



Institut Émile Vandervelde

PARTI SOCIALISTE

CRISE MONDIALE DES MARCHES FINANCIERS

POUR UN RETOUR À L'ÉCONOMIE RÉELLE

**RESTAURER L'ÉCONOMIE RÉELLE
POUR RESTAURER LA CONFIANCE**

ANALYSE ET PROPOSITIONS DU PS

Mercredi 24 septembre 2008

PLAN DE LA NOTE

De quoi parle-t-on ?

Quelques chiffres, en guise d'introduction

1. *L'origine de la crise des marchés financiers : une économie mondiale qui marche sur la tête*

Comment en est-on arrivé là ?

L'économie réelle ne pèse que 2,2 %...

Focus sur deux aspects ahurissants de la finance mondiale

2. *L'importance croissante des fonds spéculatifs ou « hedge funds »*

De quoi s'agit-il ?

Qui retrouve-t-on derrière ces « hedge funds » ?

Combien pèsent-ils ?

Le goût des « hedge funds » pour les paradis fiscaux

3. *Les paradis fiscaux, facteurs d'opacité du fonctionnement des marchés financiers*

Quelques chiffres

Quel lien avec la crise financière ?

4. *Chronique d'une catastrophe annoncée : des subprimes au concordat de Lehman Brothers*

Aux origines de la crise actuelle : le subprime

Pourquoi et comment les choses ont capoté ?

La crise du subprime est exemplative de toute crise des marchés financiers

**5. *Une crise des marchés financiers aux conséquences multiples
D'une crise à l'autre...***

D'une crise à l'autre : délaissant les subprimes, la spéculation s'est reportée sur les produits alimentaires et le marché pétrolier

D'une crise à l'autre : la crise des marchés financiers a contaminé l'économie réelle

D'une crise à l'autre : « vous avez aimé les subprimes, vous adorerez les ARM (« adjustable rate mortgage ») »

6. *L'amnésie des marchés financiers et l'aveuglement néo-libéral, obstacles au retour de l'économie réelle*

Il est une constante : l'amnésie des marchés financiers et de la pensée néo-libérale

7. *Les propositions du PS pour le retour de l'économie réelle*

Une régulation globalisée adaptée à une économie globalisée

Un nouveau pacte économique mondial doit émerger

Propositions

Focus sur les agences de notation financière

Focus sur l'évolution des débats au niveau européen

Demandes immédiates du PS

De quoi parle-t-on ?

Pour le PS, l'économie a d'abord et avant tout pour but de produire des biens et des services en vue de satisfaire les besoins des GENS, des entreprises et des pouvoirs publics.

Cette économie productive, à travers la répartition des richesses produites et le financement des protections sociales, permet l'élévation du niveau de vie et du bien être des populations.

Les marchés financiers ¹ ont pour vocation de soutenir cette économie réelle, notamment en fournissant aux acteurs économiques les capitaux nécessaires au financement de leurs investissements.

En ce sens, **l'économie financière doit être au service de l'économie réelle.**

Depuis de nombreuses années, **c'est pourtant l'inverse que l'on observe** : la financiarisation excessive de l'économie, facilitée par sa globalisation mondiale, pèse négativement sur l'économie réelle et sur le bien être social des populations.

La crise actuelle est la conséquence inévitable d'une régulation insuffisante des marchés financiers dominés par une frénésie spéculative.

Quelques chiffres, en guise d'introduction

- l'économie réelle – les échanges de biens et de services – ne représentent plus aujourd'hui que **2,2 %** des échanges financiers mondiaux, soit **44 800 milliards de dollars** ² sur un volume global annuel de **2 069 300 milliards de dollars** ;

- de **1 000 milliards de dollars** en 1980, les transactions sur les produits financiers dérivés représentent aujourd'hui un volume annuel d' **1 406 900 milliards de dollars** ³ ;

¹ Les marchés financiers, sont les marchés où sont effectuées les transactions sur des actifs financiers et, de plus en plus, leurs produits dérivés. Il existe plusieurs marchés financiers, qu'on peut par ordre de volumes négociés décroissants, classer comme suit :

- les marchés de taux d'intérêt, c'est-à-dire les marchés de la dette, qu'il est d'usage de séparer en marché monétaire pour les dettes à court terme (moins d'un, deux ou même parfois trois ans à son émission) et marché obligataire pour les dettes originellement à moyen ou long terme ;
- les marchés des changes où l'on échange des devises les unes contre les autres ;
- les marchés d'actions, c'est-à-dire des titres de propriété des entreprises ;
- les marchés des métaux précieux : l'or et l'argent ;

² Le Monde, 5 septembre 2008 :

³ Ibidem ;

- plus de **1 000 milliards de dollars** ont été injectés dans le marché des *subprimes* aux Etats-Unis (nous y reviendrons), autrement dit dans des prêts accordés « *aux emprunteurs les plus pauvres du pays* »⁴ ;

- de **1 à 3 millions d'Américains** ont perdu ou perdront définitivement leur logement suite à la crise des *subprimes*⁵ ; 14 millions d'Américains ont une hypothèque supérieure à la valeur de leur maison⁶ ;

- Début 2008, les banques américaines ont annoncé une perte totale due à la crise des *subprimes* de **108,3 milliards de dollars (75 milliards d'euros)**⁷ ;

- En janvier 2008, la Société générale (France) annonce avoir perdu **4,9 milliards d'euros** à cause de l'action d'un des ses traders et doit passer plus de **2 milliards** de dépréciation à cause des *subprimes* ;

- depuis le début de cette nouvelle crise, **la FED** (Réserve fédérale américaine) est déjà intervenue à hauteur de **180 milliards de dollars** sur les marchés financiers pour les rendre plus liquides. Mais depuis la crise des *subprimes*, soit mi-2007, la FED a renfloué le marché à hauteur de **900 milliards de dollars**. **La BCE** de son côté a « offert » au marché **125 milliards d'euros** depuis le lundi 15 septembre⁸ ;

- les contribuables américains pourraient avoir à payer **1 000 milliards de dollars** pour permettre à la FED de remonter la pente⁹ ;

⁴ Chiffre cité par Kenneth ROGOFF, ex-chef economist du FMI, Professeur à Harvard, in «Trends Tendances », 18 septembre 2008, page 18 ;

⁵ Chiffre cité par le président de la Commission bancaire du Sénat des États-Unis, Christopher DODD qui a estimé qu'entre un à trois millions d'Américains pouvaient perdre leur logement suite à cette crise. « *À cause de certains types de crédits accordés entre 2004 et 2006, les modifications (d'intérêts, NDLR) peuvent faire passer les mensualités de 400 dollars à plus de 1 500 dollars, pour les gens qui ont pris les typiques crédits hypothécaires à risques qui offraient des taux d'intérêt au rabais au démarrage* », a ajouté le sénateur démocrate du Connecticut. Les procédures de saisie ont ainsi atteint 180 000 environ en juillet, deux fois plus qu'en juillet 2006, et dépassent la barre du million depuis le début de l'année, soit 60 % de plus qu'il y a un an, selon la société RealtyTrac, », Le Figaro, 14 octobre 2007 » ;

⁶ STIGLITZ J., in l'Echo, 20 septembre 2008 ;

⁷

(en milliards de dollars)

Banques	Pertes
Merril Lynch	24,5
Citigroup	22,1
UBS	14,4
HSBC	10,7
Morgan Stanley	9,4
Bank of America	7,9
Washington Mutual	6,5
Crédit agricole	4,9
Wachovia	4,7
JPMorgan Chase	3,2

Total : 108,30 milliards de dollars
ou 75 milliards d'euros

(Source : Bloomberg, in « Alternatives économiques », Février 2008, n°266)

⁸ L'Echo, 18 septembre 2008. En période de crise, les banques rechignent à se prêter de l'argent. La FED supplée à ce rôle de prêteur, ce qui accroît la liquidité d'un marché en phase de raidissement ;

⁹ ROGOFF K., op.cit ;

- avant qu'elle n'annonce son état de faillite, la compagnie Lehman Brothers affichait un encours de dette de **613 milliards de dollars** pour des actifs de **639 milliards** (chiffres avancés par Lehman) ¹⁰;

- les obligations émises par Lehman Brothers devraient perdre 40 % de leur valeur, ce qui se traduit par **une perte pour les banques belges de 137 millions d'euros pour Fortis, 145 millions d'euros pour KBC, et 350 millions pour Dexia** ¹¹ ;

- on doit cependant ajouter à ces dernières pertes, celles que ces trois banques avaient déjà enregistrées dès le déclenchement de la crise des *subprimes* en 2007, et rendues publiques en mars 2008, **soit 2,45 milliards de perte dont 1,9 milliard de pertes pour Fortis** ¹² ;

- pour les banques françaises, la situation n'est guère meilleure : **BNP Paribas a perdu 2,8 milliards d'euros** (dont 2,4 en raison des subprimes et 400 millions en raison de la faillite de Lehman), **Natixis a perdu 5,7 milliards** (dont 5,6 en raison des subprimes et 100 millions à cause de Lehman) et le **Crédit Agricole a quant à lui perdu 6 milliards** (dont 27 millions à cause de Lehman) ;

- malgré la crise des *subprimes*, 66 milliards de dollars de primes auraient été accordés en 2007 par les cinq premières banques américaines à leurs collaborateurs ¹³,

- l'ex patron de Merrill Lynch, que l'on sait responsable de la chute de sa compagnie, a perçu une indemnité de départ de 160 millions de dollars, soit 109 millions d'euros soit 3 375 fois le salaire annuel brut (moyen) d'un travailleur belge ¹⁴ ;

- pour « restaurer la confiance », le gouvernement américain a annoncé jeudi 18 septembre en soirée, qu'il injecterait **700 milliards de dollars additionnels** pour rassurer les marchés, soit la somme cumulée des budgets américains de la Défense, de la Sécurité sociale et de l'Éducation, **soit encore 1,5 fois le PIB de la Belgique**. Ce plan de sauvetage, qualifié de « monstrueux » pour les contribuables américains par J. STIGLITZ, prix Nobel d'économie, devrait selon lui coûter **2 000 dollars par citoyen** ¹⁵ !

¹⁰ L'Echo 15 septembre 2008 ; D'autres sources parlent d'actifs de 400 milliards de dollars (Le Nouvel Observateur, 17 septembre 2008) ;

¹¹ Trends Tendances, 18 septembre et L'Echo, 19 septembre 2008 ;

¹² Trends Tendances, 12 mars 2008 ;

¹³ Le Monde, 19 septembre 2008 ;

¹⁴ Le Soir, 22 septembre 2008 ; Le salaire moyen du secteur privé belge est tiré d'une étude du Dulbea ;

¹⁵ La Libre Belgique, 22 septembre 2008 ;

Au-delà de ces premiers constats et de ces chiffres symptomatiques, il est essentiel de comprendre pourquoi et comment on en est arrivé là.

Sur cette base, des réformes en profondeur peuvent être proposées, réformes qui s'imposent si l'on veut restaurer le primat de l'économie réelle sur « *l'économie casino* ¹⁶ ».

L'enjeu est de taille si l'on veut éviter à l'avenir les drames économiques et sociaux qu'engendrent cette dérégulation et ces crises à répétition.

1. *L'origine de la crise des marchés financiers : une économie mondiale qui marche sur la tête*

A la base, les marchés financiers sont des espaces où s'échangent des actifs financiers (devises, actions, obligations) et où les entreprises empruntent ou lèvent des capitaux pour financer leurs investissements.

Toutefois, et de manière exponentielle, des transactions financières sans lien direct avec un besoin économique réel, ont envahi ces marchés.

Comment en est-on arrivé là ?

Une vision néolibérale de l'économie a conduit à une large libération des taux de change et des taux d'intérêts de **la tutelle des Etats** ^{17 18}, considérant qu'il s'agissait de la meilleure garantie d'optimiser le financement et le fonctionnement de l'activité économique.

Ce **fonctionnement sans contrôle** de l'offre et de la demande a entraîné des variations de taux de change et de taux d'intérêts, avec des conséquences néfastes pour les entreprises.

Ces variations étaient en effet souvent synonymes de pertes sèches pour les entreprises.

Les marchés ont alors proposé leur parade : les opérations de couverture.

Les banques, adeptes de "*l'innovation financière*", ont offert des produits de couverture permettant aux entreprises de s'assurer contre ces fluctuations.

¹⁶ Expression dont on oublie la parenté : J.M. KEYNES ;

¹⁷ MORIN F et JOSPIN L., « *Faire face à la déraison financière* », Le Monde, 5 septembre 2008 ;

¹⁸ Il est vrai qu'à certains moments, certaines banques centrales interviennent, avec des objectifs de politique économique, pour « cadrer » les taux d'intérêts (à l'instar de la FED à qui l'on reproche aujourd'hui d'avoir, par sa politique de bas taux d'intérêt en vue de soutenir la croissance, d'avoir favorisé la crise des *subprimes*). On doit aussi, pour nuancer les choses, se rappeler que la création de l'Euro a induit la disparition de nombreux marchés de change;

En somme, on a libéralisé les prix pour se protéger ensuite contre leurs variations.

De ce fonctionnement libéralisé du marché, a résulté une explosion folle de la sphère financière, à travers l'énorme développement des produits dérivés ¹⁹ et des spéculations sur les changes.

Ces opérations ont en effet pris rapidement une double face : **de produits de couverture à la base, elles sont passées au stade d'instruments de spéculation**, le risque étant transféré, selon des chaînes souvent longues, à des spéculateurs qui opèrent souvent à travers des *hedge funds* (ou fonds d'investissement spéculatifs).

La raison d'être des marchés financiers – croiser offre et demande de capitaux pour financer des besoins économiques réels – est progressivement devenue secondaire par rapport aux dynamiques spéculatives.

Se sont alors négociés sur les marchés financiers mondiaux des crédits titrisés (une banque qui a consenti un prêt, transforme ce crédit en titre qu'elle revend à un autre opérateur), des produits dérivés, des achats d'actions en vue, non pas

¹⁹ **Focus sur les produits dérivés** (1 406 900 milliards d'échanges par an !).

Un **produit dérivé** est un instrument financier dont la valeur fluctue en fonction de l'évolution du taux ou du prix d'un autre produit appelé sous-jacent (d'où l'expression « dérivé ». Sa valeur « dérive » de la valeur d'un actif sous-jacent). A l'origine, les produits dérivés ont été créés pour permettre aux entreprises de se couvrir contre différents types de risques financiers : le risque de taux d'intérêt, le risque de change, le risque de cours des matières premières ou encore le risque de crédit/contrepartie.

Deux exemples permettent de comprendre et de montrer l'évolution de ces produits vers la spéculation :

1. Un agriculteur et une compagnie céréalière conviennent du droit (pas de l'obligation) pour l'agriculteur de vendre 1 000 tonnes de blé pendant une période d'un mois à tel prix déterminé. L'agriculteur dispose d'une *option de vente*. Durant cette période, soit le cours du blé augmente et l'agriculteur n'enregistre pas de gain supplémentaire s'il décide de vendre, soit le cours baisse et l'agriculteur a la possibilité d'échapper à une perte sèche. L'agriculteur s'est couvert contre le risque de variation du cours du blé. L'*option* dont dispose l'agriculteur (le produit dérivé des 1 000 tonnes de blé) est une *position* qui se voit attribuer une valeur par les marchés financiers, ouvrant la possibilité à des transactions ayant pour objet cette position, indépendamment de l'actif sous-jacent (le blé);

2. Une banque A a prêté sur les marchés à des taux d'intérêts variables et une banque B a prêté pour sa part à des taux d'intérêts fixes. La banque A veut, pour des raisons qui lui sont propres, minimiser ses risques. La banque B, pour des raisons qui lui sont tout aussi propres, est disposée à prendre un peu plus de risque. Elles décident de s'échanger leurs positions et font un *swap*. Ce *swap de taux* est un contrat d'échange entre ces deux banques qui s'engagent à se régler mutuellement des flux d'intérêts périodiques selon un calendrier prédéfini. Il n'y a **pas d'échange de capital**, seulement l'échange de flux d'intérêt (du variable contre du fixe et vice versa).

L'actif sous-jacent peut être une action cotée en bourse, un indice boursier, comme le BEL 20, une unité négociable d'une matière première (blé, pétrole, cuivre, ...), un taux de change, les flux d'intérêt que générerait un prêt d'une date de départ, d'une durée et d'un taux donnés, etc.

L'imagination des participants aux marchés financiers semble infinie et de nouveaux types tant de dérivés que de sous-jacents naissent régulièrement, certains pour disparaître rapidement faute d'intérêt suffisant, mais beaucoup pour rester durablement ;

de capitaliser durablement une société, mais de spéculer sur une hausse à court terme de la cote de ces actions, etc.

Cette évolution a été source de dérives et a provoqué des **bulles spéculatives, détachées de tout substrat économique réel.**

Il faut ajouter à cela la complexification des produits vendus sur les marchés financiers. La gestion, par exemple, de certains produits dérivés devient une affaire d'initiés qui n'est plus voué qu'à certains analystes financiers.

Cette complexité est source d'opacité, et compromet tant le contrôle public externe que le contrôle interne.

L'économie réelle ne pèse que 2,2 %...

En 2005, dans les transactions interbancaires de la planète, là où se nouent tous les règlements monétaires, le volume des transactions consacrées à l'économie réelle (biens et services produits pendant une année, par exemple l'année 2005) est spectaculairement faible, puisque celui-ci représente moins de **2,2 %** de la totalité des échanges monétaires, soit **44 800 milliards de dollars** sur un volume global de **2 069 300 milliards de dollars** ²⁰.

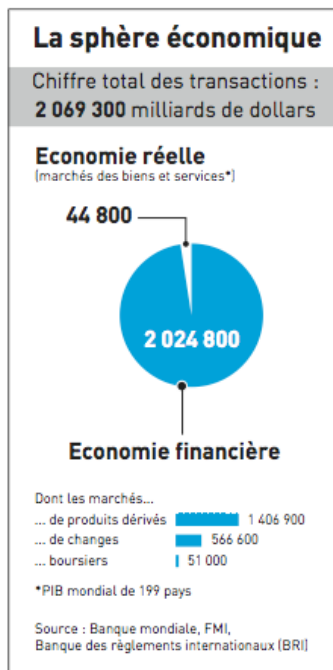
Par contre, les transactions sur produits dérivés, toutes catégories confondues, qui représentaient moins de **1 000 milliards de dollars** au début des années 1980 se montent vingt-cinq ans plus tard à **1 406 000 milliards dollars** ²¹!

On le voit, **l'économie mondiale marche sur la tête**, une tête financière hypertrophiée et malade. **L'économie de marché, désormais seul mode de production sur la planète, est aspirée et dérégulée par sa finance**²².

²⁰ Le Monde, 5 septembre 2008 ;

²¹ Ibidem ;

²² MORIN F et JOSPIN L.,op.cit ;



Source : Le Monde, 5 septembre 2008

Focus : deux aspects ahurissants du fonctionnement de la finance mondiale : le « trading informatique » et le « short selling »

Le « trading informatique »

Réagissant dans les colonnes du journal « Le Soir »²³ aux volumes records qu'a connu Euronext ces derniers jours (et en particulier depuis l'annonce du « plan de sauvetage américain »), le Président d'Euronext répondait à la question : « Qui a acheté et qui a vendu ? » :

Voici sa réponse :

« Nous avons eu des volumes inouïs : ces trois derniers jours, on a échangé sur Euronext Bruxelles plus d'un milliard d'euros par séance. C'est deux fois plus qu'en temps normal.

Il n'y a pas eu beaucoup de particuliers. Je crois qu'ils n'ont pas représenté plus de 3 ou 4 % du volume.

A 80 %, les ordres sont venus des investisseurs étrangers. Il y a eu visiblement beaucoup de trading informatique : ces « robots » réagissent à la présence dans les dépêches d'un ensemble de mots (par exemple « Bernanke », « inflation », « pétrole »... et ils lancent un ordre d'achat sur une valeur pétrolière). Ces ordres algorithmiques, qui sont lancés par des fonds d'investissement, sont une bonne chose pour la Bourse, car ils donnent de la liquidité ».

L'économie financière, et ce qui en dépend (l'économie réelle), tiendrait donc pour une large part à des programmes informatiques lançant automatiquement des ordres d'achats et de ventes et fonctionnant sur base de mots clés, sans aucune intervention humaine.

²³ Le Soir, 20 septembre 2008, interview de Bruno COLMANT, Président d'Euronext ;

Le « short selling »

La technique est très simple et très fréquente : on vend aujourd'hui des titres que l'on ne possède pas, mais que l'on a emprunté²⁴, et qu'on achètera demain, en tablant sur le fait qu'entre-temps, lors de l'achat effectif, la valeur de ces titres aura baissé.

Le but : réaliser un gain substantiel (la différence entre le prix de vente d'aujourd'hui et le prix d'achat de demain) en spéculant sur une tendance baissière des marchés financiers (ce qui au passage a tendance à accélérer cette baisse...).

Heureusement, en raison de la crise, les gendarmes de la Bourse à Londres et aux Etats-Unis, viennent de restreindre ces ventes à découvert.

La CBFA chez nous a emboîté le pas, pour certains segments mais pour... 3 mois (peut être renouvelables ...) ²⁵.

²⁴ L'emprunt des titres donne le droit de les revendre, pour autant qu'on en restitue l'équivalent en nombre à l'échéance fixée ; L'Echo indique que certains investisseurs ne prennent même plus la peine d'emprunter les titres au préalable pour les jouer à la baisse, L'Echo, 23 septembre, 2008 :

²⁵ L'Echo, 23 septembre 2008, p.17 ;

2. *L'importance croissante des fonds spéculatifs ou « hedge funds » : leur opacité, leur stratégie d'investissement à très court terme et leur goût pour les paradis fiscaux procèdent de la dérégulation des marchés financiers et la nourrissent*

Il faudrait sans doute consacrer à ce seul thème des « *hedge funds* » une analyse séparée. On peut ici très utilement se référer aux travaux du PSE ²⁶ sur le sujet, lesquels sont en passe d'aboutir à l'adoption d'une résolution par le Parlement européen.

De quoi s'agit-il ?

Il s'agit de fonds utilisant des techniques de spéculation très agressives comme les vente à découvert (voir ci-dessous) ou la négociation de produits dérivés.

Leur gestion est dite « alternative » en ce qu'ils parient à la hausse comme à la baisse.

Qui retrouve-t-on derrière ces « hedges funds » ?

Les capitaux seraient détenus à ²⁷:

- 31 % par des personnes privées (souvent fortunées) ;
- 31 % par des « fonds de fonds » (souscrits eux même par toutes sortes d'investisseurs) ;
- 14 % par des fonds de pensions ;
- 12 % par des entreprises et des institutions ;
- 12 % par des fondations

Combien pèsent-ils ?

Le Monde cite pour **début 2008**, un montant total d'actifs détenus par ces fonds de **2 250 milliards de dollars, soit 4,36 fois le PIB de la Belgique** ²⁸.

²⁶ PSE, «*L'économie sociale de marché doit primer. Une nouvelle stratégie pour les fonds spéculatifs et de capital d'investissement* », Résolution adoptée par le PSE le 22 novembre 2007 ; http://www.pes.org/downloads/Financial_markets_FR.pdf ;

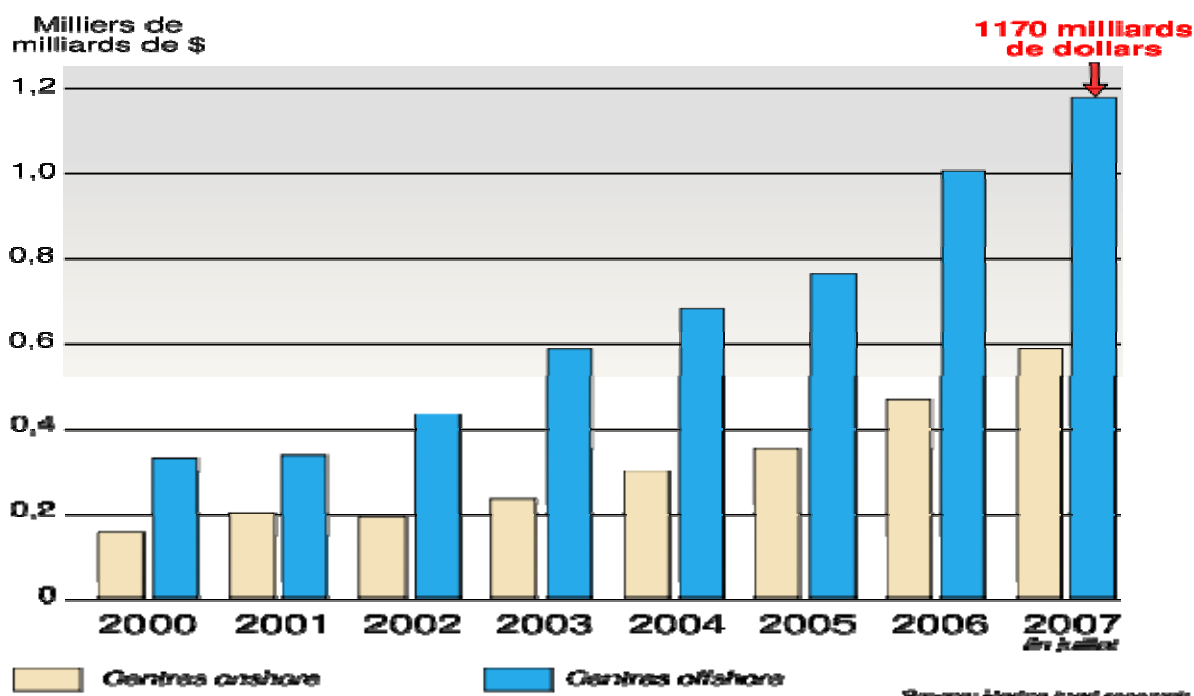
²⁷ Le Monde 23 septembre 2008 (prenant comme source l'International Financial Services London) ;

²⁸ Le Monde, 23 septembre 2008 ;

Le goût des « hedge funds » pour les paradis fiscaux

Un élément cependant assez méconnu permet de se rendre compte de leur impact potentiel sur la crise des marchés financiers, ces dernières années : le goût des « hedge funds » pour les paradis fiscaux. Ce n'est certes pas chose neuve, mais cela ne facilite pas la transparence des marchés financiers ²⁹.

Ce tableau, dressant une situation à la **mi-2007**, donne un aperçu du phénomène.



Les Iles Caïman et les Iles Vierges britanniques où résideraient respectivement 39 % et 11 % des *hedge funds* ³⁰, semblent les attirer tout particulièrement.

²⁹ Pour une analyse plus précise, avec une ventilation par paradis fiscaux, voyez http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Hedge_Funds_2007.pdf

³⁰ Le Monde, 23 novembre 2008 ;

3. Les paradis fiscaux, facteurs d'opacité du fonctionnement des marchés financiers

Les paradis fiscaux, par leurs attributs (impôt inexistant ou symbolique, opacité totale, secret bancaire, accueil de sociétés sans activités économiques), constituent pour les autres Etats un véritable fléau.

L'affaire récente du Liechtenstein, qui n'a pas épargné la Belgique, en est la preuve ³¹.

Non seulement, ils privent les autres Etats d'importantes recettes fiscales (les conséquences se chiffrent en milliards d'euros), mais ils contribuent à rendre opaque le fonctionnement des marchés financiers.

Quelques chiffres

- L'OCDE dénombre 38 paradis fiscaux ³² ;
- La plupart des banques et les fonds spéculatifs (ou *hedge funds*) localisent abondamment leurs capitaux dans les paradis fiscaux (voir supra.) ³³ ;
- 30 % des bénéfices étrangers des multinationales américaines seraient réalisés dans 9 paradis fiscaux ³⁴ ;
- une filiale établie dans un paradis fiscal réaliserait en moyenne une économie d'impôt de 20,8 % par rapport à une autre filiale située dans un pays voisin qui n'est pas un paradis fiscal ³⁵ ;

³¹ « Il y a quelques mois, fin février, éclatait l'affaire du Liechtenstein. Un CD-Rom, acheté par les services secrets allemands, divulguait une liste de 1 400 fraudeurs présumés du fisc (dont 600 Allemands, 400 Italiens, 200 Français, 100 Américains, etc.), ayant confié, en 2002, plus de 4 milliards d'euros à la banque liechtensteinoise LGT. Berlin aurait déjà récupéré 500 millions d'euros auprès de 200 fraudeurs. Et Paris espère faire rentrer un milliard d'euros dans ses caisses. En réaction à cette affaire, les deux pays ont dénoncé l'opacité des paradis fiscaux et ont promis l'étude de mesures de rétorsion au niveau international (La Croix, 16 mai 2008) » ;

³² http://www.oecd.org/document/32/0,3343,en_2649_33745_34003040_1_1_1_1,00.html : Anguilla, Antigua and Barbuda, Antilles néerlandaises, Aruba, Bahamas, Bahreïn, Belize, Bermuda, Chypre, Dominique, Gibraltar, Grenade, Guernesey, Iles Caïmans, Iles Cook, Ile de Man, Iles Marshall, Ile Maurice, Iles Vierges britanniques, Iles Vierges des Etats-Unis, Jersey, Libéria, Malte, Montserrat, Nauru., Niue, Panama, Samoa, Saint Christophe et Nevis, Sainte Lucie, Saint Marin, Saint Vincent et les Grenadines, Seychelles, Turks & Caïques, Vanuatu ; **Absolument non coopératifs** : Andorre, Liechtenstein et Monaco ;

³³ International Financial Services, London, Hedge funds, City Business Series, avril 2007, http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Hedge_Funds_2007.pdf

³⁴ James R. Hines (2004), « Do tax havens flourish ? », NBER working paper n° 10936, cité in Chambre des Représentants, Doc 51 2762/001, 2006/2007, page 5 ;

³⁵ Desai, Foley and Hines (2004), « Economic effects of regional tax havens », NBER working paper n°10806, cité in Chambre des Représentants, Doc 51 2762/001, 2006/2007, page 5 ;

- **11 500 milliards de dollars seraient hébergés dans des paradis fiscaux ³⁶, soit **8 000 milliards d'euros**, soit **23 fois le PIB de la Belgique !****

Si l'on applique à cette somme un rendement moyen de 7,5 %, c'est près de 860 milliards de dollars qui échappent à toute contribution, soit si l'on prend un prélèvement minimum de 15 %, un manque à gagner pour les finances publiques des Etats concernés de **129 milliards de dollars**, soit **88 milliards d'euros**, soit encore **14 fois le budget annuel de la Région Wallonne**.

Pour rappel, en vue de faire face aux **émeutes de la faim** dans le monde, le Programme alimentaire mondial (PAM) demandait au mois d'avril dernier une aide exceptionnelle de **500 millions de dollars** afin d'acheter 4 millions de tonnes de vivres pour nourrir 73 millions de personnes dans 78 pays, considérés comme les plus touchés par la famine.

Quel lien avec la crise financière ?

Le Wall Street Journal ³⁷ révèle, sur base d'un rapport au Sénat américain, qu'un certain nombre de banques d'affaires qui se sont retrouvés dans l'œil du cyclone de l'actuelle crise – Lehman Brothers et Merrill Lynch, notamment – auraient contribué ces dernières années à réaliser une fraude fiscale s'élevant à au moins 100 milliards de dollars par an.

Elles auraient permis à des « *hedge funds* » (fonds spéculatifs) installés dans des zones *off shore* d'éviter les taxes américaines, en opérant des transactions financières complexes et sans substrat économique, à destination et à partir de ces paradis fiscaux ³⁸.

On ne peut être plus clair sur la menace que font peser les paradis fiscaux sur la stabilité financière mondiale et les finances publiques des Etats.

Par leur opacité, ces paradis fiscaux deviennent une « boîte noire » pour les transactions financières qui y transitent, ce qui accroît la dérégulation des marchés financiers.

Ils sont de surcroît à la base d'opérations financières, comme l'indique l'information dévoilée par le Wall Street Journal, qui n'ont aucune réalité

³⁶ Tax Justice Network, briefing paper, « The price of Offshore », mars 2005, cité in Chambre des Représentants, Doc 51 2762/001, 2006/2007, page 7; Voir aussi A. Carasco, La Croix, 16 mai 2008;

³⁷ Wall Street Journal, 11 septembre 2008, « Street Firms Accused of Tax Scheme » : “Some of the country's biggest investment banks and brokerage firms -- including Morgan Stanley, Lehman Brothers Holdings Inc., Citigroup Inc. and Merrill Lynch & Co. -- marketed allegedly abusive transactions that helped foreign hedge-fund investors avoid billions of dollars in U.S. taxes over the past decade, according to a report by Senate investigators.” http://online.wsj.com/article/SB122109613823821913.html?mod=hpp_us_whats_news;

³⁸ “In one common transaction, an offshore hedge fund would sell its stock to a U.S. investment bank just before a dividend was to be paid, and simultaneously enter into a swap arrangement with that bank to retain the economics of stock ownership.

The investment bank would pay the hedge fund a "dividend equivalent," but didn't withhold any taxes because the hedge fund technically didn't own the shares. A few days later, the hedge fund would repurchase the stock from the investment bank”.

économique (puisqu'elles ne visent qu'à frauder le fisc), ce qui contribue, à hauteur de plusieurs centaines de milliards de dollars à gonfler davantage encore la bulle financière ³⁹.

4. *Chronique d'une catastrophe annoncée : des subprimes au concordat de Lehman Brothers*

Aux origines de la crise actuelle : le subprime

La crise du *subprime* aux Etats-Unis, détonateur de l'actuelle crise, est de manière très exemplaire révélatrice des dérives de la financiarisation outrancière de l'économie.

Des banques ont consenti des crédits immobiliers à des ménages peu solvables, moyennant, pour tenir compte de ce risque, un taux d'intérêt révisable (ou variable) et d'une prime de risque (le *subprime*).

Le client n'était censé rembourser que les intérêts les premières années, le capital pouvant être remboursé plus tard grâce à l'augmentation de la valeur de l'immeuble dans le contexte d'un marché immobilier à la hausse.

Ces banques ont ensuite « titrisé » ces crédits et les ont revendus sur les marchés financiers à d'autres opérateurs (autres banques, fonds de pensions, assureurs, grandes entreprises, etc...), qui ont pu les revendre à leur tour.

L'objectif des banques américaines était de répartir les risques liés au crédit entre une myriade d'investisseurs.

Pourquoi et comment les choses ont capoté ?

Tout d'abord, la titrisation a éloigné le banquier de l'emprunteur. Là où dans un crédit hypothécaire normal, le banquier prend soin de juger de la solvabilité du client, dans le *subprime*, le banquier sait qu'il va « titriser » puis revendre sa créance. Il devient moins regardant sur la solvabilité de l'emprunteur.

Toute l'opération reposait sur le postulat que le prix de l'immobilier allait croître.

C'est l'inverse qui est survenu : le prix de l'immobilier a chuté et les taux d'intérêts (révisables) ont augmenté.

³⁹ Pour frauder 100 milliards de dollars d'impôt par an, on a du mal à imaginer la hauteur vertigineuse du montant de ces transactions...

Ce double mouvement a provoqué un vent de panique, conduisant les détenteurs de titres à vouloir s'en débarrasser massivement, ce qui a fait baisser leurs cours. Les emprunteurs, en raison de l'augmentation des taux d'intérêts, et par conséquent de leur mensualité n'ont pour leur part plus été en mesure de rembourser leurs emprunts.

Cette crise boursière s'est transformée en crise bancaire, en ce que de nombreux titres *subprime* se sont retrouvés chez des opérateurs liés aux banques : de nombreuses banques avaient en effet créé des véhicules financiers, **en marge de leurs bilans**, pour gérer ces titres.

Elles ont par conséquent été contraintes, lorsque ces titres ne trouvaient plus d'acquéreurs, de les reprendre aux véhicules financiers qu'elles avaient elles mêmes créés, puis de les passer en actifs douteux.

Ensuite, face aux emprunteurs en défaut de paiement, elles opéraient la saisie des maisons et les revendaient à un prix inférieur au crédit consenti (dans un contexte de crise immobilière accentué par un afflux massif de nouveaux immeubles saisis).

D'où la perte financière colossale pour les banques américaines dans un premier temps, et les banques du monde entier dans un second temps ⁴⁰.

- Février 2007 : premières faillites de banques américaines spécialisées
- Juin 2007 : **Bear Stearns** annonce la faillite de deux fonds spéculatifs ayant investi dans les *subprimes*,
- 9 août 2007 : **BNP Paribas** gèle trois fonds d'investissements.
- 14 septembre 2007 : **Northern Rock** se voit accordé un prêt d'urgence par la Banque d'Angleterre pour lui éviter la faillite
- 1^{er} octobre 2007 : **UBS** (Suisse) annonce une dépréciation d'actifs de 2,4 milliards d'euros,
- 24 janvier 2008 : Dans la foulée de la perte de 4,9 milliards en raison de la fraude d'un trader, la Société générale annonce un perte due aux *subprimes* de 2 milliards d'euros,
- 17 février 2008 : nationalisation de **Northern Rock**,
- 16 mars 2008 : la FED aide JP Morgan a racheté **Bear Stearns**, grâce à une garantie de 29 milliards de dollars,
- 26 juin 2008 : **Fortis** voit le cours boursier de son action reculer de 18,6 %
- 7 septembre 2008 : **Freddie Mac** et **Fannie Mae** (crédits hypothécaires) sont mises sous tutelle par le Trésor américain, avec une garantie de 100 milliards de dollars,
- 15 septembre 2008 : **Lehman Brothers** est mise sous concordat,
- 16 septembre 2008 : la FED et le gouvernement US apportent 85 milliards de dollars de dollars à l'assureur **AIG** (contre 79,9 % des parts).
- 19 septembre 2008 : Le Secrétaire d'Etat américain au Trésor annonce un plan de sauvetage des marchés financiers à hauteur de **700 milliards de dollars**.

⁴⁰ L'Echo, jeudi 18 septembre 2008, page 3 ;

- 19 septembre 2008 : Les bourses repartent à la hausse grâce à cette intervention publique (Londres : + 8,84 %, Paris : + 9,27 %, Milan : +8,62 % , Dow Jones : + 3,35 %, Bel 20 : + 9,66 %...Dexia a regagné 24,5 % et Fortis 17,3 %).

Durant cette crise, des actifs ont été dévalorisés, des banques ont vu leur cours boursier chuter quand elles n'ont pas fait faillite, de nouveaux besoins de liquidités se sont fait jour.

Les banques centrales ont injecté des liquidités supplémentaires pour **plusieurs centaines de milliards d'euros**.

Mais ces injections, insuffisantes ou mal réparties, n'ont pu empêcher les banques privées de restreindre le crédit, provoquant un début de récession, une crise de confiance et une chute progressive des cours des marchés boursiers.

La chute de Lehman Brothers, d'AIG (celle-ci étant cependant sauvée grâce aux finances publiques américaines) et de bien d'autres est la conséquence directe de cette crise à « effet dominos ».

Une intervention massive de l'Etat s'avère alors nécessaire, à l'instar du plan « Paulson » dans l'actuelle crise (700 milliards de dollars) ⁴¹.

Le commentaire du Prix Nobel d'économie J. STIGLITZ est sans appel : « *ce sont les contribuables qui paient pour les magouilles* » ou encore « *le contribuable paie deux fois : d'abord il perd sa maison (...) et ensuite il voit l'Etat distribuer l'argent du contribuable à ceux qui sont responsables du problème* » ⁴².

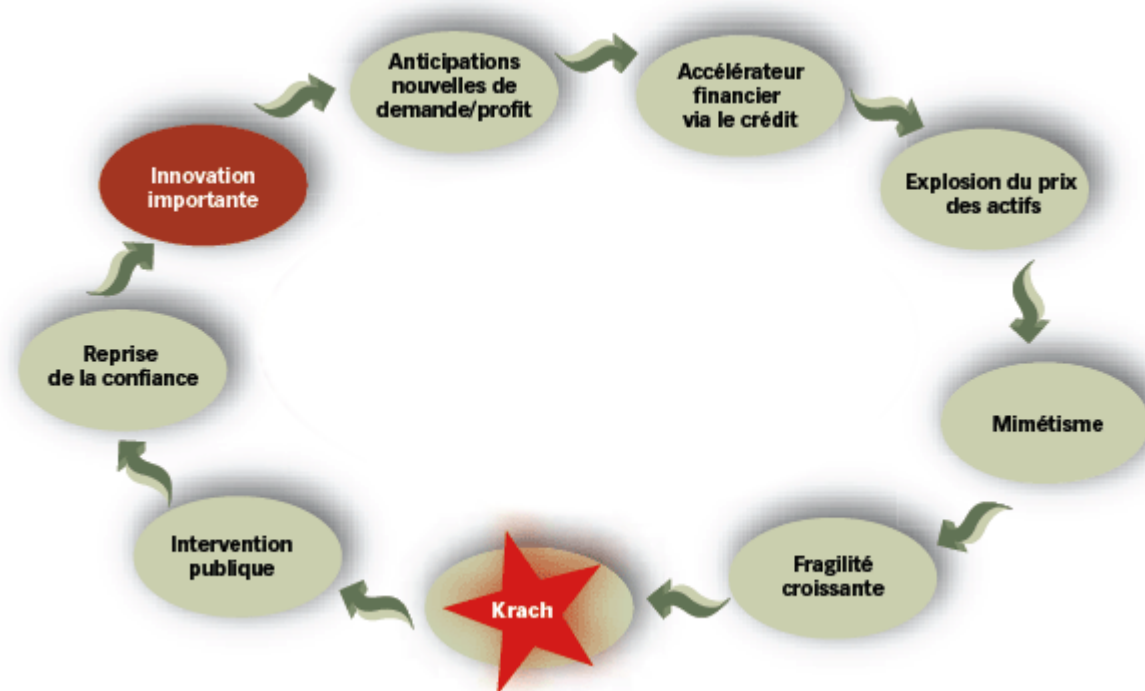
La crise du subprime est exemplative de toute crise des marchés financiers

Une innovation importante, comme l'apparition d'un produit de type *subprime*, incite les acteurs financiers à prendre des risques pour en profiter. En période d'euphorie, le crédit bancaire vient financer les placements spéculatifs sur les différents marchés auxquels, par mimétisme, participent tous les intervenants.

Une bulle se forme alors, qui accroît la fragilité de l'économie et finit par un krach, que seule une intervention énergique, et souvent coûteuse, de l'Etat peut endiguer. Une fois la confiance revenue, un nouveau cycle peut commencer...

⁴¹ On sait peu de choses sur ce plan qui doit encore être discuté avec le Congrès américain et « *qui consisterait à faire racheter par l'Etat "plusieurs centaines de milliards de dollars" d'actifs "toxiques" aux banques. Il s'agit de produits dérivés de crédits, qui plombent actuellement les comptes des établissements et menacent de les acculer à la faillite* », Le Monde, 20 septembre 2008 ;

⁴² L'Echo, 20 septembre 2008 ;



Source : Boyer, Dehove et Pillon

5. Une crise des marchés financiers aux conséquences multiples D'une crise à l'autre...

D'une crise à l'autre : délaissant les subprimes, la spéculation s'est reportée sur les produits alimentaires et le marché pétrolier

La frénésie spéculative de la finance mondiale, délaissant les *subprimes* fragilisés, s'est reportée depuis plusieurs mois sur d'autres produits dérivés ayant pour points d'appui le pétrole, les matières premières et les produits alimentaires contribuant à la hausse de leurs prix ⁴³.

Une banque belge, la KBC, allant pour vendre ses produits de placement, jusqu'à utiliser un slogan publicitaire du plus grand cynisme : il est « possible de tirer avantage de la hausse du prix des denrées alimentaires ».

Un feuillet de promotion avançant même que « les changements climatiques et la pénurie d'eau et de terres agricoles exploitables » sont une « opportunité » !

⁴³ Le Monde, 5 septembre 2008 ;

Sans être bien entendu la seule cause de la flambée des prix des produits alimentaires, ces mouvements spéculatifs y contribuent pour une large part.

Ce ne fût bien entendu pas sans conséquences...

Belga du 17/09 :

« Le nombre de personnes souffrant de la faim dans le monde est passé de 850 à 925 millions en 2007 en raison de la flambée des prix alimentaires, a annoncé mercredi à Rome le directeur général de l'agence de l'ONU pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), Jacques Diouf : "Le nombre de personnes sous-alimentées avant la flambée des prix de 2007-2008 était de 850 millions. Ce nombre a augmenté au cours de la seule année 2007 de 75 millions, atteignant le chiffre de 925 millions", a déclaré M. Diouf au cours d'une audition devant les Commissions des Affaires étrangères et de l'Agriculture du Parlement italien, selon l'agence Ansa.

L'indice FAO des prix alimentaires fait état d'une hausse de 12% en 2006 par rapport à l'année précédente, de 24% en 2007 et de 50% au cours des sept premiers mois de l'année en cours, a également indiqué M. Diouf, selon la même source. »

Ce constat est confirmé par un rapport présenté devant le **Congrès américain**⁴⁴, qui arrive aux mêmes conclusions : **la spéculation serait pour grande partie responsable des variations des cours des matières premières du premier semestre 2008.**

D'après ce rapport, cette tendance remonterait même à la crise financière des années 2000 et serait la résultante d'une recherche de marchés alternatifs, non directement liés aux marchés financiers.

D'autres éléments encore plus frappants sont contenus dans ce rapport :

De 2002 à 2007, l'augmentation de la demande de pétrole des spéculateurs était presque aussi importante que l'augmentation de la demande chinoise (848 millions de barils contre 920).

L'explosion de la consommation chinoise comme seule explication de la flambée des cours ne tient donc pas.

Au moment de rendre le rapport, les spéculateurs détenaient 1,1 milliard de gallons de pétrole sur les marchés à terme, soit plus du tiers de la consommation de la Chine en 2007.

⁴⁴ MASTERS M., "Testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, United States Senate", May 20, 2008; http://hsgac.senate.gov/public_files/052008Masters.pdf ;

Le même constat était observé du côté des denrées alimentaires où les spéculateurs **détenaient 1,3 milliard de boisseaux de blé, ce qui équivaut à 2 ans de consommation des Américains !**

C'est une honte !!!!!

D'une crise à l'autre : la crise des marchés financiers a contaminé l'économie réelle

De plus, contrairement aux pronostics de nombreux analystes qui se voulaient rassurants ⁴⁵, **la crise bancaire a rapidement franchi la barrière de l'économie réelle.**

Rien qu'aux Etats-Unis et jusqu'à présent, cette terrible crise des marchés financiers a engendré **des milliers de licenciements (153.000 dans le seul secteur de la finance aux Etats-Unis ⁴⁶) et a jeté à la rue plusieurs millions d'Américains** étranglés par des crédits assassins qui les ont obligés à quitter leur maison.

Les économies américaines et européennes se trouvent au bord de la récession et, au niveau mondial, le ralentissement de la croissance est désormais certain.

Le FMI vient de revoir encore ses prévisions à la baisse pour la croissance de la zone euro de 1,4 % contre 1,7 % attendu pour 2008. Pour 2009, l'objectif est abaissé à 0,7 % contre 1,2 %.

Le Bureau fédéral du Plan a également rendu public le 17 septembre dernier ses prévisions pour l'économie mondiale (2008 – 2015) ⁴⁷.

Le PIB de la zone euro progresserait d'un modeste 1,5% en 2008 et de seulement 1% en 2009. La croissance du PIB devrait atteindre un taux annuel moyen de 1,6% sur la période 2008-2015.

Son analyse, qui évoque la crise financière, n'est pas rassurante :

« A court terme, notre scénario de croissance économique mondiale est entouré d'une incertitude à la baisse liée au dénouement de l'actuelle crise financière. Cette crise pourrait s'avérer plus longue, plus profonde et plus étendue que nous le supposons actuellement. Dans ce cas, la croissance économique mondiale pourrait s'avérer plus faible qu'actuellement prévu pour 2008 et 2009. A moyen terme, la poursuite de la hausse des prix de l'énergie constituerait un choc d'offre important,

⁴⁵ Alan Greenspan le 11 avril 2005 qui disait que les subprimes ont profité aux consommateurs et maintenant déclare que l'événement auquel on assiste ne se produit probablement qu'une fois par siècle, Christine Lagarde (Ministre française de l'économie du gouvernement français) qui déclarait le 19 décembre 2007 que nous aurons des effets mesurés de la crise de l'été 2007 et qui maintenant déclare qu'on assiste véritablement à un bouleversement dans le paysage financier etc...

⁴⁶ Libération, 16 septembre 2008 ;

⁴⁷ Bureau fédéral du Plan, « *Les perspectives 2008 – 2015 pour l'économie mondiale* », 17 septembre 2008, http://www.plan.be/admin/uploaded/200809171549310.CP_FR_NEO_0908.pdf

qui réduirait le taux de croissance potentiel de l'économie mondiale en deçà de ce qui est retenu dans notre projection actuelle »

Pour la Belgique, l'Institut des Comptes Nationaux ⁴⁸ et le Bureau fédéral du Plan ont également revu à la baisse les perspectives de croissance de la Belgique, elle passerait à 1,6 % en 2008 pour 2,8 % en moyenne pour 2006 et 2007, et surtout à 1,2 % en 2009 (contre 1,7 % dans les perspectives de moyens termes publiées, en mai, par le bureau du Plan).

Le rythme des créations d'emplois devrait, par ailleurs ralentir, de + 68.500 unités (soit nettement plus que les 56.300 prévus en juin) en 2008 à +27.900 en 2009. Dès lors, le nombre de chômeurs, en diminution en 2008, pourrait repartir à la hausse l'année prochaine.

Cette crise a donc des répercussions très concrètes sur l'économie réelle, sur le pouvoir d'achat mais aussi sur les capacités d'investissement des particuliers comme des indépendants et des entreprises.

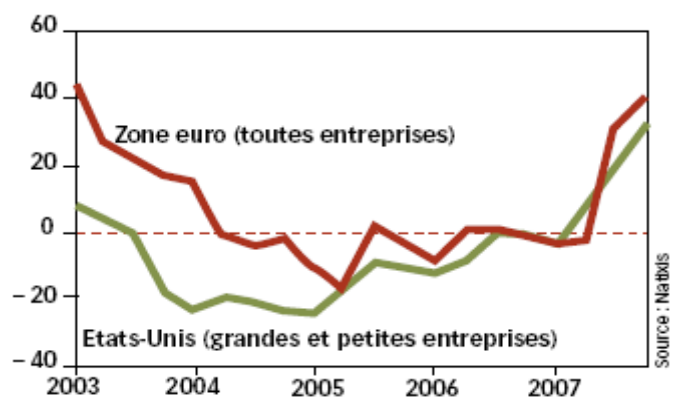
Ces derniers mois, on observe une augmentation continue des taux d'intérêt et des conditions de prêts offerts par les banques (voir le graphique ci-dessous).

Comme les experts financiers le soulignent, on assiste à un étouffement progressif de l'économie réelle induit par une crise majeure du système financier mondial due à un secteur financier mal régulé, refusant depuis toujours des règles de transparences, mais qui au premier coup dur fait appel à l'Etat pour renflouer les caisses.

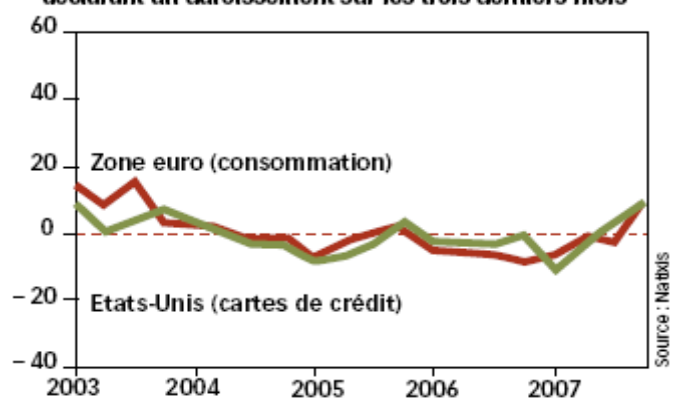
Le graphique de la page suivante montre le durcissement du crédit à partir de 2007 (soit le début de la crise des subprimes).

⁴⁸ Institut des Comptes Nationaux, communiqué de presse du 12 septembre 2008, http://www.plan.be/admin/uploaded/200809121129460.CP_budget_0908_fr.pdf

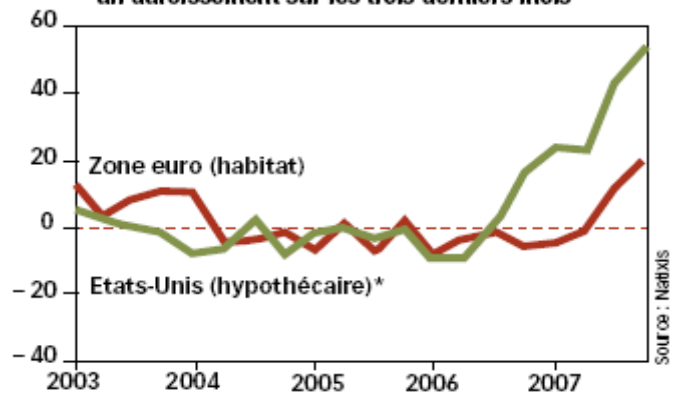
Conditions de crédit aux entreprises, en % net de banques déclarant un durcissement sur les trois derniers mois



Conditions de crédit à la consommation, en % net de banques déclarant un durcissement sur les trois derniers mois



Conditions de crédit à l'habitat, en % net de banques déclarant un durcissement sur les trois derniers mois

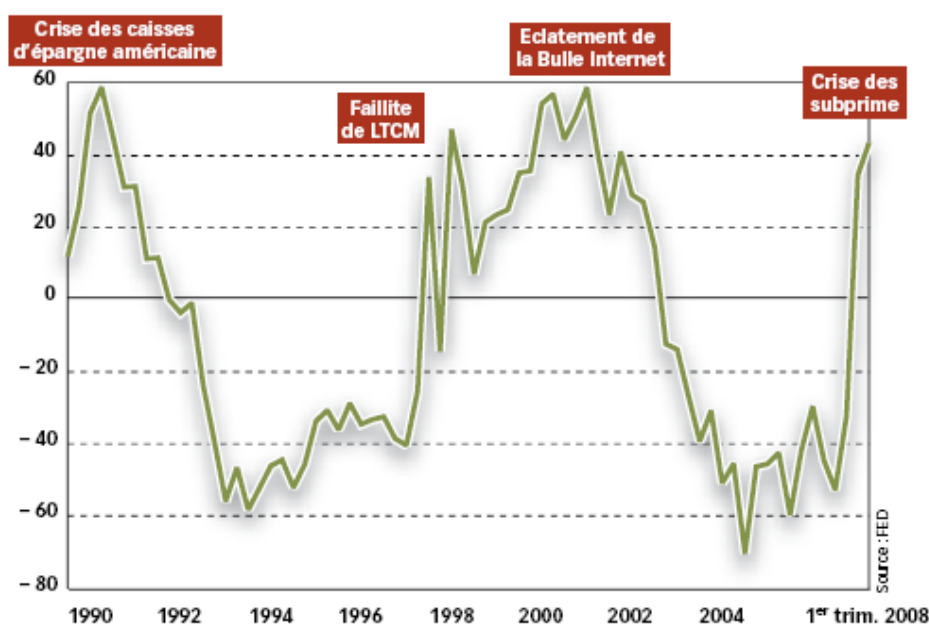


*Série recomposée depuis le 2^e trimestre 2007

Source : Alternatives économiques – n°268 – Avril 2008

Aux Etats-Unis, les effets des dernières crises financières sur le coût du crédit aux entreprises et en conséquence sur le risque de récession, furent particulièrement frappants :

**Pourcentage net de banques déclarant accroître
le coût du crédit aux moyennes et grandes entreprises aux Etats-Unis
en relation avec les dernières crises financières**



Source : *Alternatives économiques* – n° 267 - Mars 2008

Plus grave encore, pourrait être l'effet de cette crise sur certains groupes industriels multinationaux. Ils pourraient être amenés à délocaliser davantage encore leurs outils de production, pour répondre à la pression d'actionnaires (qui peuvent être des fonds d'investissement) soucieux de se renflouer très rapidement ⁴⁹.

De manière générale, cette crise financière est de nature à accentuer la pression sur les salaires et sur l'emploi, une pression induite par un besoin urgent de rendement du capital investi.

⁴⁹ Voir en particulier les dangers qui continuent de peser sur l'industrie automobile, *Le Nouvel Observateur*, 18 septembre 2008 ;

D'une crise à l'autre : « vous avez aimé les subprimes, vous adorerez les ARM (« adjustable rate mortgage ») »

Nous n'avons pas encore fini de subir toutes les conséquences de l'actuelle crise financière, que certains analystes financiers nous annoncent déjà de nouveaux problèmes.

Les *subprimes* ne seraient qu'une première vague ⁵⁰.

En cause cette fois des crédits hypothécaires flexibles consentis aux Etats-Unis d'une même ampleur que les *subprimes* (et qui permettent aux emprunteurs de ne rembourser qu'une partie des intérêts, la banque ayant la possibilité de revoir à la hausse les montants à rembourser).

« Le gros de ces révisions devrait intervenir en 2010 et 2011 (...), et les seuls acteurs qui pourraient résoudre ces problèmes sont les agences hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae ».

Il s'agit de deux compagnies déjà emportées dans le tourbillon des *subprimes*...quoique déjà sauvées in extremis par la Réserve fédérale américaine (qui a cependant diminué leurs activités)...

⁵⁰ Voir notamment, Le Soir, 23 septembre 2008, p.21, Interview d'Ivan Van de Cloot, économiste en chef d'Itinera (think thank « indépendant ») ;

6. *L'amnésie des marchés financiers et l'aveuglement néo-libéral, obstacles au retour de l'économie réelle*

Il est une constante : l'amnésie des marchés financiers et de la pensée néo – libérale.

Comme l'écrit J. K. GALBRAITH ⁵¹ : « *Rares doivent être les domaines du comportement humain où l'histoire compte aussi peu que dans l'univers financier. L'expérience passée, dans la mesure où on ne l'a pas complètement oubliée, est récusée en tant que refuge primitif de ceux qui n'ont pas l'intellect assez fin pour estimer à leur juste valeur les miracles inouïs du présent* » ⁵².

La crise que nous traversons, comme le montre GALBRAITH, est loin d'être la première ⁵³ et indique à quel point **l'autorégulation est un mythe profondément ancré dans l'idéologie libérale.**

Force est de constater qu'à **aucun moment ni les marchés financiers, ni les tenants d'une approche libérale de l'économie, ne considèrent qu'il est salvateur pour l'économie mondiale comme pour les marchés financiers eux-mêmes, de restaurer la surveillance, le contrôle et la capacité d'intervention des pouvoirs publics.**

⁵¹ John Kenneth Galbraith (1908 – 2006), fût professeur d'économie à Princeton et Harvard ;

⁵² GALBRAITH J.K., « *Brève histoire de l'euphorie financière* », 1990 ;

⁵³ On peut ici en dresser la liste (Alternatives Economiques - Hors-série n°75 - Décembre 2007) :

1971 : Début d'une grave crise de change.

1974 : Crises de la banque Herstatt et de la Franklin National Bank.

1982 : Début de la crise de la dette des pays du Sud.

1984 : Faillite de la Continental Illinois et de 43 autres banques américaines.

1986 : Crise des Savings & Loans américaines.

1987 : Crise bancaire en Norvège, suivie par d'autres en Europe du Nord - Effondrement de la Bourse américaine.

1989 : Eclatement de la bulle spéculative japonaise.

1991 : Faillite de la BCCI.

1992 : Crise de change en Europe qui oblige la livre sterling à sortir du système monétaire européen.

1993 : Nouvelle crise de change en Europe.

1994 : Montée brutale des taux d'intérêt à long terme.

1995 : Faillite de la banque Barings.

1997 : Crise financière en Asie.

1998 : Crise financière au Brésil - Crise de la dette russe - Quasi-faillite du fonds spéculatif américain LTCM.

2000 : Eclatement de la bulle boursière Internet - Crise financière en Turquie.

2001 : Crise financière en Argentine - Faillite d'Enron suivie d'autres faillites.

2002 : Crise financière au Brésil.

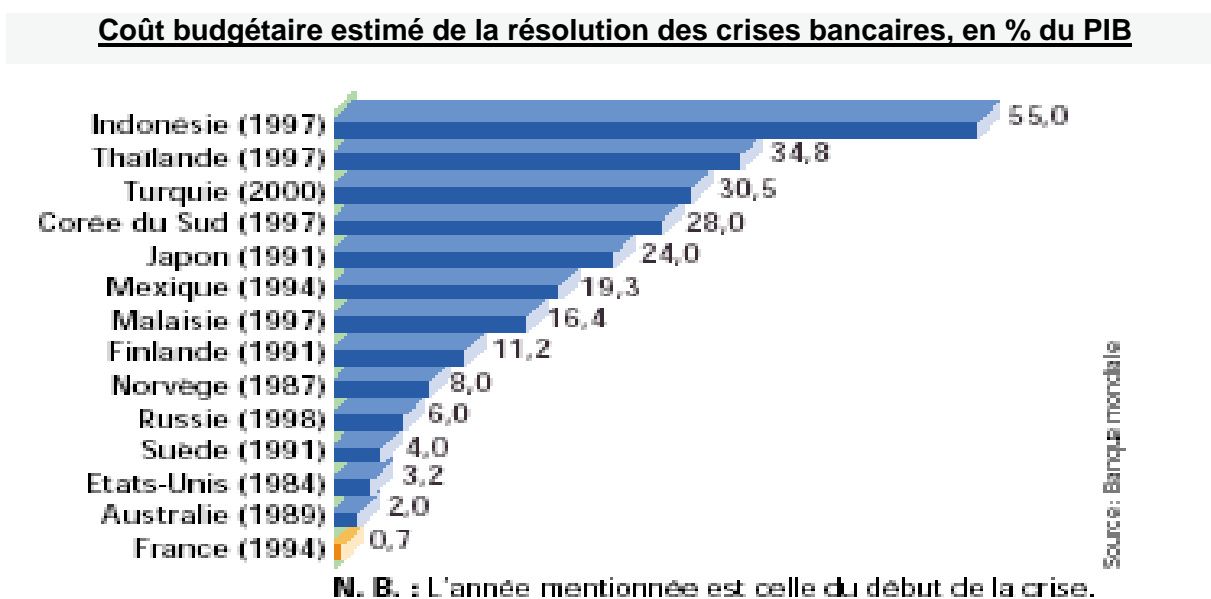
2007 : Crise des prêts immobiliers subprime.

2008 : Conséquences sur le système bancaire de la crise des subprimes (Merry Lynch, Lehman Brothers, AIG, etc...);

On peut encore avoir un aperçu aujourd'hui, dans les colonnes d'un journal spécialisé, du messianisme néo-libéral qui peut sévir en Belgique :
 « *Le capitalisme est résilient et surmonte ses obstacles et ses égarements* »⁵⁴.

Il surmonte d'autant plus « *ses obstacles et ses égarements* » que les pouvoirs publics (autrement dit, et en fin de compte, les populations) interviennent à coup de centaines de milliards d'euros.

Les pays en voie de développement ou émergents sont d'ailleurs ceux qui en pâtissent le plus, comme le montre ce graphique sur les précédentes crises financières :



Source : Alternatives économiques, avril 2005

L'OCDE , trop souvent support aveugle de l'économie libérale, n'est pas en reste, qui affirmait à propos de la Belgique dans son rapport 2007 :

« *L'intervention de l'Etat sur les marchés du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires revêt également plus d'ampleur que dans certains autres pays. Les autorités cherchent à protéger les consommateurs, notamment contre le surendettement, au moyen de diverses mesures administratives, entre autres une grille d'intérêts maxima. Cependant, **cette réglementation risque d'étouffer l'innovation sur certains segments particuliers du crédit*** ».

Cette approche édifiante conduit à se poser une simple question : la crise des *subprimes* aux Etats-Unis aurait-elle pu être évitée s'il avait existé dans ce pays une réglementation des crédits similaires à la nôtre ?

L'avenir dira si côté américain, à la faveur de l'élection présidentielle, on a enfin compris qu'il fallait faire le choix de la régulation.

⁵⁴ Bruno COLMANT, in Trends Tendence, 18 septembre 2008 ; Bruno COLMANT est Président d'Euronext...

Aux antipodes de ce que préconise l'OCDE à propos du crédit, des réformes rapides et structurelles sont au contraire nécessaires pour restaurer l'économie réelle.

Le monde ne peut être gouverné par les marchés financiers.

Le devenir des populations, leur développement, leur bien être, ne peuvent être tributaires des vicissitudes d'une économie financière hypertrophiée et peu ou pas régulée.

Une économie financière non suffisamment régulée consomme l'économie réelle et appauvrit les populations.

Cette insuffisance de régulation est facteur de décroissance et d'appauvrissement des populations.

A l'instar de ce que plusieurs milliers de participants au dernier Forum social européen de Malmö ont légitimement revendiqué, le PS considère que des réformes européennes en profondeur s'imposent.

7. Les propositions du PS pour le retour de l'économie réelle

Une régulation globalisée adaptée à une économie globalisée

Un nouveau pacte économique mondial doit émerger

LE PS PROPOSE :

- ***De décourager le crédit purement spéculatif, de type subprimes*** ⁵⁵.

Des réglementations nationales et internationales doivent plus encadrer le crédit dans l'intérêt du consommateur ce qui, comme la crise le montre, rejoint l'intérêt du système financier lui-même.

Un crédit peut être dit purement spéculatif si aucune prévision raisonnable des revenus futurs des emprunteurs ne permet d'assurer le remboursement du capital et des intérêts.

Il ne se justifie que par la poursuite de l'anticipation de hausse du prix de l'actif qui lui sert de garantie. Si les autorités se préoccupaient du cycle financier dans la période d'expansion accélérée du crédit, il leur serait facile de contraindre les banques à constituer des réserves obligatoires ciblées sur certains types de crédits dont l'évolution devient suspecte ;

- ***De Forcer les banques d'affaires*** ⁵⁶, promotrices de la titrisation, ***à la transparence.***

Elles doivent être amenées à révéler publiquement les profils de risque détaillés des crédits sophistiqués qui sont achetés par les investisseurs et en être juridiquement responsables, au même titre d'ailleurs que les agences qui notent ces produits ;

- ***D'obliger les banques d'affaires à conserver à leur bilan la tranche la plus risquée des titres assis sur ces crédits*** pour être incitées à améliorer sensiblement l'évaluation des risques qui y sont contenus ⁵⁷ ;

- ***De réglementer de manière drastique la titrisation des dettes*** ⁵⁸ ;

⁵⁵ AGLIETTA M., op.cit ;

⁵⁶ Peut être sont elles en train de disparaître : sur les cinq plus grandes banques d'affaires américaines, une est en faillite (Lehman) et deux ont été rachetées par des banques « normales » (Bear Stearns par JP Morgan et Merrill Lynch par Bank of America) ;

⁵⁷ Ibidem ;

⁵⁸ Pour de plus longs développements, voir AGLIETTA M. ; op.cit. ;

- *Mettre en place un organe mondial de régulation et de contrôle des marchés financiers* qui pourrait être placé sous l'autorité de l'ONU et du FMI, lequel devrait aussi veiller de manière préventive, au-delà de la stabilité du marché des changes et de l'apport de liquidités aux Etats défaillants (article 1^{er} de ses statuts), à la stabilité des marchés financiers ⁵⁹;

- *D'instituer un contrôle strict par les Etats et les travailleurs des fonds d'investissement spéculatifs de type hedge funds* (voir les propositions formulées par le PSE ci-dessous à l'échelon européen);
- *De renforcer la surveillance des agences de notation ⁶⁰ ou introduire des agences de notation publiques.*

Les agences de notation ne doivent cependant pas devenir le bouc-émissaire d'un problème plus structurel.

⁵⁹ Les analyses de D. STRAUSS KAHN, Directeur général du FMI, sont de ce point de vue intéressantes, voir notamment ses déclarations au Parlement européen (http://www.europarl.europa.eu/news/public/story_page/042-28766-133-05-20-907-20080513STO28757-2008-12-05-2008/default_fr.htm); Voir aussi son analyse dans Le Nouvel Observateur, 17 septembre 2008 ;

⁶⁰ Les agences de notation financière (dans les faits, trois agences « se partagent le gâteau » : Fitch, Moody et Standard&Poor's), sont des entreprises indépendantes (en principe du moins) rémunérées par demandeurs de notation, en l'occurrence des acteurs économiques actifs sur les marchés financiers. Elles sont incontournables en ce qu'elles sont indispensables pour émettre des titres sur les marchés et parce que les régulateurs bancaires les ont incorporées dans le dispositif prudentiel de Bâle II ;

Focus sur les agences de notation financière ⁶¹

Les agences de notation financière sont des entreprises indépendantes qui apprécient le risque de solvabilité financière d'une entreprise, d'un Etat, d'une collectivité locale (communes, départements, régions) ou d'une opération financière. Le rôle des agences de notation est de mesurer le risque de non remboursement des dettes que présente l'emprunteur.

Ces agences de notation sont, intrinsèquement, l'objet d'importants conflits d'intérêts. Les notations sont souvent commandées et payées par les émetteurs eux-mêmes. Le risque est donc grand qu'un conflit d'intérêt apparaisse dans les relations qui s'installent, le plus souvent dans le long terme, entre un émetteur et l'agence de notation.

Leurs indicateurs n'ont pas permis de voir arriver les trois grandes crises financières de ces quinze dernières années.

Ces agences demeurent non supervisées et non responsables de leurs performances, sous le prétexte qu'elles ne font qu'émettre des opinions "désintéressées" que les investisseurs peuvent prendre ou laisser.

Comme à chaque crise les agences sont prises à contre-pied par leur inertie à réagir à la détérioration globale du climat financier, il n'est pas surprenant qu'elles soient sur la sellette sans aucune ébauche de réforme jusqu'ici.

De deux choses l'une, soit l'on accroît leur surveillance (par les régulateurs de marché de type CBFA en Belgique), soit l'on en fait un service public de régulation des marchés.

L'on doit, à tout le moins, conduire les régulateurs de marché à prendre leur responsabilité en contrôlant ces agences et leurs méthodes.

Une harmonisation des échelles de notation doit être établie afin que les investisseurs s'y retrouvent.

Les conflits d'intérêt doivent être évités ou du moins exposés publiquement en même temps que la façon dont ils sont gérés.

Les régulateurs ne doivent surtout pas se reposer sur de simples codes de bonne conduite, qui font la part trop belle à l'autorégulation.

- Enfin, les régulateurs, européens notamment, doivent susciter la concurrence. Il n'est pas « sain » que des marchés de capitaux, dont la taille a augmenté démesurément depuis dix ans, en soient toujours à dépendre de **trois agences (dont, au demeurant, aucune n'est européenne. Il s'agit de Fitch Ratings ; Moody's et Standard & Poor's).**

⁶¹ Cette réflexion est empruntée à AGLIETTA M., op.cit. ;

L'argument des rendements d'échelle ne peut le justifier ⁶².

Si cette reprise en main par les régulateurs n'aboutit pas à brève échéance, il faudra alors reconnaître que les agences fournissent un service public et qu'elles soient considérées, au même titre que les banques centrales, comme des entités publiques indépendantes.

Il reste une question de fond. Les agences, comme elles le prétendent, procèdent à des évaluations de la probabilité de défaut individuel d'émetteurs (entreprises, banques, Etats...) ou de titres (obligations de toute sorte), en moyenne à travers le cycle.

Elles ne sont en aucun cas aptes à déceler le risque systémique qui résulte essentiellement de l'interaction dynamique de l'ensemble des intervenants sur les marchés.

Il revient aux régulateurs d'informer les investisseurs sur le rôle limité des agences. La prévention du risque systémique découle du renforcement de la régulation prudentielle et des changements d'organisation des marchés.

- De freiner les bulles spéculatives en instaurant un ***prélèvement de faible taux sur les transactions purement financières***, laquelle financerait incidemment la coopération au développement (mesure également proposée par Lionel Jospin et François Morin, Professeur d'économie à l'Université de Toulouse, dans les colonnes du Monde) ;
- De revoir la ***fiscalité des plus-values sur actions et titres à l'impôt des sociétés, en vue de décourager les opérations purement spéculatives*** ;
- De mettre à disposition du ***Conseil Ecofin*** qui réunit l'ensemble des Ministres des Finances des 27 pays membres de l'Union européenne, ***tous les six mois***, une ***information sur les questions de stabilité financière***.

Ce rapport devrait identifier les risques majeurs et les remèdes possibles ⁶³;

- ***De définir un cadre international***, et à tout le moins européen, de ***protection des ménages dans le domaine du crédit*** ;

On doit ici rappeler les initiatives prises depuis de nombreuses années par le PS au niveau du Gouvernement fédéral en vue d'encadrer le crédit.

⁶² Voir aussi « La crise des subprimes » : Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian Boissieu et Gunther Capelle-Blancard ;

⁶³ Mesure proposée dans le rapport RICOL, présenté à la Présidence française ; RICOL René, « *Mission d'information sur la crise financière* », Rapport, septembre 2008 ;

On peut, sans ambages, considérer que si une telle réglementation avait existé aux Etats-Unis, la crise des *subprimes* aurait pu être évitée.

- De mettre en place un ***dispositif international réunissant les acteurs concernés par une crise financière internationale*** (régulateurs des marchés, superviseurs bancaires, représentants des Etats...) qui, fonctionnant à la majorité qualifiée, prendraient des décisions urgentes ⁶⁴;
- De créer un ***Interpol financier*** à l'échelle internationale, chargé de traquer les abus de marché et la fraude financière afin de parer aux risques de manipulations sur les marchés financiers ⁶⁵ ;
- De mettre sur pied un ***organe de coordination*** entre l'Europe, les Etats-Unis, le Japon, les pays émergents, et les pays producteurs de pétrole, afin d'élaborer des stratégies communes de prévention (et de résolution) des crises financières ⁶⁶.

Focus sur l'évolution des débats au niveau européen

De premières avancées...

Le Parlement européen, à l'**initiative du PSE**, a adopté ce mardi 23 septembre 2008, une résolution demandant à la Commission de légiférer en vue d'intégrer au droit communautaire :

- le principe d'une ***surveillance communautaire des agences de notation***,
- la mise en place de ***règles précises d'évaluation des instruments financiers***,
- l'augmentation des ***exigences de fonds propres des sociétés de courtage***,
- le principe d'un ***régime européen pour l'ensemble des produits d'investissements, en ce compris les fonds spéculatifs et les fonds de capital investissement*** intégrant des exigences en termes d'informations préalables,
- le ***droit des salariés d'être informés et consultés***, en cas de changement de contrôle de l'entreprise, du fait d'une prise de participation d'un fonds d'investissement,
- la ***séparation des services*** que les établissements financiers fournissent à leurs clients (courtage/gestion d'actifs),

⁶⁴ Mesure proposée par le rapport RICOL, op.cit. ;

⁶⁵ Ibidem ;

⁶⁶ Ibidem ;

- le **règlement des conflits d'intérêts** au sein des **agences de notation**,
- un **niveau de capital et d'endettement** des fonds de capital – investissement **lié au risque encouru**,
- **le principe de l'intégration des crédits titrisés** dans les bilans financiers, en prévoyant que l'obligation de fonds propres minimum en tienne compte,
- **l'information des salariés** et des représentants de personnel quant à la nature des placements effectués par leurs **fonds de pension**.

Cette résolution comprend également une demande adressée à la Commission de procéder à une **étude visant à identifier les lacunes du droit communautaire pour ce qui concerne les fonds alternatifs (lesquels sont très spéculatifs ⁶⁷) et les fonds de capital – investissement ⁶⁸**.

Mais il faut aller plus loin...

L'on peut se réjouir bien sûr de ces premières avancées, lorsque l'on connaît la composition du Parlement européen.

⁶⁷ **Fonds alternatifs** : « *Les fonds alternatifs sont des véhicules d'investissement qui recourent à des stratégies d'investissement, des techniques commerciales et des instruments financiers qui, dans une large mesure, ne sont pas encore réglementés. Ils s'adaptent rapidement à toute évolution des conditions de marché et détectent les imperfections du marché tout en recherchant des rendements absolus, sans aucune corrélation avec les rendements des marchés des actions et des obligations. Afin de maximiser ces rendements (mais, par voie de conséquence, également les pertes), ils empruntent ou réalisent des transactions dans un éventail de produits financiers complexes, certains dotés d'un effet de levier élevé (tels que les produits dérivés, les options) et recourent à des techniques de gestion dynamique telles que la vente à découvert ("short selling"). Leurs stratégies d'investissement sont extrêmement variées.* », Proposition de résolution du Parlement européen contenant des recommandations sur les fonds alternatifs et les fonds de capital investissement, op.cit., page 16 ;

⁶⁸ **Fonds de capital investissement** : « *ces fonds sont "privés" en ce sens qu'ils ne sont pas cotés en bourse et qu'ils se procurent leurs capitaux auprès d'investisseurs autres que les marchés de capitaux publics. On peut les subdiviser en fonds de capital-risque (utilisés pour financer de nouvelles entreprises), en "capital expansion" (destiné à financer la croissance d'entreprises existantes) et en fonds d'acquisitions par emprunt, dont l'objectif est généralement la privatisation d'une entreprise publique existante par le biais d'une acquisition à effet de levier élevé. De nos jours, les fonds d'acquisition représentent plus de 60% des activités du capital-investissement (...). Les autorités publiques ne disposent pas d'informations suffisantes sur l'ampleur, la nature et l'impact des expositions aux risques du capital-investissement. Là encore, la réglementation prudentielle de l'UE (notamment la directive relative aux exigences de fonds propres) doit être revue afin d'examiner si elle dote les autorités de surveillance et autres autorités publiques des moyens nécessaires pour assumer leurs responsabilités, notamment en matière de stabilité financière . En ce qui concerne les entreprises, les travailleurs, les retraités et les consommateurs qui sont indirectement exposés aux risques inhérents au capital-investissement, et plus particulièrement aux acquisitions par emprunt, il est très improbable que la législation actuellement en vigueur dans l'Union européenne en matière de protection des investisseurs soit appropriée (...)* »;

Pour le PS, il faut aller toutefois aller plus loin en s'inspirant des travaux que mène le PSE depuis plusieurs années et qu'il met régulièrement sur la table, à savoir :

- la création d'une **autorité de surveillance européenne** qui serait responsable de l'ensemble des secteurs de services financiers (marchés de capitaux, titres, secteur des assurances et secteur bancaire) ;

- la création d'une **agence publique de notation des crédits** (la crise financière a montré les limites d'une évaluation des risques du privé par le privé) ;

- la création d'une **agence de certification des produits financiers** diffusés en Europe (afin notamment de porter une appréciation sur les risques encourus par les investisseurs et, de pouvoir par ce biais agir en amont, avant qu'un produit de type *subprime* ne puisse voir le jour). Les produits pourraient être répertoriés dans un registre public;

- la création d'un cadre communautaire pour **l'enregistrement et l'agrément d'entités qui contrôlent les investissements des fonds alternatifs ou des fonds de capital-investissement** (en l'occurrence, les sociétés de gestion), qui devraient fonctionner sur la base d'un point d'entrée unique.

A défaut d'agrément, les entités concernées ne pourraient pas exercer leurs activités dans l'ensemble de l'Union européenne.

Les informations suivantes seraient notamment exigées : l'identité des gérants, les bénéficiaires de la société et primes, les rémunérations des directeurs, des cadres supérieurs et autres membres du personnel responsables des investissements, les contacts avec les prestataires de services de courtage ("prime brokers") ;

- la **création d'un cadre communautaire pour l'enregistrement et l'agrément des véhicules d'investissement « de gros »**, avec point d'entrée unique en Europe.

Les informations suivantes devraient au minimum être fournies : la stratégie générale d'investissement et une notification immédiate de toute modification de celle-ci, le coefficient d'endettement/exposition à la dette, les commissions globales et la ventilation des commissions (y compris les éventuels « stock options ») accordées aux employés, l'origine et montant des fonds mobilisés, les performances passées, le système de gestion des risques et les méthodes d'évaluation des portefeuilles, les informations sur l'administrateur du fonds, et la contribution de la société de gestion et de son personnel au fonds ;

Soulignons au passage l'importance du premier pilier des pensions (pension légale) à la lumière de cette crise qui montre à quel point l'épargne « intermédiaire » par le secteur privé est loin d'offrir les mêmes garanties...

- la fixation de **limites d'endettement pour les véhicules financiers** de type fonds de capital-investissement ou fonds alternatifs ;

- **l'encadrement drastique des conflits d'intérêts très présents dans le monde de la finance** en général et sources d'importants problèmes

⁶⁹.

▪ **D'agir résolument contre les paradis fiscaux** ⁷⁰ :

- créer une « task force » anti-paradis fiscaux en Belgique au sein du SPF Finances

- créer une **obligation de déclaration spontanée comme le suggère l'OCDE** des transactions avec un paradis fiscal, tant au niveau belge, qu'au niveau européen

- revoir la **liste « belge » des paradis fiscaux qui date de 2003**

Dans l'immédiat, le PS demande :

1. Une commission d'enquête parlementaire visant à examiner les causes et effets de la crise financière internationale, et ses impacts en Belgique, ainsi qu'à tirer les enseignements en termes de rôle des acteurs du monde financier ;

Cette commission devra aussi :

- faire le point sur les impacts de cette crise sur les perspectives de croissance économique en 2008 et 2009 en Belgique ;

- faire le point sur les effets possibles de cette crise pour les épargnants belges, et singulièrement les plus petits d'entre eux, ainsi que sur les mesures à entreprendre pour leur éviter des conséquences négatives à court et moyen termes ;

⁶⁹ en prévoyant par exemple une séparation nette entre les services fournis par les sociétés d'investissement à leurs clients (tels que des services de courtage) et tous leurs autres services (y compris les services de gestion d'actifs, de négociation pour compte propre, etc.) ; en rendant public toute commission perçue par les dirigeants d'une société, à l'occasion d'une transaction effectuée par un fonds d'investissement, etc. ;

⁷⁰ Voir les propositions du Député fédéral Alain Mathot présentée à la presse en mai 2008 ;

- de demander à la CBFA de faire part des initiatives qu'elle a prises et qu'elle compte prendre pour limiter les effets de la crise financière en Belgique ;

- de demander à la CBFA si, au vu des grandes pertes enregistrées par les banques belges, tant en raison de la crise des subprimes que de la faillite de Lehman Brothers, le dispositif prudentiel applicable en Belgique est suffisant ;

- de demander à la CBFA de formuler une analyse plus prospective sur les réformes qu'il y a lieu selon elle d'entreprendre, au niveau belge, européen et international, pour prévenir ce type de crises ;

- demander à la CBFA s'il y a lieu de s'inquiéter de la survenance de prochaines crises financières à la lumière de ce que prédisent certains analystes ;

- de formuler les initiatives qu'il faut entreprendre pour lutter plus efficacement contre les paradis fiscaux, eu égard au rôle que jouent négativement ces derniers dans le fonctionnement des marchés financiers ;

- d'auditionner des personnes qualifiées, notamment du monde universitaire et des institutions financières publiques, pour prendre connaissance de leurs analyses.

2. Que, lors de la prochaine réunion d'Ecofin, il soit demandé à ce que la Commission européenne donne le plus rapidement suite à la résolution adoptée par le Parlement européen, ce mardi 23 septembre 2008, en vue d'une meilleure régulation des marchés financiers.