

CEMI - IFAEE

IPE - ASR



**Séminaire Franco-Russe
sur les problèmes monétaires et financiers
du développement économique de la Russie
LVIIe Session**

**Paris
10 - 12 septembre 2019**

**Changements de long-terme dans
les modes de financement
Et
régime de faible croissance**

Jacques Sapir

CEMI-IFAEE

La problématique financement-croissance

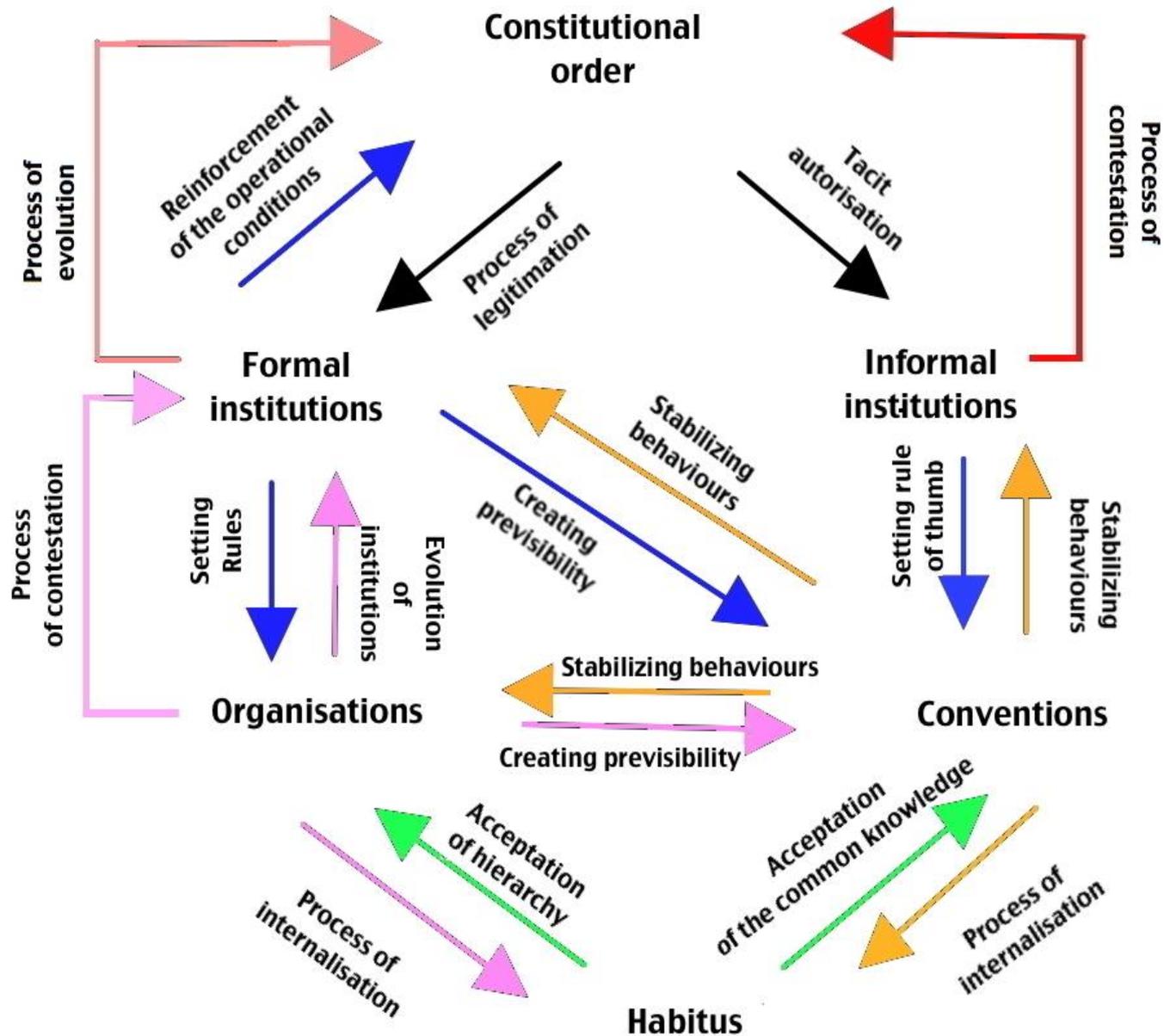
Un régime de croissance dépend de plusieurs facteurs:

- **Des institutions de financement**
- **Un contexte (démographique, économique, politique) tant national qu'international**
- **Une volonté de politique économique**

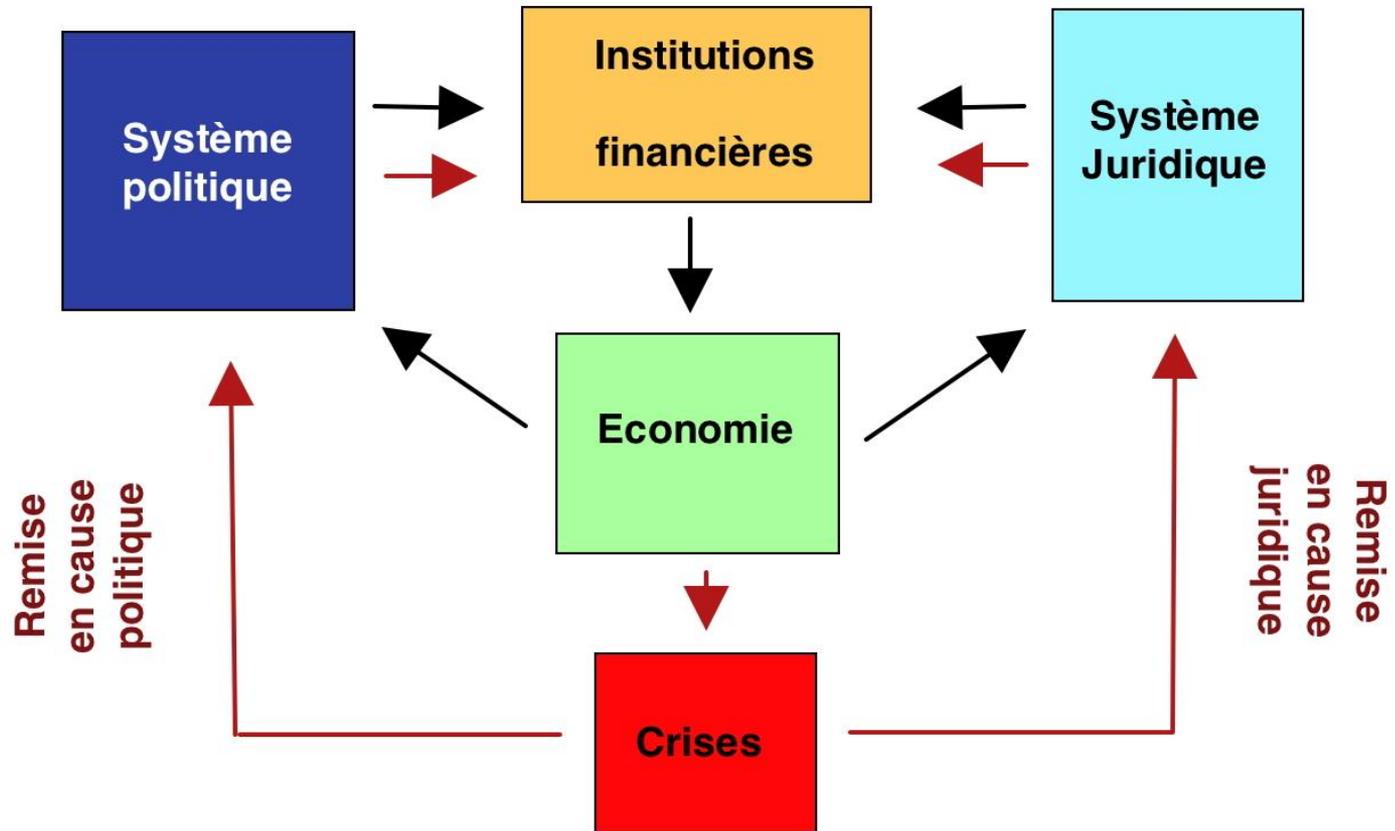
0. Quelle dynamique d'évolution pour les institutions financières?

- **Trois catégories d'institutions financières**
 - Les institutions formelles (Banque Centrale, Trésor, règles budgétaires) et les règles prudentielles.
 - Les institutions « informelles »: relations entre ces institutions, pratiques de financement.
 - Le système légal du financement des entreprises.
- **Les « organisations »:**
 - Les banques.
 - Les compagnies d'assurances.
 - Les fonds de placement

- **Les institutions financières (explicites ou implicites) conditionnent la trajectoire de croissance et le modèle de développement.**
- **Elles sont façonnées dans des crises, locales ou générales et par des changements de la situation internationale.**
- **Elles peuvent évoluer par la décision politiques souveraine ou par l'action en justice (jurisprudence)**



Processus d'évolution des institutions financières



I. La situation de l'immédiat après-guerre (1947-1952)

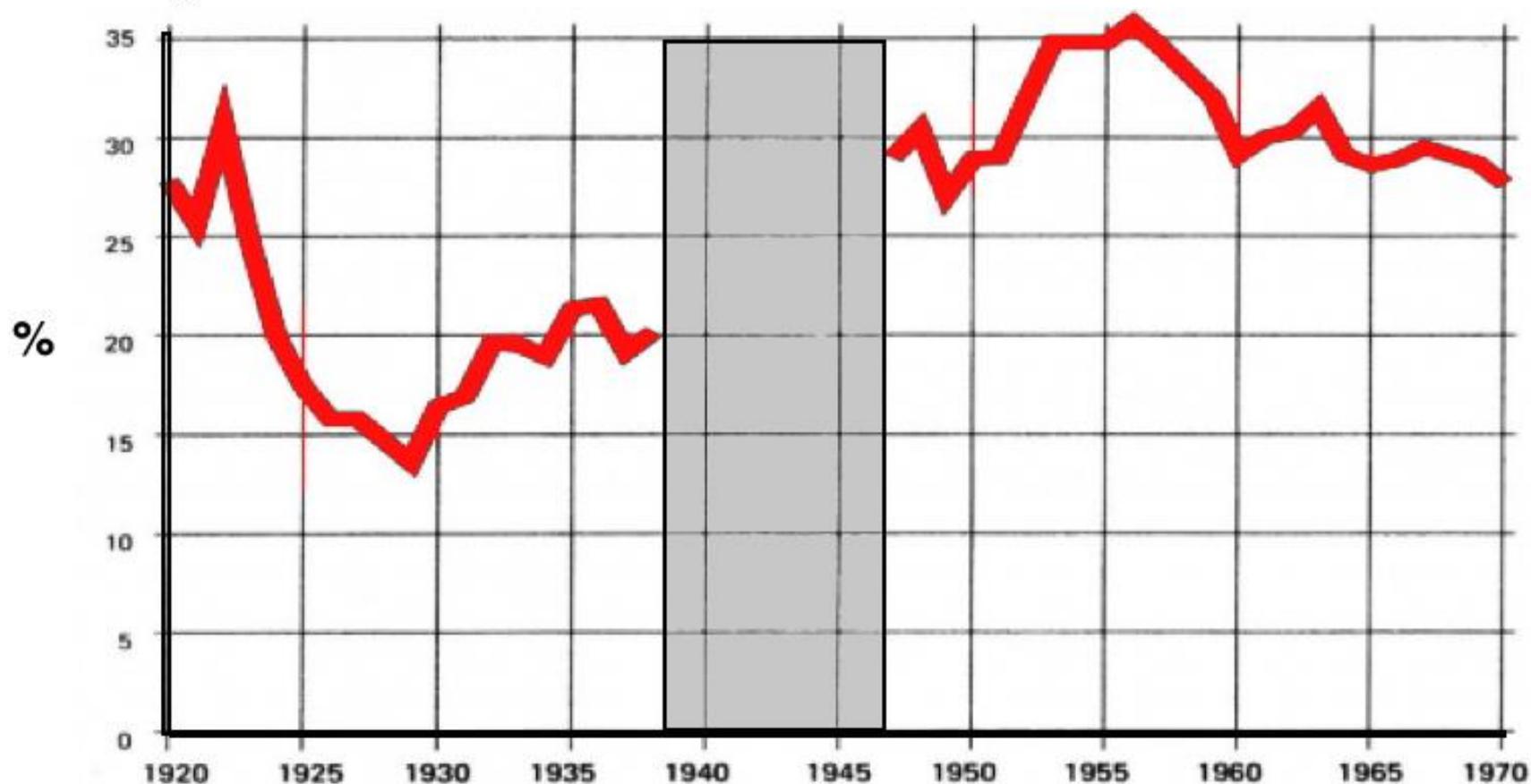
- **Ampleur de la dette publique (150% du PIB) à la sortie de la guerre et de l'occupation.**
- **Faiblesse des ressources financières propres dans un pays appauvri.**
- **Faible confiance dans le système financier à la suite des années 1930 et dans un contexte fortement inflationniste.**
- **Importance des besoins en investissements tant pour la reconstruction que pour le développement de l'économie.**

Des choix décisifs

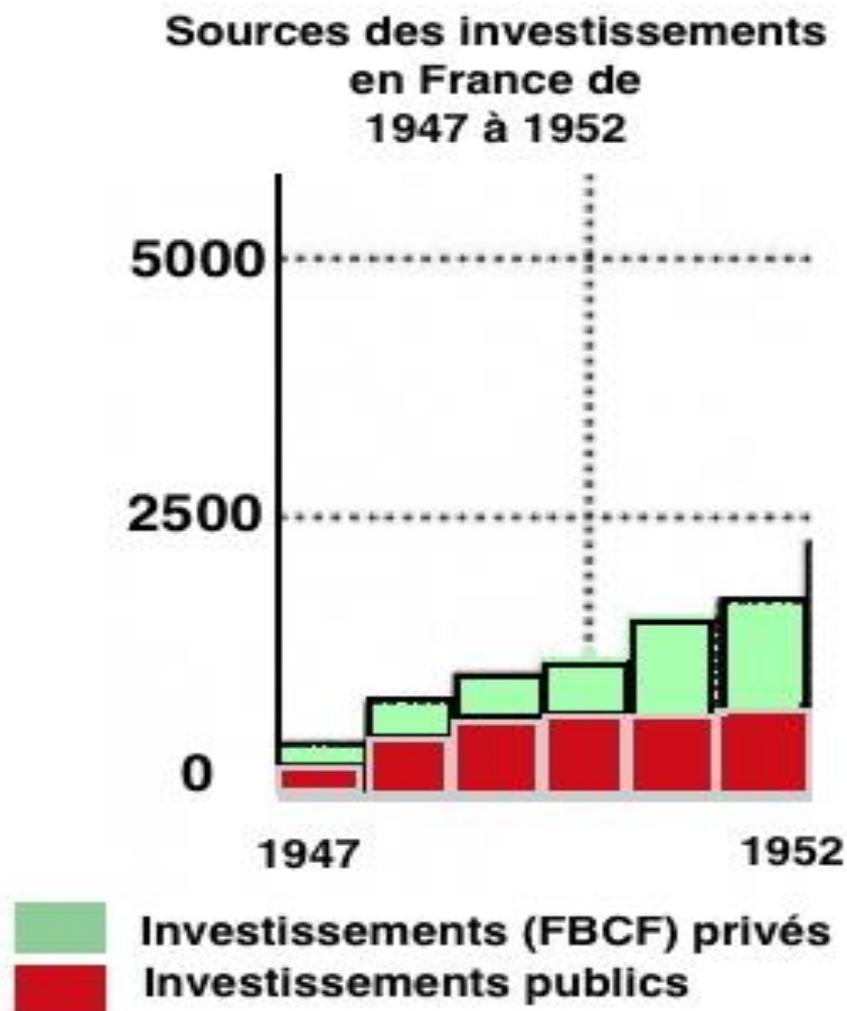
- **A. Choix institutionnels**
 - Prédominance de la direction du Trésor sur la Banque de France et le Ministère des Finances
 - Importance du Commissariat au Plan
 - Un cadre réglementaire et institutionnel (nationalisation des banques de dépôts, contraintes réglementaires).
- **B. Choix de politique économique**
 - Priorité aux investissements publics contre le remboursement de la dette publique.
 - Choix de modernisation de l'industrie et aide au secteur privé.
 - Lutte pour une « stabilisation » du taux d'inflation
- **C. Choix stratégiques**
 - Parti-pris expansionniste (ou « anti-malthusien »)
 - Coopération européenne (CECA)

Figure 1.

Pourcentage des dépenses publiques par rapport à la Production Intérieure Brute à prix constants 1938 (Dépenses de l'État, hors collectivités locales et Sécurité sociale)



Poids dominant de la puissance publique



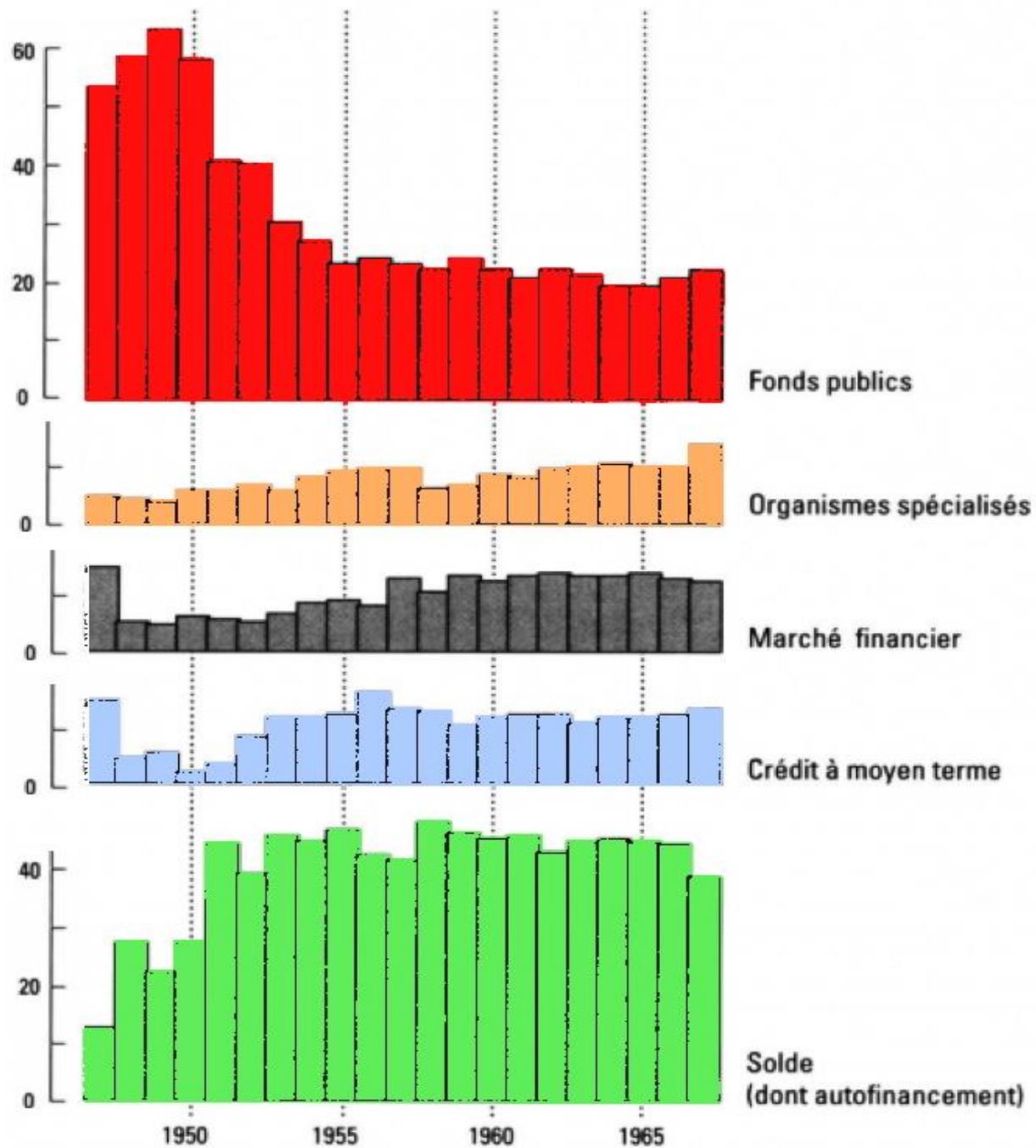
Typologie des formes de financements

| Types de fonds/ Organisme responsable | Crédits et Subventions/ Budget | Reconstruction/ CAREC et MRU | FME/ Commission des investissements | Comptes spéciaux du Trésor/ Divers | Total métropole en Mds de F constants 1952 |
|--|---|---|--|---|---|
| 1947 | 62,7 % | 33,1 % | - | 4 % | 236,1 |
| 1948 | 17,2 % | 50,2 % | 30 % | 2,6 % | 498,9 |
| 1949 | 15 % | 49,8 % | 31,5 % | 3,6 % | 704,5 |
| 1950 | 13,2 % | 46,8 % | 36 % | 3,8 % | 720,5 |
| 1951 | 17,8 % | 46,3 % | 29 % | 6,8 % | 675,1 |
| 1952 | 17,9 % | 44,3 % | 28,7 % | 9 % | 708,7 |

II. Le financement de l'expansion: 1952-1967

- **A. Diminution progressive de l'action directe de l'Etat**
 - Baisse des subventions budgétaires directes.
 - Substitution du système des avances remboursables.
 - Maintien d'un niveau élevé des investissements publics
- **B. Place des organismes spécialisés**
 - Rôle du « Crédit national » (logement)
- **C. Importance d'un crédit largement dirigé.**
 - Un secteur bancaire (dépôt) nationalisé et cartellisé
- **D. Rôle de l'autofinancement**
 - Restauration de la profitabilité des entreprises

Sources des investissements (en %) de 1947 à 1967



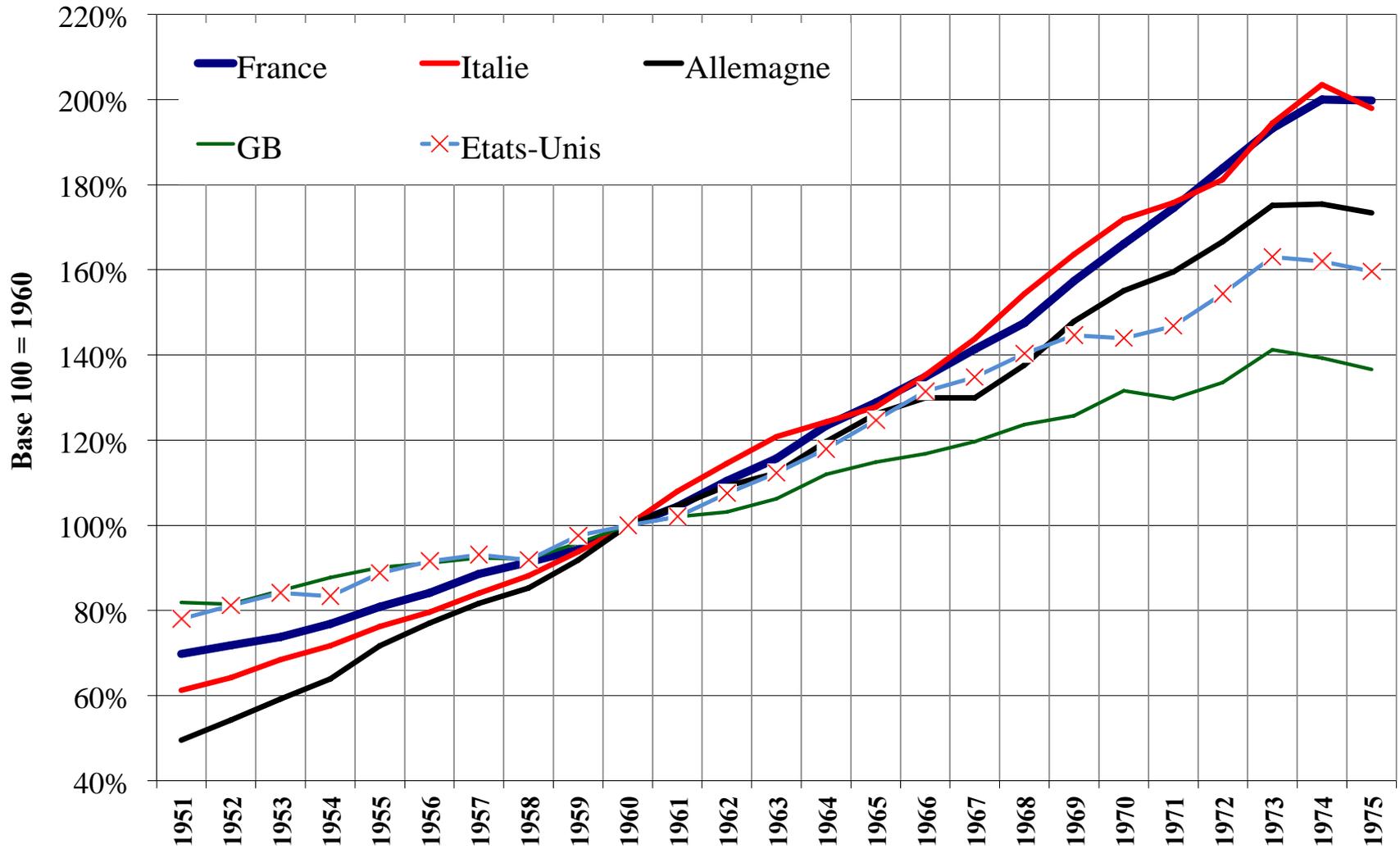
Part des crédits du FDES dans le total de l'investissement

| | 1948 | 1951 | 1954 | 1957 |
|------------------------------|-------|-------|------|------|
| Crédits d'investissement) | 178 | 1074 | 2465 | 4570 |
| Prêts FDES | 143 | 207 | 195 | 184 |
| FDES en % du total | 80,3% | 19,3% | 7,9% | 4,0% |

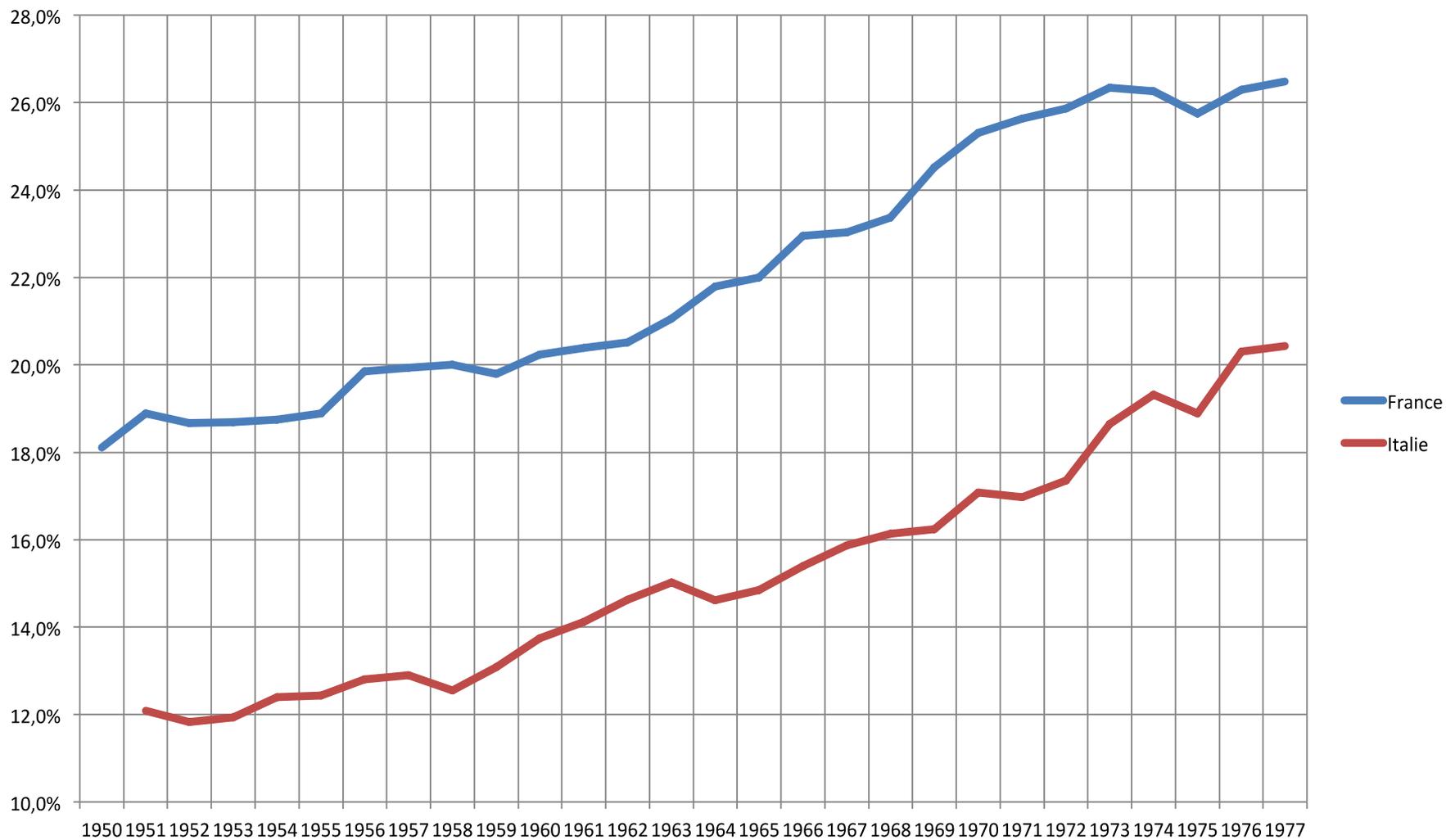
Des résultats parlants

- **A. Rythme élevé de la croissance.**
 - Une croissance rapide, avec une industrialisation soutenue d'une économie qui, en 1939, était encore largement agricole et rurale.
- **B. Restructuration du tissu industriel et territorial.**
 - Concentration des entreprises
 - Adoption de nouvelles techniques
 - Modernisation de l'agriculture
 - Gestion de « l'exode rural »
- **C. Capacité à gérer des crises locales (internes et externes)**
 - Crise de Suez
 - Crise du logement

Comparaison de la croissance de l'après-guerre



Part de la production industrielle dans le PIB



Un nouveau régime de croissance

- **Un financement largement administré qui permet de maintenir un niveau élevé d'investissement et diminue le niveau de risque porté par les investisseurs privés.**
- **Des gains élevés de productivité qui permettent de contenir les tensions inflationnistes.**
- **Une croissance importante de la consommation qui assure le débouché à la production.**

Croissance annuelle moyenne sur la période considérée

| | 1906-1913 | 1919-1930 | 1930-1939 | 1946-1958 | 1958-1968 | 1968-1974 |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Capacités de production | 2,9 | 3,0 | -0,1 | 5,9 | 5,7 | 5,5 |
| Taux moyen d'utilisation de ces capacités | 83,0% | 88,0% | 78,0% | 84,0% | 83,0% | 86,0% |
| Production | 3,4 | 5,0 | -1,2 | 5,9 | 5,7 | 5,9 |
| Emploi | 0,2 | 0,2 | -0,9 | -0,3 | 1,9 | 0,6 |
| Durée du travail | -0,1 | -0,7 | -1,7 | 0,3 | -0,1 | -0,9 |
| Productivité du travail | 3,3 | 5,5 | -0,4 | 5,9 | 3,9 | 6,2 |

Caractéristiques générales

- Une forte réglementation du secteur financier, situation qui peut inclure des contrôles de capitaux, une nationalisation d'une partie du secteur bancaire, mais aussi une politique agressive menée par le Trésor public et par la Banque Centrale, peut être extrêmement favorable au développement économique et industriel.
- La politique de crédit doit viser les externalités positives plutôt que d'aider sans conditions industries en déclin. Les entreprises doivent jouir d'une indépendance managériale **sans interventions des créanciers** et pour les entreprises publiques, ces dernières doivent recevoir des instructions générales de l'Etat et être libre de leurs choix de gestion. L'Etat doit veiller à ce que les prêts sont remboursés. La communication entre intervention publique et le secteur privé est essentielle et notamment la collecte et la diffusion de l'information sur les marchés.
- En France, les taux d'intérêts réels furent très bas de 1948 à 1970 dans un certain nombre de cas, négatifs. Les périodes dans lesquelles le taux d'intérêt réel a été négatif, ou pratiquement proche de 0, ont été celles où la part de l'autofinancement dans le financement des investissements a été historiquement la plus élevée.

III. La marche à la Financiarisation

- **A. Un contexte international changeant**
 - La fin des accords de Bretton Woods (1971-1973) et la flottaisons générales des monnaies.
 - Les effets de l'intégration européenne
 - La concurrence internationales dans le domaine bancaire et financier (et l'innovation financière)
- **B. Des pressions intérieures puissantes**
 - La montée des pressions inflationnistes à la suite de la baisse des gains de productivité.
 - Un mouvement de privatisation bancaire et financière.
 - La volonté de limiter la « pression sociale » après 1968

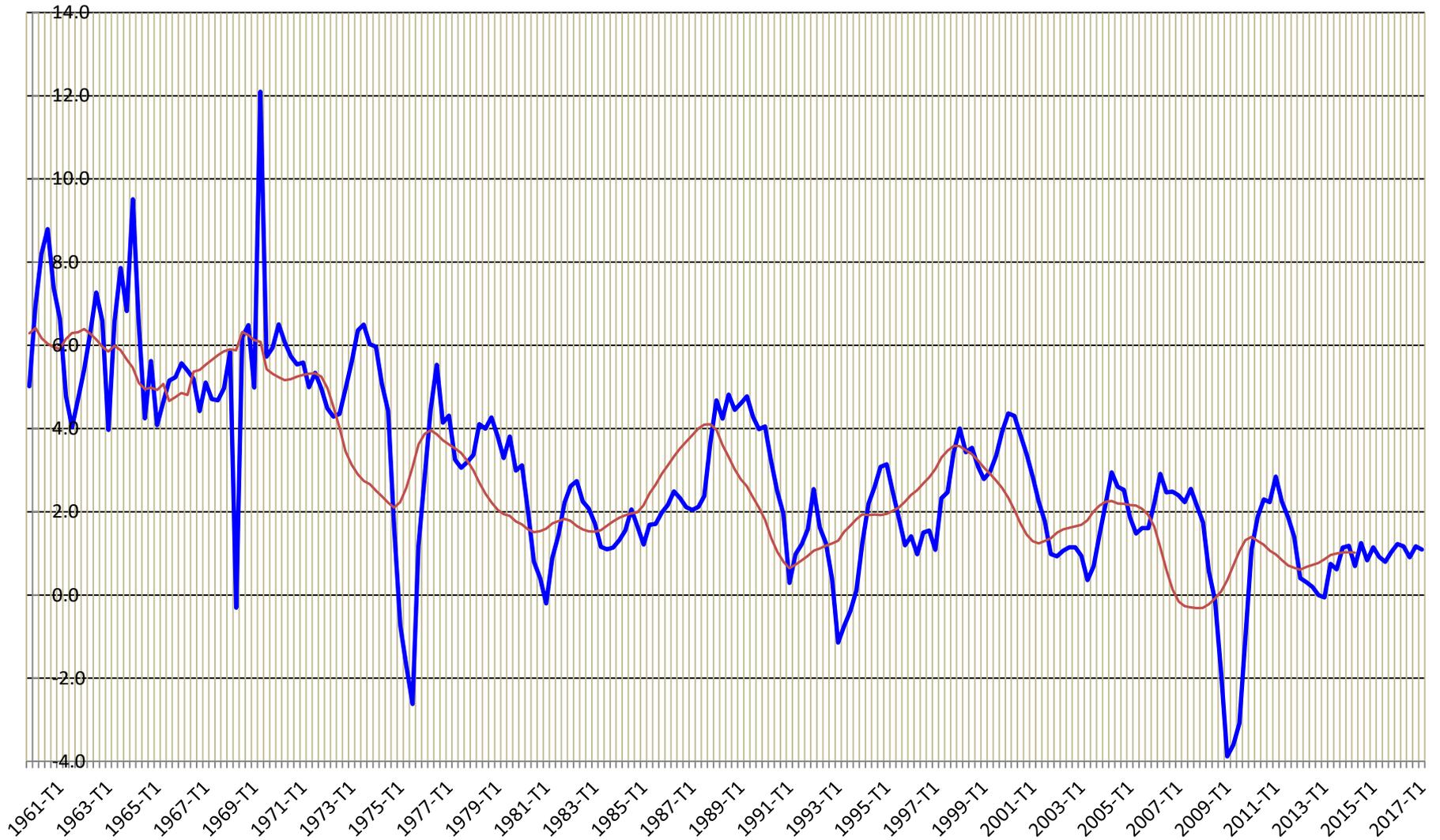
- **C. Des décisions politiques aux effets de long terme.**
 - Le « big bang » de 1986
 - La fin des réglementations prudentielles de l'après-guerre.
 - La décision de basculer vers la monnaie unique.
- **D. Un changement de régime d'accumulation?**
 - Le basculement d'une priorité salariale vers une priorité actionnariale
 - Un changement impulsé par l'Etat qui organise sa propre faillite?

Des résultats logiques, mais décevants

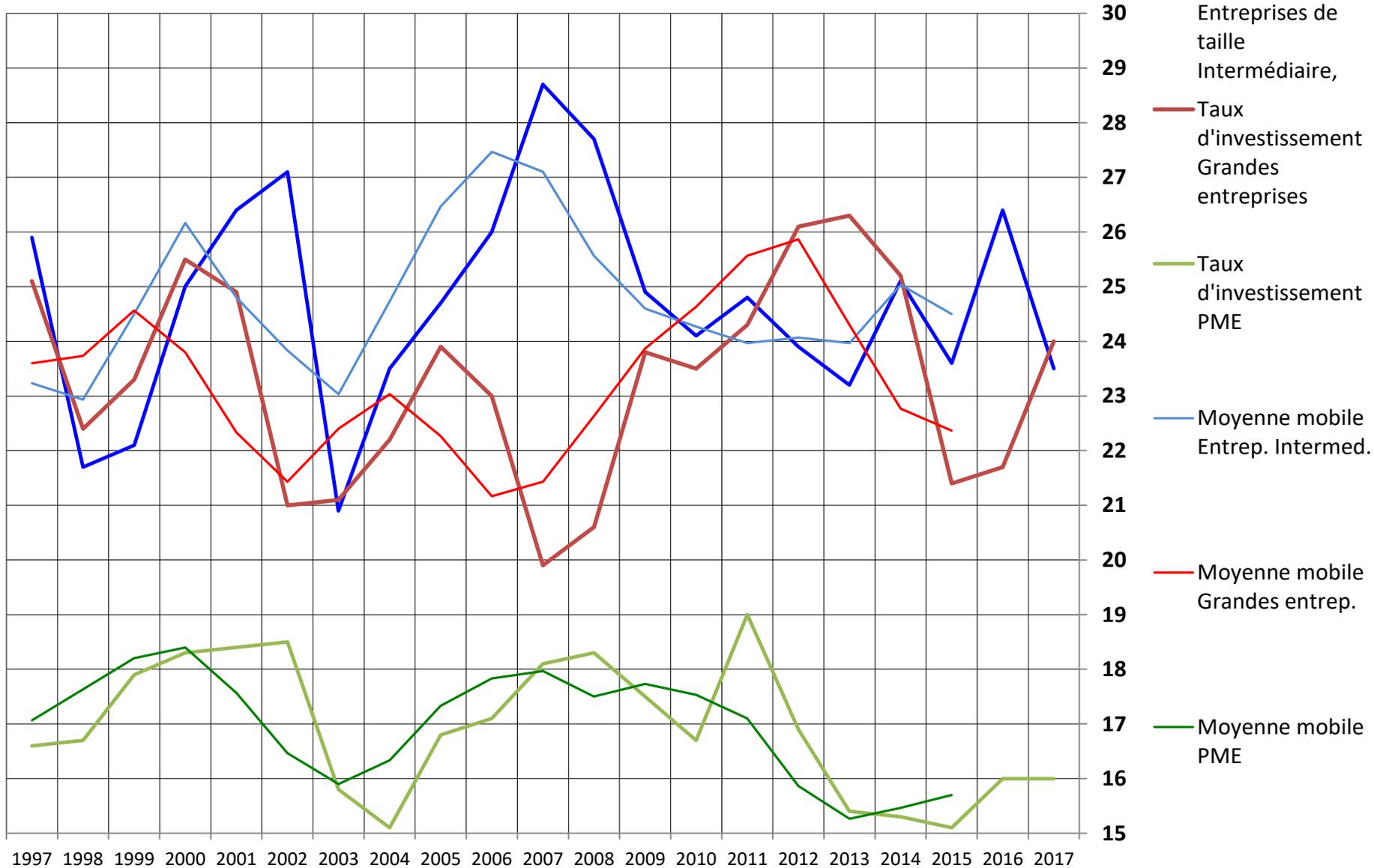
- **Une baisse régulière de la croissance et un phénomène de désindustrialisation du pays.**
- **Une forte instabilité du taux d'investissement des entreprises.**
- **Une faiblesse systémique du taux d'investissement des petites entreprises qui compromet le renouvellement du tissu industriel de la France.**

Baisse régulière de la croissance

PIB

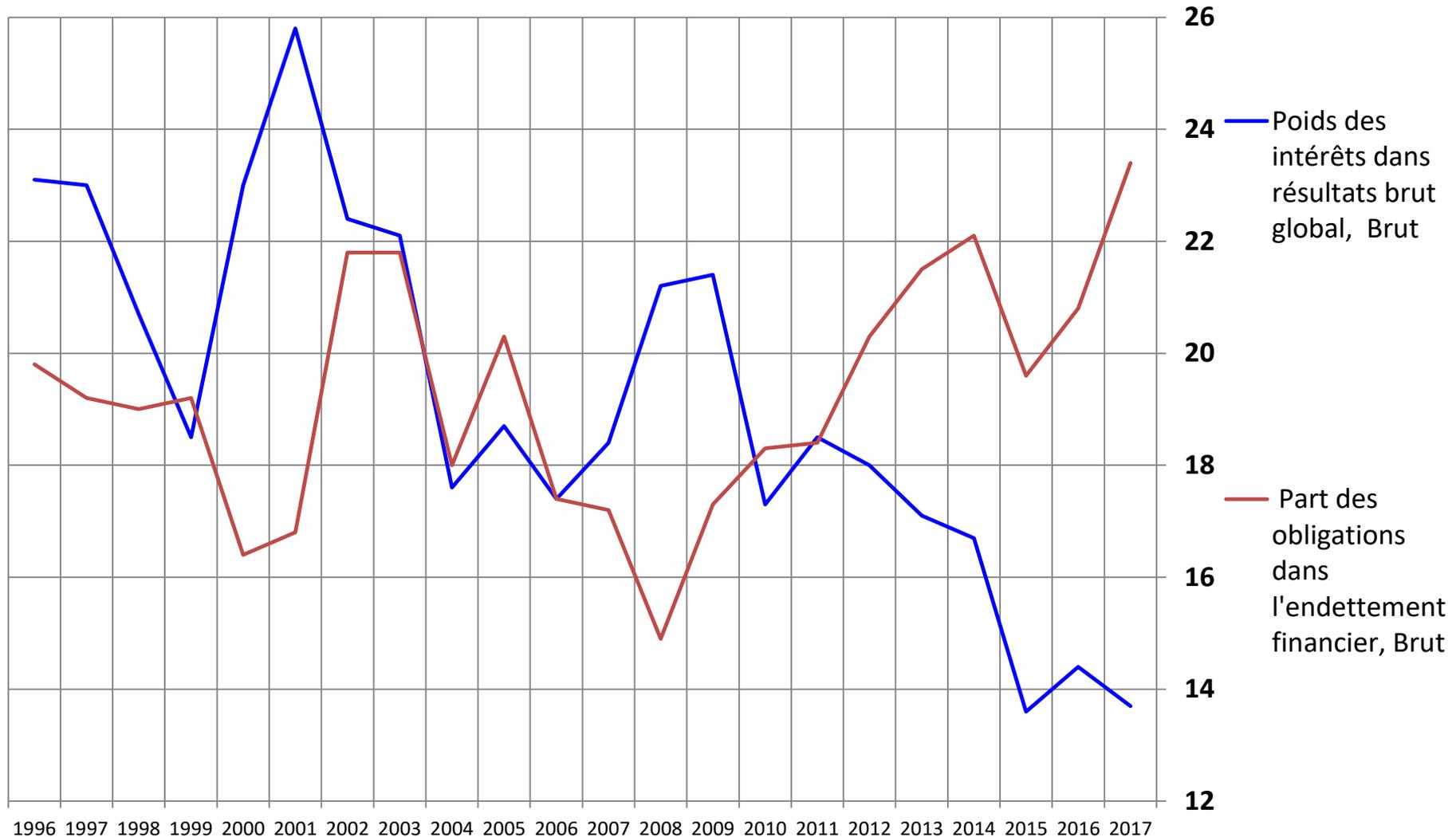


Taux d'investissement suivant la taille de l'entreprise



Le financement des entreprises devient de plus en plus dépendant du crédit titrisé

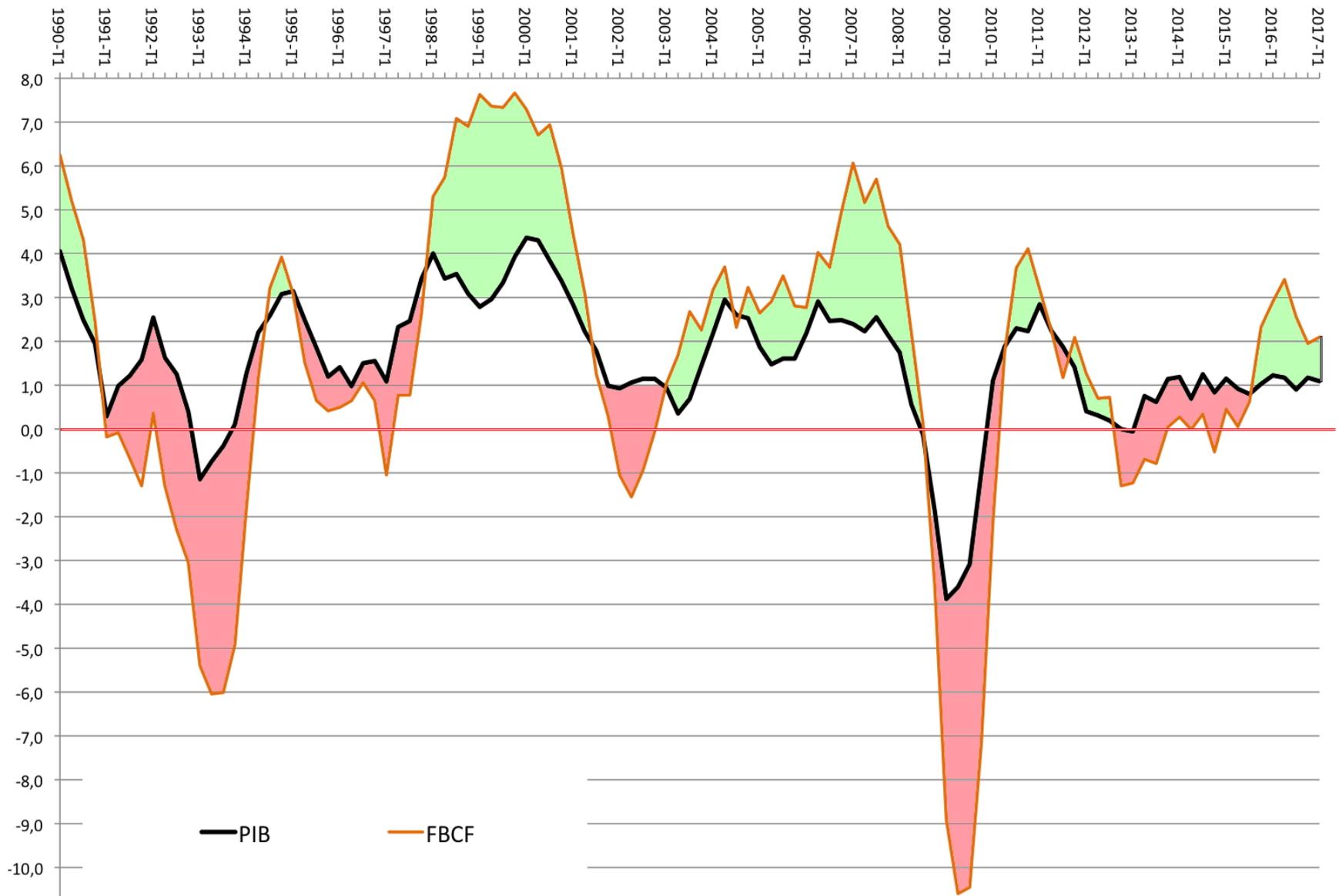
Répartition de la valeur ajoutée



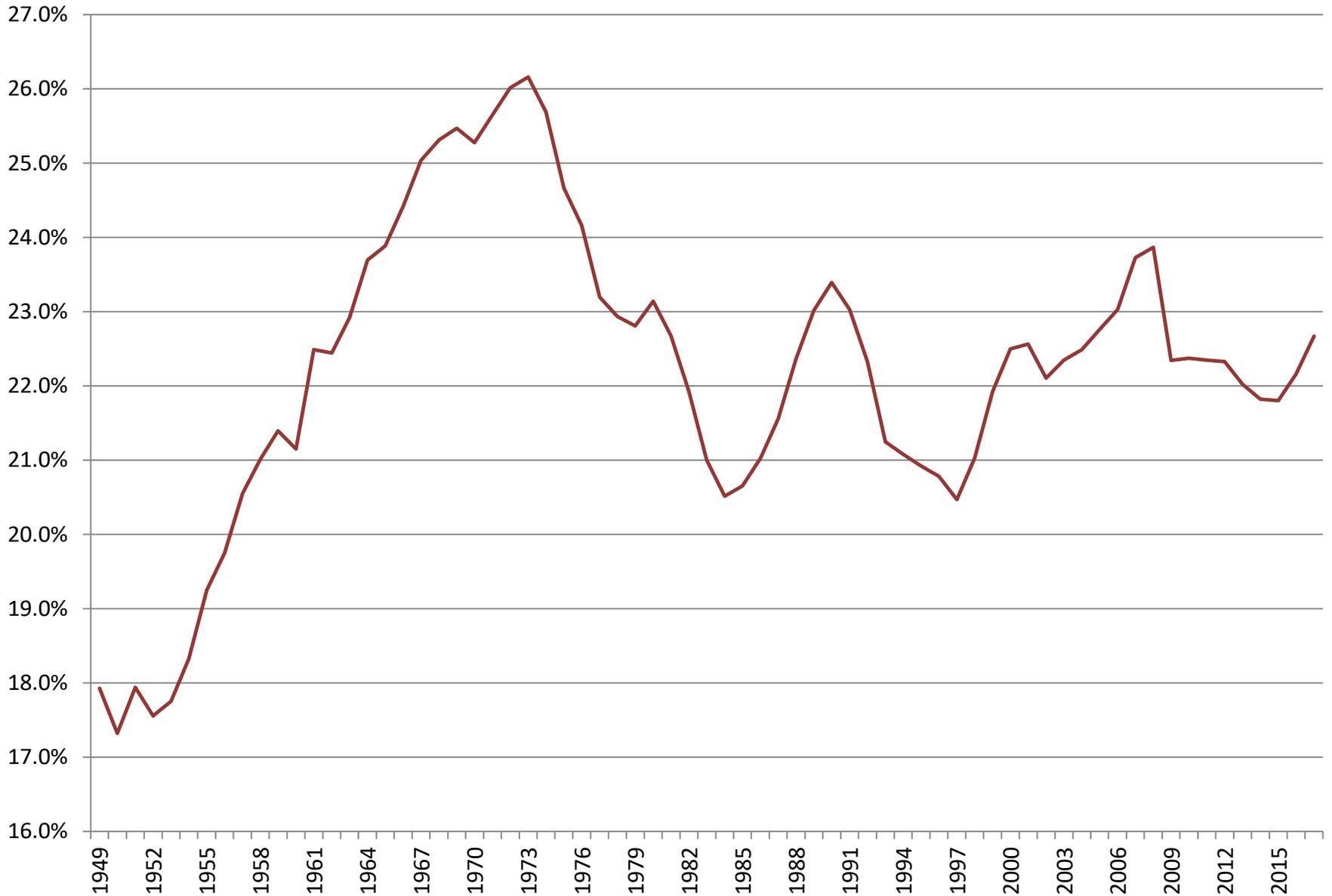
Un changement de régime?

- **L'investissement (FBCF) n'est plus désormais le moteur de la croissance.**
 - **L'ouverture du marché financier (1986) n'a pas provoqué de sursaut.**
 - **La contrainte semble désormais être bien plus en provenance de la profitabilité et du risque de l'investissement que des coûts.**
- **La baisse de la FBCF publique et de celle des ménages est inquiétante**
- **La consommation publique et privée stagne.**

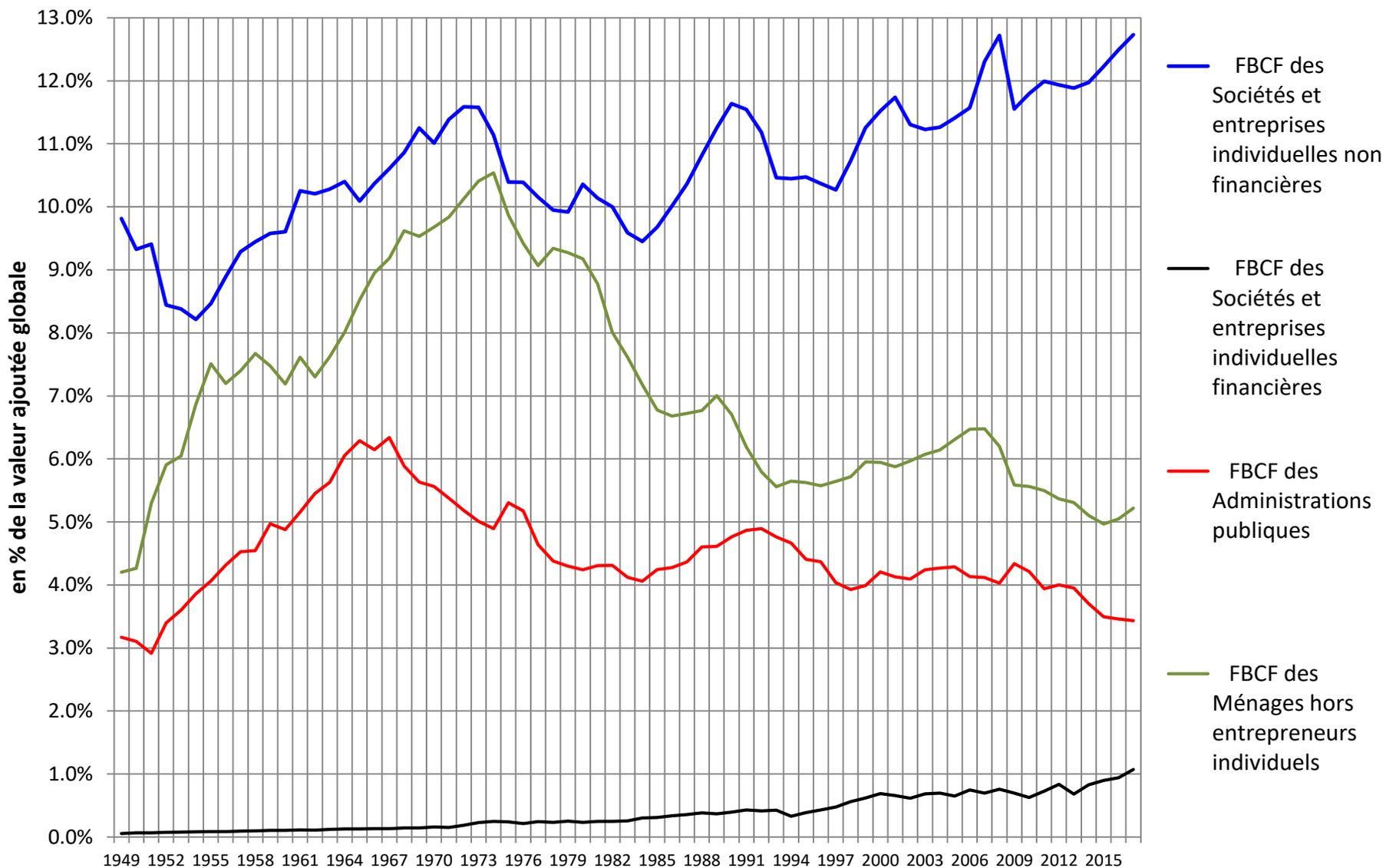
Taux de croissance du PIB et de la FBCF



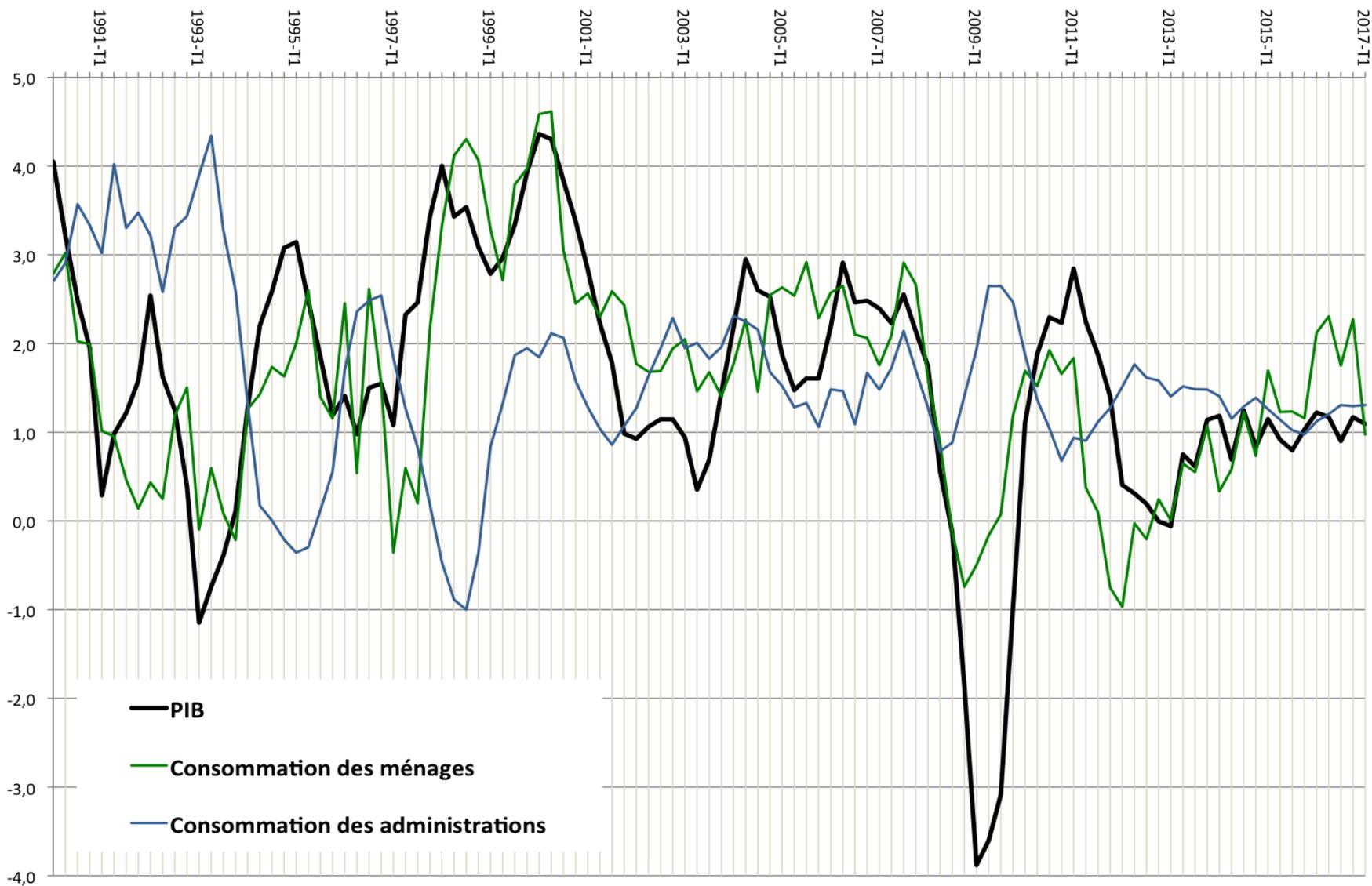
Part de la FBCF dans le PIB



Evolution de la FBCF en fonction de l'origine



Consommation des administrations et des ménages

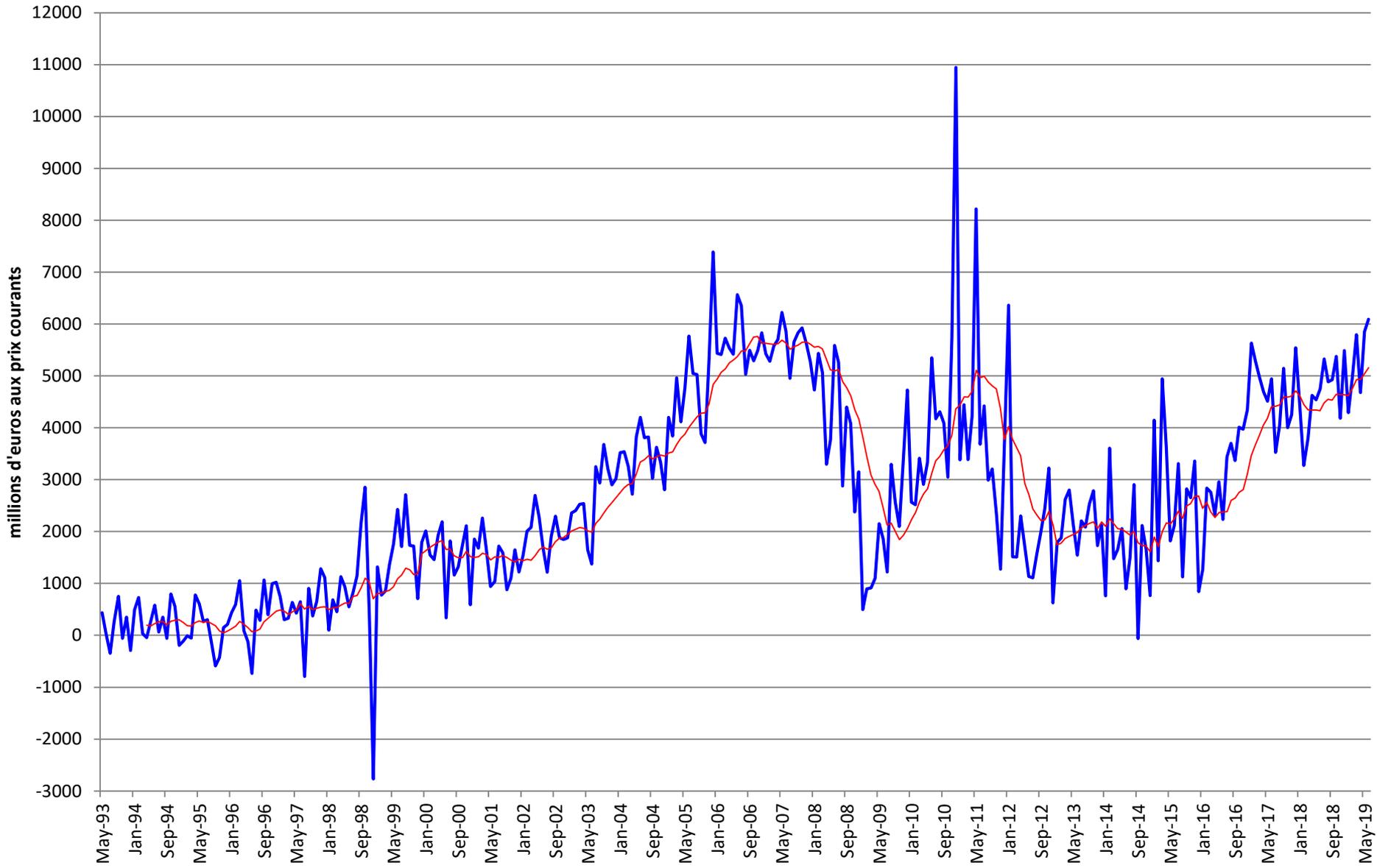


La politique monétaire a-t-elle remplacé la politique économique?

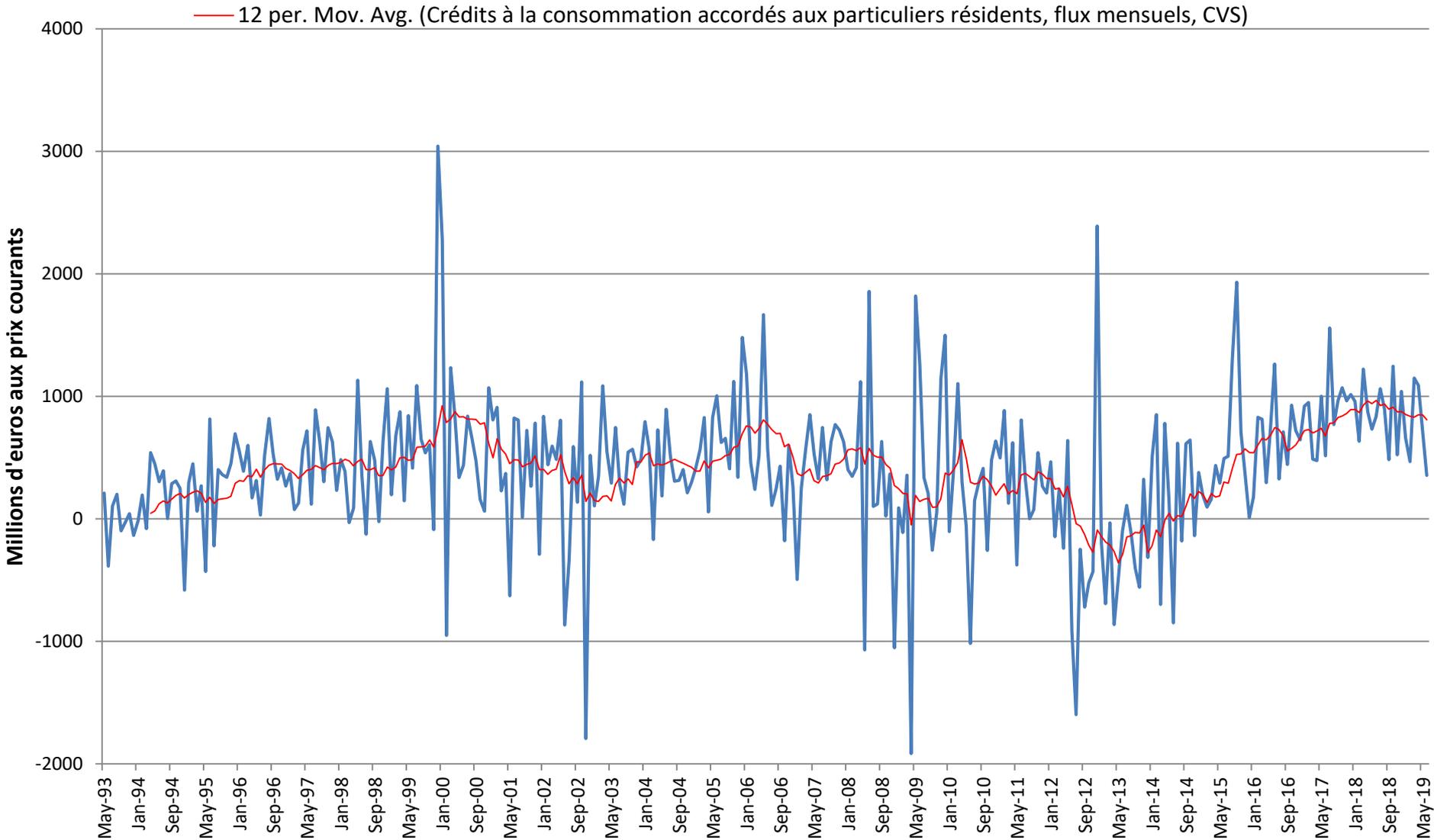
- **A. Les marges de manœuvres de la politique budgétaire se sont progressivement réduites et l'Etat a abandonné ses principaux leviers de politique économique.**
- **B. La politique de faible taux d'intérêts menée depuis 2015-2016 n'arrive pas à relancer le consommation, qui est contrainte par l'évolution des revenus.**

Crédits pour l'habitat aux particuliers

— 12 per. Mov. Avg. (Series1)



Crédits à la consommation accordés aux particuliers résidents, flux mensuels, CVS



Montée du poids des actionnaires

Situation financière des entreprises (en % du revenu global)

