à peu près équivalente aux autres pays européens du point de vue de la dette (dette/PIB=103%), c'est élevé, mais c'est le même taux que la Grande Bretagne, ou que l'Italie. Mais les banques systémiques françaises étaient engagées à hauteur de 75 milliards d'€ en Grèce, et les banques allemandes à hauteur de 45 milliards, et elles se disent : si la note grecque continue de baisser, demain ces créances ne vaudront plus rien, surtout si la Grèce doit faire faillite. Alors en février-mars 2010, soit 2 mois après la dégradation de la note grecque, Joseph Ackermann, le Président de la Deutsche Bank, parcourt les capitales européennes (notamment Berlin, Frankfort et Athènes) pour défendre un plan de sauvetage que les banques ont conçu elles-mêmes. Selon ce plan, l'aide qui doit être apportée à la Grèce doit servir en priorité à rembourser les banques. sur la Grèce. Quand le 10 mai 2010, **un plan de 110 milliards** de prêt est décidé par le

Conseil européen pour éviter la sortie de la Grèce de la Zone euro, les grandes banques peuvent respirer.

Le FMI et la Commission européenne apportent 110 milliards pour « aider la Grèce » mais en réalité pour racheter les créances du plan d'aide accordé à la Grèce. Ces créances vont se retrouver dans le fond européen de soutien (ça n'a pas été tout à fait suffisant puisqu'il a fallu, en mars 2012, compléter avec un plan supplémentaire de 100 milliards et se transformer en dette publique de l'État grec. Cet argent va servir, en réalité, aux Européens pour racheter les dettes des banques impliquées, y compris des banques britanniques, des Pays-Bas, quelques banques américaines... ce qui représente plus que les 210 milliards évoqués précédemment. Et à cause de ces deux plans d'aide, la dette publique grecque passe de 103 à 175%, et actuellement on est presque à 200% !

Aujourd'hui, on est dans le 3<sup>ème</sup> plan d'aide, de l'ordre de 85 milliards, mais là, il ne s'agit plus de racheter les créances, il s'agit de permettre à cette dette d'être remboursée (il y a toujours un marché d'occasion des titres), avec un Nième plan d'austérité, on est en train de discuter de la réforme des retraites souhaitée par la Commission européenne, et surtout le FMI,... pour éliminer autant que faire se peut les déficits publics.

En conclusion sur la crise grecque, je crois que les Européens ont fait le choix d'éviter tout Grexit, pour des raisons explicitées plus haut, dont l'effet domino qui risque d'entraîner d'autres pays, mais aussi à cause des fameux CDS (crédit default swap) ce produit d'assurance qui permet de s'assurer lorsqu'on détient des titres de dettes. Ils permettent en effet d'être remboursé de la valeur de ces titres si la faillite d'un émetteur de dette survient. Par exemple, si on achète des obligations italiennes, on prend une assurance en CDS sur la dette italienne au cas où l'Italie ferait défaut. Mais on peut également acheter ces CDS sans même détenir de la dette italienne, c'est ce qu'on appelle les CDS nus, parce qu'ils ne sont pas accompagnés de titres correspondants. Donc, il peut y avoir de la spéculation, en essayant de mettre le feu sur la dette italienne (il y a plusieurs façons de faire, et les spéculateurs savent très bien faire). Et s'il y a un Grexit, cela peut déchaîner les CDS sur d'autres dettes, portugaises, italiennes.... Et, comme il risque d'y avoir des effets domino et de contagion, cela fait monter le prix du risque, et donc le prix des CDS, et là, il y en a qui vont gagner beaucoup d'argent. C'est aussi pour cela que, pour l'instant, les Européens refusent le Grexit.

Et si on ne veut pas que les Grecs sortent de la zone Euro, les Européens sont condamnés à fournir toujours plus d'aide puisque les Grecs s'enfoncent de plus en plus. Et la dette publique augmentera, et il faudra toujours serrer la ceinture pour essayer de dégager des excédents budgétaires pour rembourser cette dette qui n'arrête pas d'augmenter... et donc, on a une paupérisation croissante comme on l'observe depuis 2010. On voit le cercle infernal dans lequel se

trouve la Grèce, et on observe une contradiction majeure du fonctionnement des marchés financiers, à la fois sur le plan politique et sur le plan financier.

Alors, comment tout cela peut-il se terminer ? On ne sait pas, peut-être un retour des colonels, ou au contraire, une révolution plus forte que celle de Syriza en décidant de sortir de la zone Euro. Ce sera de nouveau un moment très difficile à passer, car il y aura une dévaluation avec des conséquences économiques importantes pour la Grèce, mais aussi des conséquences importantes sur l'Europe... et même à la planète, probablement.

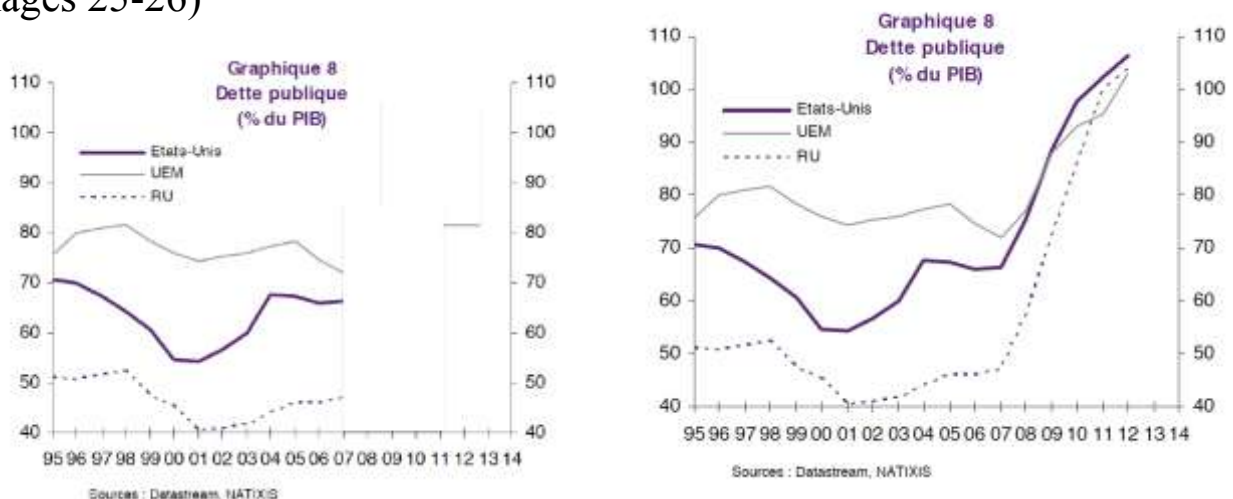
## La question monétaire et celle de la dette : enjeux centraux de la régulation

D'où viennent les surendettement, ces dettes publiques qui n'arrêtent pas d'augmenter ? Il y a deux versions :

-selon le discours officiel, cela fait 40 ans que l'on gère n'importe comment nos dettes publiques et il faut bien payer aujourd'hui

-selon moi, cette dette qui est en croissance dans tous les pays du monde est très directement liée à la crise financière de 2007/2008 : il y a eu un choc, et, d'un seul coup, les dettes se sont envolées. Et les graphiques ci-dessous montrent que le rapport dette publique sur PIB dans les trois grandes zone économiques du monde, Etats-Unis, zone Euro, et Grande Bretagne, avant 2007, variait entre 50 et 80% environ. Je rappelle que le traité de Maëstricht précise (1<sup>er</sup> critère) que le rapport déficit/PIB doit rester inférieur à 3% et, (2<sup>ème</sup> critère) que le rapport dette/PIB ne doit pas dépasser 60% : on voit qu'en Europe on était un peu au dessus, entre 70 et 80, ce qui n'était pas dramatique. Mais après 2007 et la crise, ces ratios se sont envolés ! On ne peut donc pas dire : on s'est endetté depuis 40 ans (discours officiel de droite et de gauche). Quand on regarde ça on se dit qu'il s'est passé quelque chose, il faut vraiment combattre les causes de la crise financière.

(images 25-26)



A partir de cette analyse, la façon de résoudre le problème est très différente de celle qui consiste à dire : «on va se serrer la ceinture parce qu'il y a eu une gabegie financière depuis 30 ou 40 ans». Il faut s'attaquer aux causes du dysfonctionnement (et à l'oligopole bancaire, probablement) :

-la recapitalisation des grandes banques systémiques. Depuis 2007, la dette publique dans les grands pays développés a augmenté fortement à cause de la recapitalisation des grandes banques systémiques, en Grande Bretagne, aux Etats-Unis, en France un peu moins, en Italie... En Europe, les États ont apporté 5.000 milliards. Il a aussi fallu soutenir l'activité économique : Sarkozy a fait 700 milliards de dettes pour soutenir l'activité économique et Hollande est en train de faire le même score. Et l'on a fait jouer les stabilisateurs automatiques (moindre recettes fiscales, augmentation des dépenses publiques), ce qui a encore aggravé la situation.

- la question monétaire. Dans tous les États, la création de la monnaie échappe complètement aux États. Ce ne sont plus les États qui créent la monnaie, ce sont les banques centrales et surtout les banques systémiques. Ce qui fait qu'il y a un problème de création monétaire, et aussi un problème de gestion : comment sont gérés les taux de change et les taux d'intérêt (on a vu qu'il y a un oligopole qui a non seulement une position dominante, et en plus exerce des phénomènes d'entente, ce qui a fait dire à Bernard Maris que la monnaie est devenue un bien privé).

- les produits financiers dérivés, (la cause essentielle de la crise financière) qui se sont follement développés depuis la globalisation, en 1995, des marchés monétaires et financiers.

Combattre les causes de la crise financière, donc, c'est s'attaquer à l'oligopole : il y a 14 banques qui fabriquent ces produits financiers dérivés dans le monde, qui n'existaient pas dans les années 70, et même au début des années 80. C'est à partir du moment où on a libéralisé les marchés, et permis leurs fluctuations, qu'il y a eu ces produits financiers : ça montre qu'il y a des choses qu'on ne doit absolument pas libéraliser : taux de change et taux d'intérêt. Avant, ces éléments étaient uniquement entre les mains de la puissance publique : il pouvait y avoir parfois des dévaluations, les taux d'intérêt pouvaient bouger, mais les entreprises avaient une visibilité à un an, deux ans, trois ans, sans problème, il n'y avait pas ces fluctuations des cours et des taux à la milliseconde, comme c'est le cas aujourd'hui. Pendant les trente glorieuses, la création monétaire était dans les mains des Banques centrales, qui n'étaient pas indépendantes des États. Il faudrait y revenir.

**Tableau 16**

**Crises systémiques et banques systémiques**  
**Les facteurs d'instabilité de l'économie mondiale**  
 (unité : le millier de milliards de dollars)

	2003	2005	2007	2009	2011	2013
<b>PIB mondial</b>	37,8	46,0	56,2	58,4	70,8	73,5
<b>Dettes publique mondiale</b>	23,6	26,4	30,0	37,5	46,3	51,8
<b>Produits dérivés des banques systémiques</b>	197,2	297,7	595,3	603,9	647,8	710,2

Source : Banque Mondiale, Bis Quaterly Review et The economist

image 27

Dans le tableau ci-dessus, dans la dernière colonne 2013, avec des chiffres en téradollars (milliers de milliards de dollars), on voit que le PIB mondial est monté à 73,5, la dette publique mondiale à 51,8... et les produits dérivés à 710,2 ! Il y a donc un vrai problème.

Et le tableau montre de quoi sont faits ces produits dérivés : en 2013, les dérivés de taux d'intérêt atteignent 584,4 (et 82,3% de l'ensemble). Ce sont les dérivés qui permettent de couvrir les risques liés aux variations de taux d'intérêt : une entreprise qui emprunte sur les marchés internationaux va acheter un produit financier dérivé (qui s'appelle un contrat swap) qui lui permet d'échanger un taux variable contre un taux fixe (moyennant un coût bien sûr!).

**Tableau 19**

**Banques systémiques et produits dérivés**  
**Une fuite en avant suicidaire : 1998-2013**  
 (milliers de milliards de dollars)

	1998		2003		2008		2013	
<b>Dérivés de taux d'intérêt</b>	50,0	62,3%	142,0	72,0%	418,7	70,7%	584,4	82,3%
<b>Dérivés de taux de change</b>	18,0	22,4%	24,5	12,4%	49,8	8,4%	70,6	9,9%
<b>Dérivés de crédit</b>	0,4	0,5%	3,8	1,9%	41,9	7,1%	21,0	3,0%
<b>Autres dérivés</b>	11,9	14,8%	26,9	13,6%	81,6	13,8%	34,2	4,8%
<b>Total des contrats</b>	<b>80,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>197,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>592,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>710,2</b>	<b>100,0%</b>

Sources : nos calculs et Bis Quaterly Review

image 28

Le montant des dérivés de taux d'intérêt est environ 8 fois plus important que les dérivés sur taux de change : 70,6. Ensuite, il y a les dérivés de crédit, les fameux CDS, (les Credit Default Swap), qui permettent de se couvrir contre la faillite d'un émetteur de dette : il y en a quand même pour 21.000 milliards de dollars. Ce sont des produits extrêmement dangereux quand ils sont nus, c'est à dire non adossés à des titres de dette. Enfin, il y a les dérivés traditionnels (qui



ont toujours existé) sur le blé, les olives, les produits agricoles, ou les matières premières. Un producteur de pommes de terre, par exemple, qui commence à produire aujourd'hui, mais ne va vendre ses pommes de terre que six mois après, aimerait bien savoir à quel prix il va les vendre. Or, il y a un marché et les prix fluctuent, et donc, il prend des contrats à terme : si les prix augmentent, il ne pourra pas en bénéficier, mais s'il y a une baisse du prix, il sera couvert. Ce qui caractérise la planète économique et financière actuelle, c'est l'évolution des dérivés de taux d'intérêt et de taux de change : ils étaient quasiment à zéro dans les années 70.

**Conclusion : comment éviter la prochaine catastrophe financière dont on voit l'amorce ? Premier scénario** : ne rien faire et prendre le risque d'une nouvelle catastrophe **Deuxième scénario** : soulever sur le fond la question monétaire

Comment se présente la prochaine catastrophe financière dont on voit l'amorce aujourd'hui : si on ne fait rien, on va dans le mur en accélérant. Les questions de démocratie sont très liées. En Europe, la majorité des gouvernements sont sous la coupe du pacte budgétaire, où les marges dont disposent les gouvernements n'existent plus. Ce n'était pas du tout le cas au moment des grands projets comme Airbus, quand les États pouvaient battre monnaie, anticiper des dépenses importantes pour des infrastructures, pour des investissements à long terme jugés stratégiques. Les retours sur investissement s'évaluaient sur plusieurs années, quinze, vingt, ou trente ans : ils n'étaient pas dans la milliseconde comme fonctionnent les marchés financiers aujourd'hui. Donc, les États peuvent créer de la monnaie, à condition qu'ils en aient le pouvoir. La Grèce est toujours sous la menace du défaut de paiement d'un État, l'Italie a la plus grosse dette publique européenne, une banque systémique peut être en défaut, et (beaucoup plus crédible en ce moment), il peut y avoir le phénomène du *bankrun* (panique bancaire) : le fait de se présenter en foule au guichet d'une banque pour retirer tout son argent de peur qu'elle fasse défaut, et d'entraîner ainsi son défaut! Si ça se produit au niveau d'une banque systémique, c'est le crack bancaire assuré, avec chute de l'économie mondiale. Les Grecs ont fait des *bankrun* sur leurs banques, qui sont à plat et sont recapitalisées en permanence ; mais ce ne sont pas des banques systémiques, donc ça passe, il suffit de réinjecter quelques milliards d'euros et ça repart. Mais au moment de la crise financière, on a vu quelques phénomènes de *bankrun* en Angleterre, notamment sur Northern Rock qui n'était pas une banque systémique, mais qui était tout de même une grosse banque, et là tout le monde a eu très peur. S'il y a un *bankrun* sur la BNP Paribas, un cataclysme mondial se déclencherà

immédiatement. Le jour où on sera dans la catastrophe financière, vous serez limités à des retraits de 80 € par semaine à votre guichet automatique, comme les Grecs en ce moment. Et à partir du moment où on a un krach boursier ou obligataire, immédiatement, les banques ne font plus crédit, parce qu'elles ont peur de ne plus savoir à qui elles peuvent prêter en confiance. Il y a un blocage quasi instantané du crédit aux ménages et aux entreprises, et les perspectives de croissance plongent ; et quelques semaines après apparaissent les conséquences sur le chômage, les conséquences sociales, et les conséquences politiques, comme on a pu le voir en 2008. On a observé le même scénario lors des crises à partir de 1995 en Asie, en Argentine, etc.

### **Alors que faudrait-il faire ?**

On doit créer un pouvoir politique au niveau européen, qui soit en position d'avoir une influence sur la zone Euro.

Une idée, soutenue par de plus en plus d'économistes de tous bords, est de créer des euro monnaies, avec une monnaie commune à l'échelle européenne, et une euro monnaie par pays : un euro franc, une euro drachme..., mais avec une monnaie commune par rapport à la quelle ces monnaies seraient référencées dans des rapports fixes et non pas de marché, ce qui permettrait d'avoir une visibilité. On se rend bien compte que ce genre de choses créerait vraiment une différence : oui, car on pourrait dévaluer séparément chaque monnaie par rapport à l'Euro.

En réalité, on voit bien que le problème est beaucoup plus global, et que la vraie solution, ce serait de créer une monnaie commune à l'échelle mondiale. A ce moment-là, il n'y a plus besoin de marché des changes en tant que tel, il n'y a plus que des pays souverains qui se mettent d'accord pour créer une monnaie mondiale. On est à des années lumières de ce concept, même si c'était déjà l'idée de Keynes lors des discussions de Bretton Woods, en 1944. Mais les Américains ont refusé cette idée en disant : il existe déjà une monnaie internationale, c'est le dollar. Et ils n'ont plus changé d'avis depuis, même pendant la crise. Pourtant plusieurs pays ont souhaité une réforme du système monétaire international en disant : il faut stabiliser ce système, car avec 6.000 milliards de dollars par jour échangés sur le marché des changes, (dont l'essentiel des transactions sont des transactions spéculatives sur les produits dérivés) c'est impossible. Ces produits sont chaque fois à l'origine des crises, et donc plusieurs pays ont demandé qu'on en sorte (Brésil, Russie, Chine...), au cours des réunions du G20 ; même Sarkozy a demandé qu'on mette cette question à l'ordre du jour, avec des taux de change fixe, au moins. Si on avait une monnaie commune, et des monnaies nationales ajustées tous les ans ou tous les deux ans les parités monétaires seraient stables. Avec une monnaie commune, on peut faire des tas de choses à l'échelon international (mais on

détruit les produits dérivés sur lesquels les plus grandes banques font des profits disproportionnés !) : on peut résoudre facilement le problème grec, on peut facilement effacer une partie de leur dette... Mais le lobby bancaire est très organisé et très puissant, et s'y oppose, et la BCE ne peut pas le faire actuellement, mais une banque internationale qui créerait cette monnaie commune pourrait le faire.

Pourquoi la BCE ne peut-elle pas le faire ? Parce que, si elle le fait, elle met sa crédibilité en cause ; si elle efface une partie de la dette grecque, elle va créer, notamment chez elle, une perte, et il faudra que les États combrent cette perte. Mais comme les États n'ont pas d'argent, la BCE ne peut pas effacer, même pour un centime, la dette grecque qu'elle peut détenir dans son bilan.

Par contre, s'il existe une banque internationale qui gère la monnaie commune, elle peut combler le trou, parce cette autorité supra nationale disposera d'une autorité, impossible à remettre en cause.

Et puis, surtout, les besoins pour résoudre la transition énergétique sont considérables. On a vu à quel point on a eu du mal à rassembler les 100 milliards de dollars nécessaires, cette année, dans le cadre de la COP21. Actuellement, je suis en relation avec Michel Rocard, qui est ambassadeur de la France pour l'Arctique et l'Antarctique. Il m'a dit : 100 milliards, c'est absolument ridicule ; pour l'Europe, il faudrait 500 milliards par an ; et pour l'Afrique, 1 000 milliards par an. On est très loin du compte. Avec une monnaie commune internationale, on peut lancer des emprunts à hauteur de 1000 ou 2000 milliards. En 2012, la BCE a injecté 1 000 milliards d'Euros sur les marchés financiers, et elle a recommencé l'année dernière. Une banque centrale internationale pourrait facilement réunir 2 000 ou 3 000 milliards de dollars par an.

Tout ça suppose une réorganisation de la planète, et de la démocratie aussi. Cela peut sembler utopique, mais c'est pourtant indispensable. Et est-ce si difficile?

## ***Débat***

**Un participant** - on parle beaucoup en effet de la dette publique des États, avec l'idée qu'un État endetté est pauvre (ou appauvri). Pourtant cela ne dit rien

de la richesse privée, possédée par les personnes privées... mais qui concourent aussi à la richesse du pays où elles vivent (les plus grosses fortunes privées se trouvent souvent dans les pays les plus pauvres d'ailleurs!). Comment ces deux notions sont-elles reliées?

D'autre part, les positions d'Angela Merkel ne sont-elles pas en train d'évoluer fortement concernant l'indépendance de la BCE, qui était un dogme, mais qui semble s'assouplir (peut-être à cause des problèmes de la Deutsche Bank?)

**François Morin** - Il y a plusieurs sortes de richesses. Pour la France, la production de richesses pendant une année (ce qu'on appelle le PIB) est d'un peu plus de 2 000 milliards d'euros. La dette publique française correspond à peu près au même montant (on est pas loin de 100% pour le ratio dette publique/PIB, et on le dépassera probablement d'ici la fin de l'année 2016). Si l'on ajoute la dette privée, on tourne autour de 8 000 milliards d'euros. On peut parler ici du problème des inégalités riches-pauvres : faut-il solliciter davantage les riches ? Le livre de Thomas Piketty fait l'évènement depuis un peu plus d'un an sur ce sujet. Et ce que j'en ai retenu principalement, c'est l'examen qu'il fait de la situation depuis 30 ans dans les pays développés : il montre que la croissance de ces inégalités a été foudroyante, et pour lui c'est très directement lié à ce qui s'est passé dans la sphère financière (dommage que son analyse soit un peu sommaire sur ce point).

Concernant Angela Merkel, on sait que les Allemands ont une vision monétaire très particulière, liée à leur propre histoire, notamment à ce qui s'est passé avec la république de Weimar au début des années 20 : il y eut alors une hyperinflation due à une création monétaire excessive après la première guerre mondiale. Et tout le monde a en tête cette image d'une brouette nécessaire au transport des billets pour aller acheter son pain ! Dans l'esprit des Allemands c'est cette situation économique et financière qui a permis l'arrivée d'Hitler et des nazis au pouvoir (même si cette thèse commence à être contestée en Allemagne). C'est ce qui a fait naître dans ce pays, après les années 30, ce qu'on a appelé l'ordolibéralisme, c'est-à-dire une méfiance assez grande vis-à-vis de l'État. Et c'est la doctrine économique sous laquelle nous vivons en ce moment en Europe à cause de l'Allemagne. L'ordolibéralisme, au fond, c'est la confiance dans le marché, l'État n'étant là que pour réguler au minimum et faire que les marchés puissent fonctionner sans entraves. Mais surtout pas d'intervention directe de l'État dans l'économie, à cause du souvenir des interventions réputées désastreuses du gouvernement d'alors. C'est pour cela que les Allemands ont toujours eu vis-à-vis de leur propre banque centrale une attitude qui lui laisse une grande liberté : c'est au banquier central de gérer la valeur interne de la monnaie, c'est-à-dire de gérer la lutte contre l'inflation. Lors du traité de Maastricht en 1992, les Allemands avaient une idée très précise de ce devait être la Banque Centrale Européenne, et son indépendance ne pouvait pas être mise en question. Elle a été inscrite dans les statuts de 1999. Les États n'ont donc le

droit de ne rien dire aujourd'hui à Monsieur Draghi (pas plus qu'hier à Mr Trichet) : l'article 1 des statuts de BCE est de maintenir la valeur interne de l'euro (lutter contre l'inflation).

Cependant, avec la crise financière, le problème des États est de soutenir l'activité économique en respectant les contraintes financières d'équilibre, tout en recapitalisant les banques : mais il n'y a plus d'argent disponible, car tout l'argent se retrouve à la BCE qui détient le pouvoir de créer la monnaie. Or Trichet a toujours joué l'orthodoxie la plus rigide et n'a jamais voulu sortir de cette mission anti-inflation. Arrive Draghi, qui décide de « mesures non-conventionnelles » en injectant de l'argent dans l'économie. Effroi chez les Allemands. Draghi avance que l'inflation est inexistante depuis belle lurette, et donc que l'on peut injecter de l'argent sans risque, ce qu'il a fait sans faiblir. En ce moment chaque mois, la BCE achète pour 80 milliards d'euros de titres sur les marchés financiers, depuis un an environ : c'est ce qu'on appelle des injections de liquidités sur le marché financier. Mais malheureusement cela ne profite pas aux entreprises et aux ménages, car cet argent ne sort pas des circuits financiers, ce qui a engendré une « bulle-actions » qui est en train d'éclater, et une « bulle-obligations », car la BCE a acheté beaucoup d'obligations publiques pour maintenir des taux d'intérêt très bas. Et certains comme Patrick Arthus (l'économiste médiatique de Natixis) s'alarment et déclarent que ces injections sont très dangereuses, ramènent le risque d'inflation, créent des bulles... Pourtant il ne faut pas oublier que ces injections vont principalement dans les banques comme Natixis (à des conditions extrêmement favorables). Et les banques s'en servent pour acheter à leur tour des actions et des obligations, plutôt que de faire du crédit à l'économie, car le crédit aujourd'hui c'est considéré comme trop risqué et pèse sur le bilan des banques.

Et on assiste à un conflit larvé entre Draghi et Merkel à propos des mesures non conventionnelles.

**Un participant** - Quand aurons-nous le plaisir de vous voir à *C dans l'air* chez Calvi à la place des sempiternels soi-disant experts économistes qui tiennent tous le discours de cet ordolibéralisme, maintenant que Bernard Maris n'est plus là?

**François Morin** - J'ai été invité à plusieurs reprises l'an dernier sur *France-Inter* à *France-Info* et à *France Culture* (mais pas à *C dans l'air*). Et il y a quelque temps, j'ai été contacté par la chaîne de télé France 24, mais ça a été très compliqué : il a fallu qu'ils vérifient qu'ils avaient le budget pour me faire venir de Toulouse (je ne demande pas de cachet particulier, mais au moins qu'on rembourse mes frais de déplacement !) : j'ai donc pris mon billet... mais je n'ai toujours pas été remboursé (et c'était il y a 6 mois !). Autre expérience : invité sur la radio *France-Culture*, je demande innocemment : vous me remboursez

mes frais comme d'habitude ? (car j'avais déjà été invité dans cette émission : *Du grain à moudre*) et on m'a répondu : désolé, Mr Morin, on n'a plus de budget pour vous faire venir ! Alors je ne sais pas si *C dans l'air* dispose toujours de budgets pour rembourser ses invités. Bernard Maris habitait Paris, c'est peut-être pour ça qu'on pouvait l'inviter plus facilement.

Mon cher Bernard Maris : le livre que je viens de publier est dédié, non seulement à mon équipe de recherche, mais aussi à Bernard Maris, qui a été longtemps Toulousain avant sa période parisienne. Il a fait ses études et son doctorat à Toulouse, et après quelques années chez Jean Vincens dans un laboratoire assez classique en économie de l'emploi, il est venu dans mon laboratoire du LEREPS : pendant près de 10 ans nous avons partagé le même bureau, et je l'ai donc ainsi bien connu. Et quand il a été assassiné, cela fut un choc très dur et une peine immense pour tous ses amis du labo, qui lui ont dédié une journée d'hommage. Celle-ci a rassemblé une assistance considérable, à la hauteur de la force de son engagement. Bernard était un judoka de l'esprit : dans une première période après la fin de ses études, il s'était coulé dans le moule de la pensée économique standard et de son modèle dominant, l'ordolibéralisme. Il en avait une connaissance intime jusqu'au moment où, en 1986-1987, il redécouvre la pensée de Keynes, ce qui lui ouvre les yeux de façon nouvelle sur l'économie du travail. Et il lit Freud et relit Marx. Tout cela crée chez lui un choc, qui lui rend impossible de continuer à travailler dans le labo où il travaillait alors : c'est à ce moment-là qu'il est venu nous rejoindre au LEREPS, où nous avons d'autres bases épistémologiques, où nous faisons (et faisons toujours, et cela marche) de l'économie hétérodoxe. Le LEREPS est l'un des 2 grands laboratoires d'économie de Toulouse (l'autre étant la TSE de Jean Tirole, pape orthodoxe de l'ordolibéralisme...). Alors je suis heureux de pouvoir rendre ici cet hommage à l'homme, à l'ami et au chercheur que fut Bernard Maris (qui fit bien d'autres choses dans sa vie qui fut bien remplie) : son combat pour ouvrir l'économie continue.

Et on peut lire avec beaucoup d'intérêt son ouvrage posthume *Et si on aimait la France* (paru chez Grasset en 2015)

**Un participant** - Faites-vous partie du groupe des «Economistes atterrés»? Et pouvez-vous nous dire ce que sont leurs idées?

**François Morin** – Oui, bien sûr, j'en fais partie : ce sont des économistes qui pensent qu'il faut absolument sortir de la pensée standard en économie. Cette pensée a une position dominante dans le monde universitaire qui est assez effrayante, avec un quasi-monopole sur l'enseignement et la recherche. Il y a de nombreux exemples de cette domination, un des plus récents concerne mon ami André Orléan (qui avec Michel Aglietta et d'autres est à la tête de l'Association française d'économie politique, qui représente le courant hétérodoxe). André

Orléan siège pour la première fois dans la section économie du Conseil national des universités, (le lieu où sont nommés les maîtres de conférence et les professeurs d'économie à l'échelle française), et il a pu constater les pratiques qui y ont cours. Et il me disait au téléphone récemment : au niveau des maîtres de conférences, ça va à peu près, il y a un certain équilibre entre les deux courants (orthodoxes et hétérodoxes), mais au niveau des professeurs, ce qu'on appelle le collège A, il y a un déséquilibre consternant : sur 24 membres, 6 seulement sont hétérodoxes. Et il y a des bagarres féroces car c'est là qu'on nomme les enseignants, et le conflit est beaucoup plus violent que dans les autres branches de l'Université (où les bagarres de chapelle sont pourtant fréquentes) : c'est que l'économie porte des enjeux de société, concernant la politique économique et sociale et la démocratie au fond. Les économistes sont donc (souvent malgré eux) au centre des débats sur les moyens de traiter la crise ... Je pourrais vous raconter beaucoup de choses sur la manière dont nos hommes politiques essayent de comprendre ce qui se passe en la matière. J'ai eu la chance dans ma carrière universitaire d'être en contact (parfois étroit) avec trois Premiers ministres, et j'ai vu comment se prennent les décisions en matière économique...

**Une participante** - Votre exposé donne le sentiment d'une fuite en avant des grands organismes où il y a un aveuglement collectif : pourtant derrière cela, il y a bien des gens qui prennent les décisions. Sans entrer dans la théorie du complot, comment peut-on l'expliquer?

**François Morin** – Je pense que ce constat d'un aveuglement collectif des décideurs est très répandu, et que mon propos a peut-être renforcé ce sentiment ce soir! Alors, parlons des dirigeants des banques systémiques : comment prennent-ils leurs décisions? Les organes dirigeants de ces banques (comités de direction, conseils d'administration, conseils de surveillance...) se placent dans le monde de la «valeur actionnariale» : Jean Tirole le décrit assez bien car il y croit beaucoup! C'est que, depuis la fin des années 80 les actionnaires ont pris (réellement) le pouvoir dans les entreprises (au détriment des autres acteurs parties prenantes du fonctionnement des entreprises). Et cela explique peut-être aussi la question des inégalités, car les actionnaires cherchent exclusivement à tirer le meilleur parti de l'argent qu'ils ont investi dans l'entreprise : s'ils ne sont pas satisfaits, on «démissionne» les dirigeants qui ont pris les «mauvaises décisions». Pourquoi la valeur actionnariale a-t-elle pris le pas sur les autres formes d'organisation du pouvoir directionnel dans les entreprises? Il y a eu, d'abord aux USA et en Grande-Bretagne (et les autres pays de modèle anglo-saxon ont suivi très vite), dans les pays où il y a des systèmes de retraite par capitalisation (cela fait un grand détour pour répondre à vos questions!) des réformes, à la fin des années 70 et pendant les années 80, qui ont profondément changé le fonctionnement de ces retraites par capitalisation (que l'on connaît très

peu en France : Préfon pour les fonctionnaires peut-être, mais c'est complémentaire). Dans ces systèmes, les salariés cotisent chaque mois pendant toute leur vie active pour acquérir des parts d'un «fonds de pension» qui s'engage à rentabiliser cet argent, de manière que, lorsqu'ils partent en retraite on leur verse une pension en fonction de ce qu'ils ont accumulé. On appelle cela retraite par capitalisation, parce que l'argent des cotisations est investi en bourse. Dans le système français des retraites par répartition, il n'y a pas accumulation de capital, les cotisations versées par les actifs pendant une année servent à payer les pensions des retraités pendant cette année. La réforme des systèmes de capitalisation des années 80 dans le monde anglo-saxon consiste essentiellement en un changement de nature des risques supportés : auparavant c'est le gestionnaire du fonds qui supportait les risques de mauvaise gestion, le salarié était à peu près garanti de recevoir une retraite. Depuis la réforme, c'est le cotisant qui prend le risque, le gérant du fonds de pension s'engage de son côté à proposer aux salariés le meilleur revenu possible. C'est un système très pernicieux et très agressif, car il y a une concurrence entre tous les fonds de pension qui cherchent à attirer les cotisations des salariés. Ils promettent donc des rendements très élevés pour les placements, du 15% par exemple (c'est un chiffre qui vous rappelle quelque chose, non?). Mais comment fait-on pour obtenir de tels rendements pour des actions : en allant en bourse, et en achetant donc les actions des grandes entreprises. Et c'est ainsi que les fonds de pension sont devenus de très gros actionnaires des grandes entreprises : plus de la moitié du capital de BNP-Paribas est détenue par des fonds de pension anglo-saxons! Et eux, en tant qu'actionnaires, exigent donc des rentabilités, des distributions de dividendes, d'au moins 15% (jusqu'à 20% pour les entreprises non cotées). L'entreprise devient donc une machine à créer de la valeur pour les actionnaires, de la valeur actionnariale. Si elle est insuffisante, ces grands fonds s'en vont, d'où la chute du cours de l'action, il faut recapitaliser l'entreprise sinon on risque la faillite : devant une telle menace les entreprises s'inclinent devant les exigences de ces grands fonds.

Et ceux qui amènent l'argent à ces grands fonds sont les futurs retraités californiens ou londoniens...

**La participante** - A-t-on des exemples de faillite des ces fonds de pension?

**François Morin** - Bien entendu. Nous connaissons des familles anglaises qui ne touchent plus de retraites depuis 2008-2009 suite à des défaillances de fonds de pension après la chute de la bourse!

**Un participant** - Et on a donc ce paradoxe que, pour pouvoir payer des retraites plus tard aux salariés qui cotisent, les fonds de pension, pour garantir les taux de 15% dont vous avez parlé, écrasent les salariés dans les entreprises dont ils détiennent le capital. Si le système par capitalisation était généralisé, on



pourrait dire que ce sont les retraités qui font suer le burnous des actifs! Alors ça fait rigoler quand en France les gens se plaignent de devoir cotiser pour leur retraite!

**Un participant** - Vous avez dit tout à l'heure que le montant de la dette publique, de l'ordre de 50 000 milliards de dollar, est équivalent aux totaux de bilan des banques mais qu'il ne fallait pas faire de lien. Mais pourtant qui dit dette dit créancier : est-ce que ce ne sont pas les banques qui détiennent le plus gros de cette dette publique?

**Un participant** - Quand on a libéralisé les taux de change et de crédit, soi-disant pour dynamiser l'économie, on a introduit, comme vous l'avez bien expliqué, de nouveaux risques pour les entreprises, qui ont du se couvrir en payant de nouvelles charges : le premier effet sur les entreprises a donc été négatif (l'argent qu'elles consacraient à leur couverture n'était plus disponible pour leur développement) : est-ce que ce n'est pas cela qui explique la fin des Trente Glorieuses, avec la captation de ces sommes par l'économie bancaire qui en réalité ne produit rien et ne sert qu'à enrichir monstrueusement quelques-uns?

**François Morin** - C'est formidable, je vois que la salle prolonge mon exposé et fait sa propre analyse. Il n'y a pas vraiment de questions ici, mais je suis assez globalement d'accord avec tout cela.

Concernant les Trente Glorieuses, on les fait démarrer juste après la guerre, et on les arrête en 1973 après le premier choc pétrolier (mais que j'arrête pour moi en 1971, où Nixon a coupé le lien entre le dollar et l'or et où les premiers marchés des changes ont commencé à exister réellement) : c'est une période dont je ne suis pas un grand défenseur, car il y avait de nombreux problèmes, Maccarthisme, décolonisation... Mais sur le plan monétaire et financier, il n'y a pas eu une seule crise pendant cette longue période... et cette stabilité devrait nous faire réfléchir.

**Une participante** - Quelle différence faites-vous entre l'ordolibéralisme (qui est ancien) et le néolibéralisme à la mode?

**François Morin** - Les néolibéraux vont plus loin que les «ordolibéraux» (terme peu usité quant à lui, ce qui montre qu'il y avait peut-être moins d'idéologie alors). L'école néolibérale s'est formée progressivement à la fin des années 40 : en 1947 se crée la «Société du Mont Pèlerin» où se retrouvent des économistes, des intellectuels, des hommes politiques, des journalistes... On y croise Hayek et Friedman, des économistes bien connus. Ils mettent en place, lors de leurs réunions annuelles (qui ont toujours lieu) une vision globale de l'économie. Pendant les années 50-60 ils réfléchissent à l'avenir de l'économie mondiale et du capitalisme à 20 ou 30 ans ; ils mettent en avant quelques idées-forces qu'ils vont populariser à travers des articles académique ou dans la grande presse :

-l'État, sur le plan économique, quand il intervient, provoque toujours des catastrophes, donc il faut le moins d'État possible.

-le marché, s'il n'est pas toujours un outil parfait, est quand même le moins mauvais des régulateurs

-il faut commencer par lever les restrictions financières imposées par les États sur les grands prix de la finance, qui doivent être fixés par des mécanismes de marché

-il faut soustraire les services publics à l'emprise des États.

C'est une vision cohérente, qui forme toujours aujourd'hui l'ossature de la pensée néolibérale, et sous-tend les programmes de la pensée économique standard. Et cette pensée s'est imposée parce que le contexte de l'époque, en 1971, s'y prêtait : la rupture dollar-or et la fin des changes fixes n'est pas sortie toute armée du cerveau de Nixon. Mais à l'époque, la fin de la guerre du Vietnam a engendré une grave crise de croissance et même une récession aux USA. Et comme à l'époque il y avait un lien fixe, non seulement entre le dollar et l'or, mais entre le dollar et toutes les autres grandes monnaies, beaucoup de pays, dont la France, à la fin des années 60, (avec De Gaulle) décident d'acheter de l'or américain de peur d'une dévaluation du dollar. Et Fort Knox (là où l'or américain est entreposé) a commencé à se vider. Ce qui a décidé Nixon à couper le lien entre le dollar et l'or (et la valeur de l'or par rapport au dollar s'envole). Et c'est donc une victoire des néolibéraux dont l'un des principaux objectifs est atteint. Cela ouvre la porte au démantèlement de tout le système de changes fixes, qui sera officialisé par les accords de la Jamaïque en 1976 : mais dans cette période les marchés de changes se sont mis en place.

Si on regarde les transactions annuelles sur le marché des changes (on parlera ici en milliers de milliards de dollars, que l'on appelle aussi téradollars!), elles ont atteint le niveau de 700 téradollars en 2012. A comparer aux besoins de devises pour les importations et les exportations de l'économie mondiale, de l'ordre de 13 téradollars. Le reste, ce sont les mouvements de capitaux liés à la spéculation sur la base de produits financiers dérivés.

Ca explique la montée des inégalités, ça explique beaucoup de choses...

**Une participante** - Cet exposé m'a beaucoup intéressée... et effrayée aussi, car même si j'avais des inquiétudes concernant ce monde de la finance, je ne pensais pas que c'était à ce point! Pour finir de nous traumatiser, pouvez-vous nous dire deux mots de ce qui se passe en ce moment sur le plan bancaire en Italie, et dont on entend (mais pas beaucoup) parler dans les médias pour une fois!

**François Morin** - On parle aussi beaucoup du Portugal en ce moment!

Les taux d'intérêt sur le marché (d'occasion) des titres obligataires portugais (la dette portugaise) bougent beaucoup en ce moment, et c'est probablement lié aux positions anti austérité du nouveau gouvernement portugais (c'est comme Syriza). Car ça inquiète les marchés financiers, qui raisonnent de la façon suivante, en ayant quelques chiffres en tête. Aux 3% de déficit annuel, aux 60% de ratio dette publique/PIB, il faut ajouter 7% : si un taux d'intérêt sur le financement d'une dette publique dépasse les 7%, les investisseurs et les marchés financiers trouvent que c'est trop lourd pour les finances publiques, que le pays concerné ne pourra pas y faire face : et alors ce pays ne pourra plus se financer sur les marchés financiers qui refuseront de lui prêter. Pendant la phase aigüe de la crise financière 2007-2008, 3 pays seulement ont dépassé ce seuil : la Grèce (qui a atteint les 36%, aujourd'hui c'est encore 11%. Il y a toujours de la dette qui s'échange : même s'il y a une aide européenne, il reste des dettes antérieures à rembourser, que l'on trouve sur le marché de l'occasion à 11% aujourd'hui), le Portugal et l'Irlande. Pendant la crise en 2012, au moment de la menace de Grexit, les taux espagnols et italiens ont frôlé la barre des 7%, et il y a eu une grosse inquiétude... qui se serait sans doute transformée en panique si les taux avaient dépassé les 7% !

Aujourd'hui, on évoque avec inquiétude les cas de l'Italie et du Portugal parce qu'il y a quelques soubresauts sur les taux d'intérêts des marchés obligataires qui sont passés de 2 à 3%, (ce qui est énorme, même s'ils restent encore loin du seuil de 7%). Et aujourd'hui, aux USA et en Grande-Bretagne, on observe des taux d'intérêt plus élevés que dans la zone euro (3% aux USA, 2,5% en GB) : même si ce n'est pas dramatique, ce n'est pas un bon signal pour les marchés. Il faut donc suivre avec attention toutes ces variations pour savoir si les situations s'améliorent, se stabilisent ou se dégradent, car ces taux d'intérêt sont très symptomatiques du risque : plus le taux d'intérêt sur les dettes publiques est élevé, plus le risque est considéré comme fort (en réalité c'est l'inverse qui s'est produit : c'est parce que les marchés financiers ont estimé que le risque s'était aggravé que les taux d'intérêt ont augmenté!). Ce matin le taux d'intérêt de la dette italienne a augmenté parce que les financiers ont vu que le marché des CDS sur la dette italienne évoluait à la hausse (ce qui traduit une tension et donc un risque).

**Une participante** - Le peuple islandais a refusé de payer les dettes publiques sans que cela fasse de catastrophe : n'est-ce pas un exemple à suivre?

**François Morin** - Le peuple a en effet, par deux fois et par référendum, refusé de payer la dette contractée par le gouvernement islandais pour renflouer des banques hollandaises et anglaises.

Il faut quand même savoir qu'il n'y a pas de banque systémique en Islande, dont la population est d'environ 330 000 habitants seulement : il n'y a donc pas eu de conséquences internationales dramatiques ! Et l'État islandais, qui commence à aller un peu mieux, commence tout juste à rembourser «normalement» et progressivement ces banques. Parce qu'il y a en cours des bagarres juridiques très intenses dont on n'entend guère parler, avec un processus de nationalisation des banques qui se déroule lentement.

*Saint-Gaudens le 13 février 2016*

## **François Morin**



est économiste et professeur émérite de sciences économiques à l'Université Toulouse I, où il a dirigé le LEREPS (Laboratoire d'Étude et de Recherche sur l'Économie, les Politiques et les Systèmes Sociaux, rattaché à Sciences-Po Toulouse) pendant plusieurs années. Il a été membre du Conseil général de la Banque de France et du Conseil d'analyse économique.

Il est très actif, intervenant fréquemment dans les médias nationaux et internationaux et dans les lieux ouverts à l'éducation populaire.

Il a écrit de nombreux articles et livres et notamment :

*La structure financière du capitalisme français* (Calmann-Lévy, 1974)

*Le capitalisme en France* (Cerf, 1976)

*Le cœur financier européen* (collectif., chez Economica 1993)

*Le modèle français de détention et de gestion du capital*, analyse prospective et comparaison internationale (Edition du Bercy 1998)

*Le nouveau mur de l'argent ; essai sur la finance globalisée* (Seuil 2006)

*Autopsie d'une crise annoncée* » (le Pérégrinateur, éditeur toulousain, 2010) en collaboration avec Patrick Mignard, autre économiste et excellent dessinateur humoriste.

*Un monde sans Wall Street ?* (Seuil, 2011)

*La Grande Saignée : Contre le cataclysme financier à venir* (Lux, 2013)

*L'hydre mondiale : L'oligopole bancaire* (Lux, 2015)