



CNCD-11.11.11

**LA FINANCE DÉCOMPLEXÉE:
10 PROPOSITIONS POUR S'EN DÉBARRASSER**

Gaspard Denis
Chargé de recherche
gaspard.denis@cncd.be

Bruxelles – Février 2009

TABLE DES MATIERES

1.	Introduction	3
2.	Les causes de la crise financière	4
2.1.	Croissance inégalitaire, spéculation financière et endettement	4
2.2.	Déséquilibres de l'épargne mondiale et bulles spéculatives	7
2.3.	Innovations financières et instabilité systémique	8
	2.3.1 La titrisation ou comment se débarrasser de créances douteuses	8
	2.3.2 L'explosion des dérivés de crédits (CDS)	9
3.	Dix propositions pour ramener la sphère financière au service du bien commun	10
1.	Relever la rémunération du travail par rapport au revenu du capital	10
2.	Rééquilibrer l'épargne mondiale	11
3.	Imposer une « traçabilité » des transactions financières	12
4.	Réduire les prises de risque des banques	12
<input type="checkbox"/>	Instaurer une séparation stricte des métiers bancaires	13
<input type="checkbox"/>	Augmenter les ratios réglementaires de solvabilité des banques	14
<input type="checkbox"/>	Limiter drastiquement la titrisation	15
<input type="checkbox"/>	Interdire les structures hors bilan	15
5.	Encadrer de façon stricte l'activité des <i>hedge funds</i> et des fonds de capital investissement	16
<input type="checkbox"/>	Fixer des limites d'endettement pour les hedge funds et les private equity funds	17
<input type="checkbox"/>	Bannir des places financières européennes les fonds d'investissement localisés dans des paradis fiscaux	17
6.	Contrôler les opérations sur produits dérivés	17
<input type="checkbox"/>	Interdire les transactions de gré à gré	19
<input type="checkbox"/>	Relever la barre des dépôts de garantie	19
<input type="checkbox"/>	Rendre obligatoire le dépôt de l'actif "sous-jacent"	20
7.	Remettre le secteur public au centre de la finance	20
<input type="checkbox"/>	Créer un pôle financier public	20
<input type="checkbox"/>	Établir des agences de notation indépendantes	22
<input type="checkbox"/>	Mettre sous tutelle publique les entreprises de bourse	22
8.	Réformer les missions des banques centrales	22
<input type="checkbox"/>	Intégrer la stabilité financière dans le mandat des banques centrales	23
<input type="checkbox"/>	Promouvoir une politique monétaire dédoublée	23
<input type="checkbox"/>	Augmenter de manière ciblée les réserves obligatoires	23
<input type="checkbox"/>	Assurer la surveillance de toutes les institutions financières (banques et assurances) chargées de collecter l'épargne des citoyens.	24
9.	Supprimer les paradis fiscaux et le secret bancaire	24
<input type="checkbox"/>	Mesures intermédiaires	25
<input type="checkbox"/>	Mesures radicales	26
10.	Contrôler les flux de capitaux internationaux	26
<input type="checkbox"/>	Taxer les opérations financières	27
<input type="checkbox"/>	Imposer un système de réserves/dépôts obligatoires non rémunérés sur les entrées de capitaux	27
<input type="checkbox"/>	Instaurer un double marché des changes	28

La finance décomplexée: 10 propositions pour s'en débarrasser

1. Introduction

Compte tenu de son ampleur sans précédent depuis la grande dépression des années 30, la crise financière actuelle constituera sans aucun doute un tournant majeur dans l'histoire politique et économique du 21^{ème} siècle. Nul ne conteste en effet aujourd'hui le fait qu'elle marque l'effondrement du projet néolibéral, dont deux des composantes principales sont la dégradation des revenus du travail au profit de ceux du capital ainsi que la libéralisation financière. Comme toute crise, cependant, elle laisse place à des interrogations profondes quant à la nature de son dénouement. En effet, rien ne dit que la récession économique qui s'est étendue à l'ensemble de la planète ne débouche *in fine* sur un statut quo idéologique, voire sur l'émergence d'une variante encore plus violente du projet néolibéral. La réponse politique aux effets sociaux de la crise (augmentation du chômage et des inégalités) pourrait en effet prendre la forme d'un approfondissement de la mise en œuvre, d'une part, des réformes du marché du travail (davantage de flexibilité du travail, de modération salariale, de politiques d'activation des chômeurs, etc.) et, d'autre part, de politiques fiscales régressives. Tout comme elle pourrait, au contraire, donner lieu à une réelle refonte du système financier, de telle sorte que ce dernier soit au service des besoins de la société. Nous vivons donc une période cruciale dont l'issue sera déterminante pour les prochaines décennies à venir.

Jusqu'à présent, la réaction des gouvernements par rapport à la crise a été largement décevante. Au-delà de la rhétorique visant à « *refonder le capitalisme* », peu d'initiatives ambitieuses visant à re-réguler le système financier international ont été proposées. Bien que le 15 novembre 2008, le sommet du G20 ait adopté à Washington un plan d'action relatif à la crise¹, les mesures restent floues et un groupe d'experts a été chargé de livrer des pistes concrètes pour le 31 mars 2009, à la veille d'un second sommet qui sera organisé à Londres le 2 avril prochain.

Aussi, pour l'instant, les gouvernements des pays riches se sont limités à socialiser les pertes enregistrées par le secteur financier sans réclamer aucune contrepartie à ce dernier. En effet, ils sont intervenus sur les marchés financiers pour racheter les créances douteuses, garantir les dépôts, recapitaliser les banques, voire les nationaliser.

Bien que de telles actions étaient nécessaires pour éviter un effondrement en cascade du système bancaire, il est urgent désormais que les gouvernements passent à la seconde étape, à savoir : la mise en œuvre de mesures concrètes pour refonder le système financier international. A ce sujet, les mois à venir seront déterminants. Les mouvements sociaux devront peser de tout leur poids afin d'influencer les réformes à venir dans le sens le plus progressiste possible. La remise en cause actuelle du dogme de l'autorégulation offre d'ailleurs à ces derniers une occasion unique de réhabiliter les institutions financières publiques ainsi que la taxation des revenus du capital comme instruments de lutte contre la spéculation financière.

Le présent document vise pour l'essentiel à contribuer au débat sur les alternatives au capitalisme financier. La première section est consacrée à l'identification des causes principales de la crise financière qui a éclaté aux États-Unis durant l'été 2007 avant de contaminer l'ensemble du système financier international. La seconde partie propose une liste non exhaustive de mesures à mettre en œuvre pour remettre la finance au service des besoins sociaux et économiques de nos sociétés. Bien que la majorité d'entre elles soient surtout adaptées au contexte des économies développées et émergentes, leur application aurait également des effets directs sur la stabilité

¹ Ce plan d'action est fondé sur cinq principes de réforme : le renforcement de la transparence et de la responsabilité des opérateurs financiers, l'application d'une saine régulation, la promotion de l'intégrité des marchés financiers, le renforcement de la coopération internationale et la réforme des institutions financières internationales, in ZACHARIE, A., janvier-février 2008, « Crise financière : la page blanche du G20 », <http://www.cncd.be/spip.php?article494>

financière des pays moins avancés (PMA).

2. Les causes de la crise financière

La crise financière actuelle constitue une profonde remise en cause du paradigme néolibéral qui oriente les politiques des gouvernements du Nord et du Sud depuis près de trois décennies. En effet, les trois facteurs principaux qui en sont à l'origine – à savoir, la déformation du partage des richesses, les déséquilibres de l'épargne mondiale, et l'explosion des innovations financières – découlent directement de l'application des politiques de libéralisation et de dérégulation intrinsèques à ce cadre idéologique.

2.1. Croissance inégalitaire, spéculation financière et endettement

La crise actuelle est tout d'abord celle d'un modèle de croissance – promu dès la seconde moitié des années 1970 – qui se caractérise par un accroissement permanent des revenus du capital au détriment de ceux du travail. En atteste l'analyse suivante présentée dans le rapport 2008 sur le travail dans le monde de l'organisation internationale du travail (OIT): « *Dans 51 des 73 pays pour lesquelles des données sont disponibles, la part des salaires dans le revenu total a reculé au cours des vingt dernières années. Le plus fort déclin de la part des salaires dans le PIB s'est produit en Amérique latine et dans les Caraïbes (-13 points de pourcentage), suivi par l'Asie et le Pacifique (-10 points de pourcentage) et les économies développées (-9 points de pourcentage)* »².

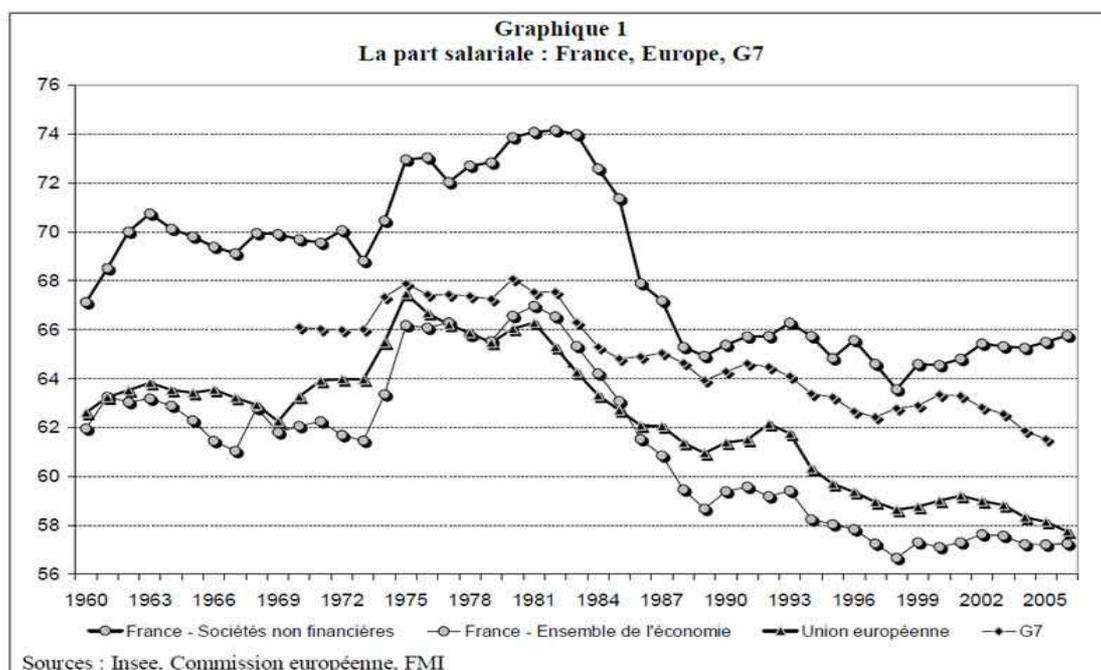
D'autres organismes officiels partagent le même constat que l'OIT. Par exemple, dans son rapport « *World Economic Outlook* » d'avril 2005, le FMI souligne que: « *La part des salaires dans les pays développés a baissé en moyenne d'environ 7 points depuis le début des années 1980, ce recul étant plus marqué dans les pays européens* »³. De même, la Commission européenne reconnaît dans son rapport annuel de 2007 sur l'emploi en Europe que: « *Après avoir culminé à la fin des années 1970 et au début des années 1980, la part des revenus du travail a commencé à baisser dans la plupart des États membres de l'Union européenne et se situe actuellement à des niveaux historiquement bas* »⁴.

Le graphique n°1 ci-dessous illustre très clairement la baisse tendancielle de la part des salaires dans la valeur ajoutée (la richesse produite).

² Cité dans BIHR, Alain, 4 novembre 2008, « Le triomphe catastrophique du néolibéralisme », <http://www.europe-solidaire.org/spip.php?article11959>

³ Cité in HUSSON, M., 16 avril 2008, « Part des salaires: et pourtant elle baisse! », <http://hussonet.free.fr/pourtant.pdf>

⁴ Idem



Source: Michel Husson⁵

Cette distorsion du partage de la valeur ajoutée propre au mode d'accumulation néolibérale⁶ résulte de l'application, non seulement, d'une fiscalité de moins en moins progressive, mais également d'une politique d'austérité salariale, entravant la croissance des salaires réels – directs et indirects (les prestations sociales). La hausse du chômage, le développement du travail précaire, l'exacerbation de la mise en concurrence internationale des travailleurs et, enfin, le chantage aux délocalisations, sont autant de facteurs qui contribuent à mettre en place ce régime de déflation salariale.

Le corollaire à cette compression des revenus du travail est le rétablissement spectaculaire du taux de profit à partir du milieu des années 1980⁷.

Ce surcroît de profit réalisé par les entreprises n'a cependant pas conduit à une augmentation de leurs investissements productifs. Au contraire, ceux-ci ont même baissé dans un grand nombre de pays tels que les États-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie et, en Europe, la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne, ou encore l'Italie⁸.

Le graphique n°2 ci-dessous démontre qu'en dépit du rétablissement du taux de profit à partir des années 1980, l'investissement (taux d'accumulation) a stagné, voire reculé. Autrement dit: les marges bénéficiaires des entreprises ne sont plus suffisamment affectées à la recherche, au développement ou aux investissements nécessaires à la modernisation de l'équipement. Selon M. Husson: « *La zone grisée [dans le graphique] permet de mesurer l'augmentation de la fraction non accumulée de la plus-value* »⁹.

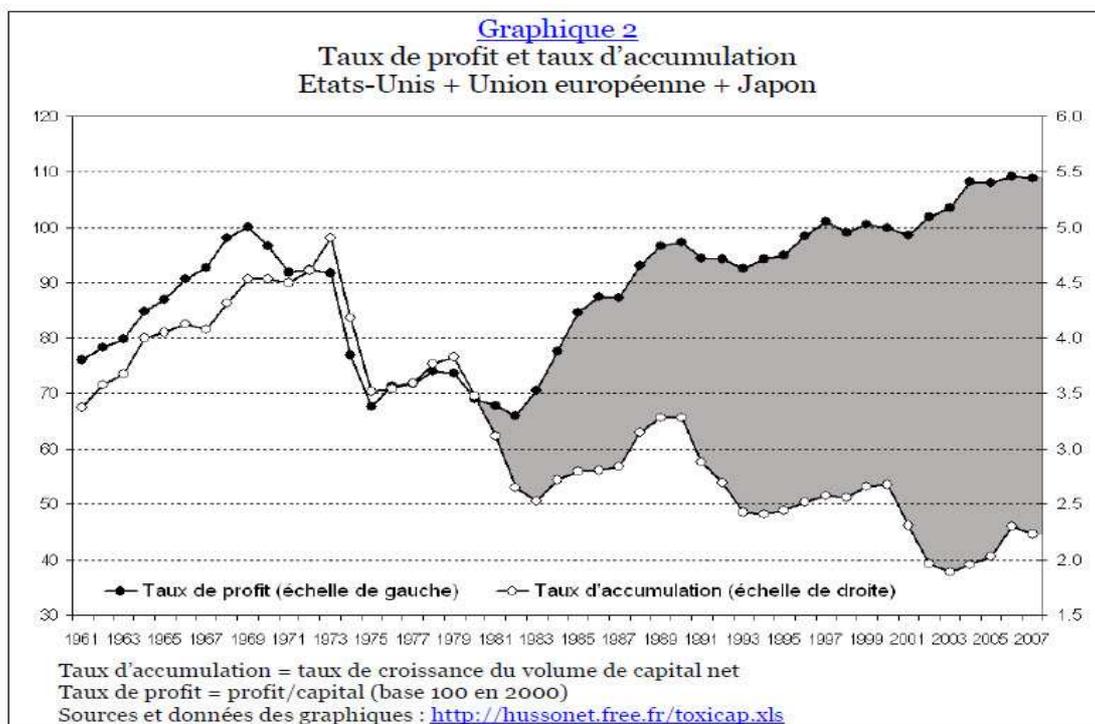
⁵ HUSSON, M., 23 septembre 2007, « La baisse tendancielle de la part salariale », <http://hussonet.free.fr/parvabis.pdf>

⁶ Notons qu'en Belgique, la part de PIB attribuée à la rémunération des travailleurs est passée sous la barre de 50% en 2007 (57,8% UE-15), alors qu'elle avait connu une croissance jusque dans le milieu des années 70 (70% UE-15), in FGTB Wallonne, 15 décembre 2008, « Dénoncer le capitalisme, ensemble! »

⁷ HUSSON, M., 2008, « La finance et l'économie réelle », <http://hussonet.free.fr/lacrise.htm>

⁸ Idem

⁹ HUSSON, M., 2008, « Le capitalisme toxique », <http://hussonet.free.fr/toxicap.pdf>



Source: M. Husson¹⁰

L'explication principale de ce paradoxe est la suivante : la baisse de la demande intérieure dans les pays développés – due à la contraction de la part des salaires dans la valeur ajoutée – a entraîné une raréfaction des occasions d'investissements rentables pour les entreprises. Leurs profits excèdent dès lors bien souvent ce dont elles ont besoin pour financer leurs investissements.

Qu'advient-il alors de la masse croissante des profits non investis par les entreprises? Celle-ci est en fait largement absorbée par la sphère financière, en prenant la forme de dividendes distribués aux actionnaires, de rachat par les entreprises de leurs propres actions¹¹, ou encore, de placements financiers opérés par ces dernières.

Il en résulte une surabondance de capitaux libres sur les marchés financiers, dont l'objectif est la recherche continue d'une rentabilité maximale. Périodiquement, ces capitaux découvrent un nouveau secteur profitable et s'y précipitent collectivement. Cela a pour effet d'entraîner une hausse des prix dans ce secteur et crée des plus-values qui justifient *ex-post* l'investissement¹². Ce phénomène est généralement décrit comme « *l'effet moutonnier* » des investisseurs.

Cependant, il arrive fréquemment que le marché s'aperçoive que la rentabilité créée est largement artificielle, qu'elle repose sur une bulle, c'est-à-dire sur « *une hausse des cours justifiée uniquement par l'anticipation de la poursuite de la hausse des cours* »¹³.

Les investisseurs perdent alors confiance, revendent leurs actifs et vont investir dans un endroit plus sûr (on parle en économie de *fuite vers la qualité*). Leur fuite collective provoque alors une crise généralisée (l'effondrement des cours), ce qui justifie *a posteriori* leur départ.

De tels cycles d'euphorie et de déprime (appelés également « mécanismes d'engouement et de repli » se sont accélérés depuis le début des années 1980. Ils ont notamment été constatés en Asie du Sud-est en 1997, lorsque les capitaux se sont brutalement retirés des pays émergents, ou encore en 2001-2002, lors de l'effondrement de la bulle internet.

La crise actuelle, déclenchée durant l'été 2007 est, quant à elle, le résultat de l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis qui s'était formée progressivement dès 2004. Cette dernière a été

¹⁰ Idem

¹¹ Il est en effet fréquent que les entreprises cotées en Bourse procèdent au rachat de leurs propres actions afin de transférer un surcroît de rendement aux actionnaires et de faire monter le cours de ces actions.

¹² STERDYNIAK, Henri, « *L'instabilité, au cœur de la finance globalisée* », L'état de l'économie 2008, Alternatives Économiques, Hors-série, 2^{ème} Trimestre 2008, n°76.

¹³ Idem

alimentée, d'une part, par la distribution excessive de prêts hypothécaires à des ménages pauvres et, d'autre part, par la procédure de titrisation (voir plus bas) qui a permis de vendre ces créances douteuses à des institutions financières, tant aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde¹⁴. A cet égard, comme nous l'avons évoqué plus haut, la crise dite des *subprimes*¹⁵ est une conséquence directe de la déformation du partage des richesses, particulièrement exacerbée aux États-Unis. En effet, compte tenu de la stagnation du pouvoir d'achat des ménages américains, la demande aux États-Unis n'a pu être maintenue qu'à travers la stimulation de la consommation du crédit (et donc de l'endettement des ménages). En effet, entre 1996 et 2007, la dette hypothécaire et les prix des maisons ont été multipliés par trois, alors que les autres dettes des ménages américains (cartes de crédit, prêts à l'automobile, prêts aux étudiants) ont été multipliés par deux¹⁶.

L'éclatement de la bulle immobilière s'est produit dès la fin de l'année 2006, lorsque les premières faillites des ménages ont coïncidé avec le retournement du marché immobilier. A partir de ce moment-là, la vente des maisons sur lesquelles étaient gagés les prêts *subprimes* n'a plus permis de couvrir le crédit initial¹⁷. Il en a résulté une réaction en chaîne: les établissements de crédits ont été brutalement touchés, suivis rapidement par la multitude d'investisseurs qui s'étaient lancés dans l'achat de titres adossés aux prêts hypothécaires à risque.

2.2. Déséquilibres de l'épargne mondiale et bulles spéculatives

La masse des profits non investis par les entreprises ne constitue pas la seule source alimentant les bulles spéculatives. En effet, l'excès d'épargne mondiale contribue également à nourrir l'endettement et la spéculation dans le reste du monde.

Comme le note Christian Chavagneux¹⁸, depuis les années 2000, une épargne de plus en plus abondante – provenant principalement de l'augmentation des revenus des pays émergents et des pays pétroliers – cherche à obtenir des rendements plus importants en se plaçant à l'étranger. Elle s'est concentrée en particulier aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, « *des pays où des bulles immobilières associées à des instruments financiers sophistiqués et mal régulés ... ont permis de toucher des rendements très élevés* »¹⁹.

Comme le graphique ci-dessous le montre, en captant près de 49,2% de l'épargne internationale disponible en 2007, les États-Unis sont de loin le premier pays bénéficiaire de la mondialisation financière. La croissance de ce pays est en effet fondée sur une consommation très rapide alimentée essentiellement par un afflux de capitaux étrangers²⁰. Ce constat remet donc totalement en cause le postulat néolibéral selon lequel la libéralisation des mouvements de capitaux mène nécessairement à une meilleure répartition de l'épargne au niveau mondiale. En effet, aussi paradoxale que cela puisse paraître, les pays en développement exportent aujourd'hui plus de capitaux au Nord qu'ils n'en reçoivent de ce dernier. Autrement dit, ils sont devenus les créanciers du monde.

Epargne reçue en 2007, en % de l'épargne internationale disponible

¹⁴ ATTAC France, novembre 2008, « Le temps est venu : Sortons de l'économies casino ! », <http://www.france.attac.org>

¹⁵ *Subprime* : prêts hypothécaires à risque, c'est-à-dire, des crédits immobiliers consentis aux ménages américains ne présentant pas les garanties financières suffisantes pour souscrire un prêt normal, ou *prime*.

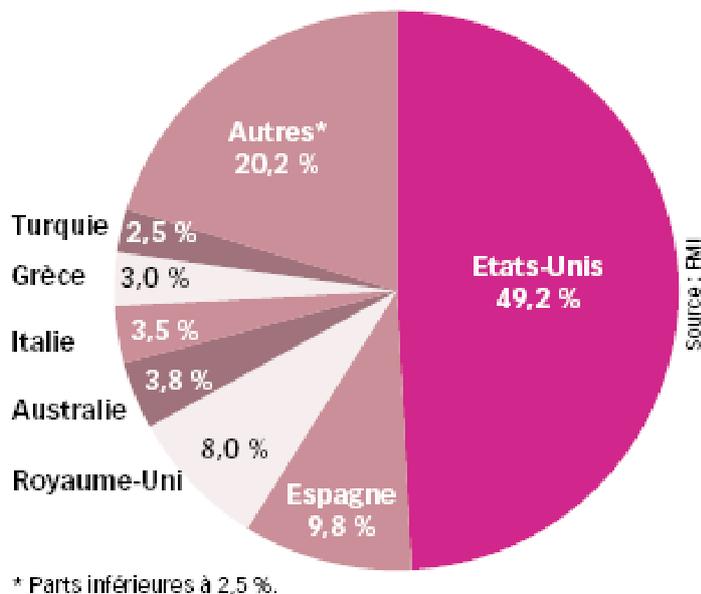
¹⁶ AGLIETTA, M., février 2008, « Comprendre la crise du crédit structuré », *La lettre du CEPII*, n°275.

¹⁷ HUSSON, M., 2008, « Le capitalisme toxique », op. cit.

¹⁸ CHAVAGNEUX, C., 2e trimestre 2009, « Derrière la crise, l'excès d'épargne mondiale », *Alternatives Economiques*, n°80

¹⁹ Idem

²⁰ SCIALOM, L., mai 2008, « Les banques centrales face à la crise », *Regards*.



Source : Alternatives Economiques²¹

2.3. Innovations financières et instabilité systémique

Conjointement à la déformation du partage des richesses et aux déséquilibres de l'épargne mondiale, la déréglementation des marchés financiers constitue le troisième facteur explicatif de la crise des subprimes.

La masse croissante de capitaux provenant des profits non investis et de l'excès d'épargne mondiale ne peut en effet à elle seule susciter la formation de bulles financières. Comme le note l'économiste Michel Husson, il faut également que « *la réglementation n'y fasse pas obstacle* »²².

Une des conséquences directes de la dérégulation des marchés financiers menée par les États sur leur territoire national ou bien dans un cadre communautaire (comme en Europe) a été le développement d'innovations financières et de produits complexes de plus en plus opaques et spéculatifs. Il en a résulté une instabilité financière chronique d'autant plus néfaste qu'elle se produit dans un contexte d'interconnexion des marchés financiers.

2.3.1 La titrisation ou comment se débarrasser de créances douteuses

L'innovation financière est donc indéniablement au cœur de la crise des subprimes. En effet, si les banques et les établissements de crédits ont pu concéder massivement des prêts à des ménages précaires, c'est en partie grâce à la titrisation: il s'agit d'une opération financière qui consiste « *à transformer des prêts bancaires illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique ad hoc* »²³. Autrement dit, la titrisation permet aux banques de transférer le risque de non remboursement des crédits qu'elles émettent à d'autres acteurs financiers.

Dans le cas de la crise des subprimes, les banques à l'origine des prêts hypothécaires ont cédé ces derniers à des véhicules *ad hoc* (« *Special Purpose vehicles* » - SPV), équivalents à des banques de marché non régulées et non supervisées²⁴. Les SPV ont financé cette acquisition en

²¹ CHAVAGNEUX, C., 2ème trimestre 2009, op.cit.

²² Idem

²³ ARTUS, P., BETBEZE, J-P., BOISSIEU, C., CAPELLE-BLANCARD, 2008, « La crise des subprimes », Conseil d'Analyse économique.

²⁴ AGLIETTA, M., février 2008, op. cit.

vendant sur des marchés non régulés (dits de gré à gré – voir plus bas) des obligations à des investisseurs à la recherche de rendements élevés. Les intérêts et les remboursements des crédits hypothécaires par les ménages devaient garantir le paiement des intérêts de ces obligations émises ainsi que leur remboursement. Ces obligations ont été dénommées **MBS** (*Mortgage Backed Securities*)²⁵. Néanmoins, des versions plus sophistiquées appelées **CDO** (*Collateralised Debt Obligation*), ont également été imaginées par les ingénieurs financiers. Il s'agit d'obligations mélangeant des crédits subprimes titrisés à d'autres crédits titrisés (crédits à la consommation, prêts étudiants, prêts aux entreprises).

Tout comme les MBS, les CDO ont été découpés en tranches, chacune d'entre-elles ayant son propre couple de rendement/risque. Aux prudents étaient par exemple réservées les couches dites "senior" à 8% de rendement obligataire et notées AAA par les agences de *rating*. Les tranches très risquées – dénommées « *equity* » – étaient, quant à elles, destinées aux spéculateurs les plus acharnés (exemple, les *hedge funds* – voir plus bas), avec un taux de rendement de près de 30%. Elles étaient non notée.

Selon M. Aglietta: « *La bonne notation des tranches supérieures se justifie par le fait que, selon le principe dit de subordination, en cas de détérioration des revenus du pool [de crédits], ce sont les tranches inférieures qui subissent d'abord les pertes et protègent ainsi les tranches supérieures* »²⁶.

Pour compliquer le tout, les investisseurs qui ont acheté ces obligations MBS ou CDO – tels que les banques (y compris celles qui avaient elles-même fabriqué ces produits structurés) et les *hedge funds* – ont procédé à des opérations de titrisation au second degré, en créant de nouvelles structures hors bilan (appelées SIV), qui ont acheté des obligations (telles que les MBS, CDO) des véhicules SPV de premier niveau, et ont émis en contrepartie du papier commercial à court terme appelés **ABCP** (*Asset Backed Commercial Paper*). Tout comme les véhicules hors bilan SPV, les SIV ont l'avantage de n'être pas liées par les obligations de fonds propres imposées aux banques (voir plus bas) et de n'être soumises à aucun contrôle. Dès lors, « *elles ont pu s'endetter massivement, en émettant des papiers à court terme sur les marchés, pour acheter des produits complexes plus rémunérateurs, empochant au passage le différence de taux d'intérêt* »²⁷.

2.3.2 L'explosion des dérivés de crédits (CDS)

La technique de la titrisation a donc permis aux banques de se défaire des risques associés aux crédits subprimes, en les reportant sur d'autres investisseurs (c'est-à-dire : les acheteurs de MBS et de CDO). L'aversion au risque a néanmoins poussé ces derniers à se couvrir à leur tour en achetant des "contrats d'échange sur le risque de défaillance" dits CDS (« *credit default swaps* »). Les CDS constituent l'une des dernières innovations sur les marchés des produits dérivés (voir plus bas)²⁸. Ces dérivés de crédit permettent au détenteur A d'un titre obligataire (constitué de créances titrisées), de se protéger contre le risque de crédit, c'est-à-dire le défaut de paiement des débiteurs, qui sont le point de départ de la construction complexe et opaque de la titrisation, avec ses deux conséquences : les intérêts ne rentrent plus et donc la valeur initiale du titre est en chute libre. Pour ce faire, l'acheteur de protection (la partie A) va chercher une contrepartie (le vendeur de protection) qui s'engage à dédommager ses pertes éventuelles en cas de défaut de paiement des débiteurs. Pour cette couverture, le vendeur de protection sera rémunéré par une prime fixe régulière. En cas « d'événement de crédit » (la défaillance des débiteurs) : « *A cesse de verser sa prime et B l'indemnise soit en lui rachetant son titre à sa valeur initiale, soit en réglant sa décote* »²⁹. Notons que, bien que B endosse le risque et, de ce fait, perçoit une rémunération par les primes, il n'a

²⁵ Notons que des versions plus sophistiquées appelées **CDO** (*Collateralised Debt Obligation*), ont également été imaginées par les ingénieurs financiers des banques d'investissement. Il s'agit d'obligations mélangeant des crédits subprimes titrisés à d'autres crédits titrisés (crédits à la consommation, prêts étudiants, prêts aux entreprises).

²⁶ AGLIETTA, M., février 2008, op. cit.

²⁷ MOATTI, S., Novembre 2008, « La machine à dette », *Alternatives Économiques*, n°274.

²⁸ Produits dérivés : actif financier qui permet d'acheter ou de vendre un actif dit sous-jacent (actions, devises, pétrole ...) à une date ultérieure, mais à un prix fixé aujourd'hui.

²⁹ Idem

aucune avance de fonds à effectuer. En outre, dans la mesure où les CDS sont des actifs négociables, rien n'empêche ce dernier de revendre cette protection contre le risque de crédit à une autre partie, qui peut s'en défaire à son tour en la revendant à un autre investisseur, et ainsi de suite. Le problème est que lorsque le défaut de paiement survient, « *il n'est pas exclu que l'acheteur rencontre quelques difficultés à identifier la contrepartie chargée de couvrir ses pertes* »³⁰. Ce risque d'opacité est renforcé par le fait que les dérivés de crédit sont négociés sur des marchés de gré à gré où ils ne font l'objet d'aucune surveillance réelle.

Actuellement, les CDS représentent un marché de 60 000 milliards de dollars (6000 milliards en 2004). Aussi, « *une crise des CDS qui serait générée par une montée des taux de défaillance sur le modèle de la crise des subprimes serait terriblement ravageuse* »³¹.

En conclusion, on peut aisément affirmer que tant la technique de la titrisation que les CDS ont engendré l'effet inverse de ce pour quoi ils avaient été conçus : au lieu de mieux répartir les risques entre différentes catégories d'agents économiques, ils ont participé à leur dissémination et au renforcement de l'opacité. Autrement dit, ils ont joué un rôle d'amplificateur dans la crise des *subprimes* : en effet, en permettant de transférer le risque de non remboursement du crédit à d'autres acteurs financiers, la technique de titrisation et les dérivés de crédit ont incité les acteurs financiers qui en ont fait usage (banques, *hedge funds*, fonds de pension etc.) à accorder des prêts encore plus hasardeux et à acheter en masse des titres obligataires adossés aux crédits hypothécaires qui se sont révélés par la suite pourris.

3. Dix propositions pour ramener la sphère financière au service du bien commun

Comme nous venons de le voir, la crise financière actuelle ne provient donc pas uniquement de la dérégulation des marchés financiers. Elle puise également ses racines dans les déséquilibres des balances de paiement ainsi que dans la déformation du partage des richesses qui découle de l'application depuis près de trois décennies de politiques néolibérales. Les solutions à apporter pour éviter dans le futur l'éclatement de nouvelles bulles spéculatives doivent donc comporter des mesures visant à la fois à réduire les inégalités sociales, à limiter durablement les déséquilibres financiers internationaux et, enfin, à re-réguler de façon stricte les marchés financiers. Ci-dessous, est exposée une liste non exhaustive de propositions allant dans le sens exprimé.

1. Relever la rémunération du travail par rapport au revenu du capital

Une première batterie de mesures essentielles à mettre en œuvre pour « *fermer les robinets qui alimentent la sphère financière* »³² consiste à rétablir un nouveau partage de la valeur ajoutée. Ceci implique, notamment, de :

- assurer à chacun un revenu décent (garantissant une parité de pouvoir d'achat universelle) en liant systématiquement l'évolution des salaires réels aux gains de productivité³³.
- développer une fiscalité plus juste sur l'ensemble des revenus et de "*réduire les incitations à la recherche de bénéfices excessifs et les mécanismes d'évasion fiscale utilisés par les riches et par le secteur financier*"³⁴;

³⁰ KHOR, M., 3 March 2008, « Credit crisis rapidly spreading to new areas », *TWN Info Service on Finance and Development*.

³¹ La finance pour tous, 22 octobre 2008, « CDS », institut pour l'éducation financière du public, <http://www.lafinancepourtous.com>

³² HUSSON, M., mai 2008, « Une crise structurelle du capitalisme », <http://www.local.attac.org/attac44/spip.php?article188>

³³ Campagne Travail Décent, 2008, document de travail CNCD-11.11.11.

³⁴ ATTAC, « Désarmons les marchés! », Déclaration commune des Attac d'Europe sur la crise financière et les

- fixer un plafond à la rémunération actionnariale. En effet, les exigences de profits imposées par les actionnaires aux entreprises en termes de ROE³⁵ (« *return on equity* », ou "retour sur fonds propres) ont aujourd'hui atteint des sommets inégalés. Comme le note l'économiste Frédéric Lordon: « *à la fin des années 90, on s'alarmait déjà de ROE à 15%. Sept ans plus tard, des 20% ou 25% sont monnaie courante* »³⁶. A tel point que, dans certains cas, les rétrocessions sous forme de dividendes ou de rachats d'actions l'emportent sur les apports de capitaux nouveaux. Par exemple, en 2006, *"les sociétés du CAC 40 ont levé un total de 37,5 milliards d'euros à la Bourse et ont versé 39 milliards à leurs actionnaires, soit un déficit de 1,5 milliards d'euros"*³⁷. Résultat: *"du fait de cette prédation des actionnaires, les entreprises s'appauvrissent"*³⁸. D'où l'idée développée par Frédéric Lordon de fixer un plafond de 5-7% à la rémunération actionnariale. Aussi, tout excès par rapport à ce seuil ferait automatiquement l'objet d'un prélèvement obligatoire intégral³⁹. La base taxable concernerait l'ensemble de la rémunération actionnariale, à savoir: les dividendes, les plus-values et les rachats d'action (moyennant un traitement technique particulier)⁴⁰.
- renforcer et développer la protection sociale que garantissent les régimes solidaires de sécurité sociale et d'aide sociale;
- mettre un terme à la privatisation des systèmes sociaux et d'infrastructures essentielles comme l'énergie et les chemins de fer et déprivatiser ce qui l'a déjà été;
- promouvoir la réduction collective du temps de travail.

2. Rééquilibrer l'épargne mondiale

Comme nous l'avons vu plus haut, actuellement, l'excès d'épargne mondiale ne finance pas le développement mais, au contraire, comble pour l'essentiel le déficit des Etats-Unis. Certes, la forte baisse du prix du pétrole et la récession mondiale devraient entraîner une diminution substantielle des excédents extérieurs des pays pétroliers et des pays émergents. Néanmoins, comme le note Christian Chavagneux: « *ces excédents existeront toujours. Et les pays émergents devraient continuer à accumuler des réserves en devises, lesquelles approcheraient déjà les 5000 milliards de dollars à la fin 2008* »⁴¹. D'où la nécessité de rééquilibrer durablement l'épargne mondiale, afin d'éviter que l'accumulation d'excédents extérieurs, en se plaçant à l'étranger, ne vienne nourrir à nouveau la spéculation financière. Pour y parvenir, les Etats-Unis devront tout d'abord s'engager à réduire leur déficit extérieur en maintenant un dollar bas. Quant aux pays excédentaires, en particulier la Chine, ils devront renouer avec un développement plus autocentré. Autrement dit, il s'agira pour eux de stimuler leur demande intérieure en distribuant davantage de salaires et de prestations sociales afin de réduire leur excès d'épargne.

Enfin, dans la mesure où les fluctuations des taux de change des grandes monnaies « n'ont guère contribué à équilibrer les soldes courants des différents pays et distribuent un peu au hasard les

alternatives démocratiques, <http://www.france.attac.org>

³⁵ Return On Equity, soit ratio du profit aux capitaux propres ou taux de profit pertinent du point de vue des actionnaires.

³⁶ *Libération*, 14/03/07, « Seul le politique peut réagir contre la démesure du capital actionnarial », interview de Frédéric Lordon

³⁷ PLIHON, D., « Les dangers du capitalisme financier », *Alternatives Économiques*, 1er trimestre 2008, n°75

³⁸ Idem

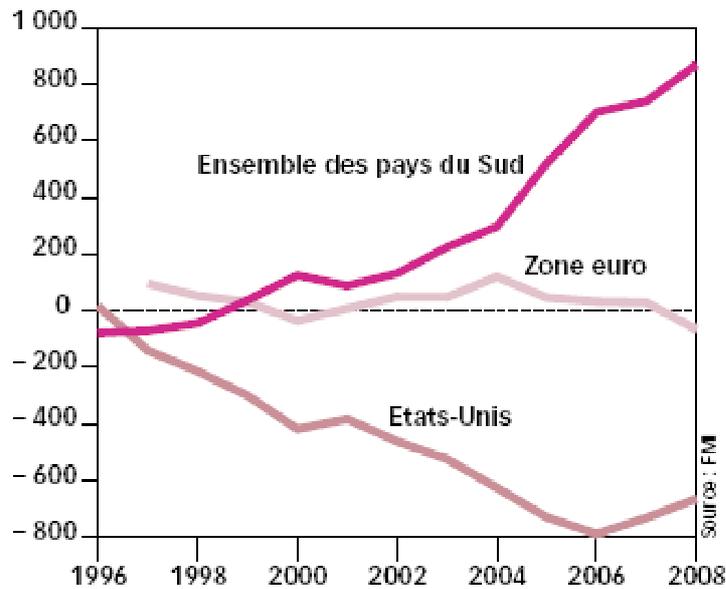
³⁹ *Libération*, op. cit.

⁴⁰ Voir: LORDON, F., février 2007, « Une mesure contre la démesure de la finance: le SLAM! », *Le Monde diplomatique*.

⁴¹ CHAVAGNEUX, C., 2e trimestre 2009, op. cit.

gains et les pertes de compétitivité »⁴², il est urgent d'adopter un nouveau système monétaire international.

Balances courantes, en milliards de dollar



Source : Alternatives Economiques⁴³

3. Imposer une « traçabilité » des transactions financières

La mise en œuvre de mesures garantissant la « traçabilité » des opérations financières constitue un préalable indispensable à la régulation des marchés financiers. En effet, « *Il est impossible de réglementer les marchés financiers si l'opacité des transactions financières empêche de savoir clairement qui y fait quoi et dans quel but* »⁴⁴.

Dans cette perspective, il conviendrait de donner à toute opération faite dans un marché financier (change, Bourse, etc.) une identification reprenant la qualité du donneur d'ordre, le caractère de l'opération et le nom de l'intermédiaire.

Il s'agit d'une mesure parfaitement réaliste dans la mesure où elle est déjà appliquée par les sociétés de clearing.⁴⁵ En effet, pour pouvoir exécuter les opérations financières qui les concernent, ces dernières sont obligées de leur attribuer un code d'identification unique (appelé *code ISIN*).

La présente proposition consisterait à imposer au niveau mondial une codification unique, « *sorte de code ISIN élargi à toutes les transactions financières pour les rendre facilement « retraçables »* »⁴⁶.

4. Réduire les prises de risque des banques

⁴² STERDYNIAK, H., MATHIEU, C., 2e trimestre 2009, « Vers un nouveau Bretton Woods », *Alternatives Economiques*, hors-série, n°80

⁴³ CHAVAGNEUX, C., 2e trimestre 2009, op.cit.

⁴⁴ ZACARIE, A., AVERMAETE, J-P., septembre 2002, « Mise à nu des marchés financiers : les dessous de ma globalisation », Editions Syllepse

⁴⁵ Le dénouement des opérations financières internationales se fait aujourd'hui de manière automatique via des sociétés spécialisées qui ajustent automatiquement les comptes des intervenants. Pour les échanges internationaux de devises, une seule société assure la liquidation automatique: il s'agit de *Swift*, basée à Bruxelles. Pour les échanges internationaux d'actions et d'obligations, il en existe deux: *Euroclear*, basée à Bruxelles, et *Clearstream*, basée à Luxembourg, in ZACHARIE, A., AVERMAETE, J-P., op.cit.

⁴⁶ Idem

L'expérience de la crise des subprimes a démontré à nouveau le rôle déterminant que les banques jouent dans le gonflement des bulles financières. En effet, que ce soit par leurs propres placements ou par le financement des autres acteurs de la finance, les banques ont souvent tendance à renforcer l'euphorie en période d'optimisme et la déprime en période de pessimisme⁴⁷. Ce comportement « *procyclique* » des banques les conduit à accorder des prêts excessifs et à évaluer de façon erronée les risques. Les emprunteurs bénéficient alors d'apports massifs de capitaux, ce qui les amène à cesser également d'apprécier très clairement les risques qu'ils encourent. Le sur-prêt (« *overlending* ») pratiqué par les banques conduit alors au sur-emprunt (« *overborrowing* ») des emprunteurs. L'argent prêté sert à acheter des actions, des maisons etc., dont les prix montent et peuvent servir de garanties pour de nouveaux prêts. Cependant, lorsque la confiance dans l'avenir disparaît, les banques resserrent fortement leurs conditions d'octroi du crédit, ce qui entraîne automatiquement une crise de liquidité (« *credit crunch* »). En cela, « *toute crise financière résulte d'une crise de crédit* »⁴⁸.

Il est dès lors impératif de redéfinir le cadre de régulation des banques, afin de limiter leurs opérations spéculatives. Plusieurs mesures s'imposent à ce sujet :

■ **Instaurer une séparation stricte des métiers bancaires**

Une des conséquences de la déréglementation des années 80 a été le décloisonnement de l'activité bancaire. Nombreuses sont en effet les banques qui, aujourd'hui, sont constituées en grands conglomérats financiers regroupant les différents métiers de banque commerciale⁴⁹ et de banque d'investissement⁵⁰, ainsi que diverses activités d'assurance.

Or, le décloisonnement du secteur bancaire et l'émergence consécutive de géants financiers se livrant à toutes les activités de marché ont généré au moins deux effets pervers. Le premier est l'intensification de la transmission des chocs financiers à l'économie réelle. En effet, lorsque leur branche « banque d'investissement » enregistre de fortes pertes boursières, les géants bancaires répercutent généralement une bonne partie des coûts d'ajustement qui en résultent sur leur division « banque commerciale ». Cela se traduit concrètement par le resserrement du crédit bancaire consenti aux ménages et aux entreprises.

Le deuxième effet pervers concerne la dynamique de l'innovation financière et son incidence sur la gestion interne des banques universelles. La prolifération de produits financiers extrêmement complexes fragilise en effet ces dernières, dans la mesure où elles se trouvent de plus en plus dans l'incapacité d'évaluer correctement les risques liés aux positions prises par leurs multiples départements. La direction de ces conglomérats financiers est alors souvent contrainte de s'en remettre entièrement à l'avis des individus spécialisés dans la gestion des produits financiers sophistiqués pour le compte de la banque, sans pour autant être en mesure de contrôler le bien-fondé de leurs propos.

Compte tenu des problèmes découlant de la constitution de géants bancaires actifs dans tous les compartiments de la finance, il convient dès lors de « *ré-instituer des cloisonnements à l'intérieur de l'industrie bancaire* »⁵¹.

Une telle proposition peut tout d'abord prendre une forme radicale à travers le ré-imposition d'une séparation stricte entre les activités de banque commerciale (dénommées également banques de dépôt), orientées vers la collecte de l'épargne et l'octroi de crédits aux particuliers et entreprises, et

⁴⁷ CHAVAGNEUX, Christian, « *Les Banques toujours au cœur des crises financières* », Alternatives Économiques, Avril 2005.

⁴⁸ CHAVAGNEUX, Christian, « *L'éternel retour des crises* », op.cit.

⁴⁹ Les banques commerciales – dénommées également banques de dépôt – récoltent l'épargne et accordent des prêts aux particuliers, ou aux entreprises. Elles se distinguent ainsi des banques d'affaires ou des banques d'investissement. Cette distinction est en partie révolue aujourd'hui car les banques de dépôt/commerciales ont développé des activités de banques d'investissement.

⁵⁰ La banque de financement et d'investissement est active sur les marchés financiers. Elle se charge des opérations financières telles que les émissions d'emprunts obligataires, les souscriptions d'actions, l'introduction en bourse, les fusions-acquisitions, etc.

⁵¹ LORDON, F., op.cit, p. 11

celles de banque d'investissement, orientées vers les opérations sur titres et valeurs mobilières. Il s'agit précisément de la même mesure que les États-Unis ont imposé – dans le sillage de la crise de 1929 – à leur secteur bancaire via l'adoption en 1933 du *Glass Steagall Act*. Ce dernier fut néanmoins progressivement contourné suite à la mise oeuvre des politiques de dérégulation financière à partir de 1975, pour être formellement aboli en 1999.

La proposition visant à rétablir des frontières étanches entre banques commerciales et banques d'investissement implique en particulier d'interdire aux premières de prêter des fonds aux secondes. En outre, dans la mesure où leur métier de base est l'octroi de crédits à leurs clients, les banques commerciales devraient être limitées dans la détention de titres financiers. Ceux-ci, par exemple, ne pourraient pas dépasser 15% du total de leur actif⁵².

En ce qui concerne les banques d'investissement, ces dernières devraient se voir refuser la possibilité de recevoir des dépôts de particuliers ou d'autres banques. Une telle mesure permettrait dès lors d'éviter la contamination des banques de dépôts par les pertes des banques d'investissement. En outre, les banques d'investissement devraient obéir à des normes favorables au développement durable des sociétés, par exemple « *en prenant des actions dans des entreprises qui produisent des produits écologiques* »⁵³.

Une version plus édulcorée de la présente proposition serait d'interdire aux banques commerciales certaines opérations financières telles que, par exemple, le placement de leurs fonds propres sur les marchés dérivés. Une mesure qui implique d'interdire également « *la création de filiales, y compris off-shore, spécialisées sur ces marchés, toujours susceptibles d'inscrire leurs comptes dans des périmètres échappant à la vigilance du régulateur bancaire* »⁵⁴.

■ Augmenter les ratios réglementaires de solvabilité des banques

Les crises financières procèdent de l'éclatement des bulles, dont la formation est alimentée par l'abondance excessive de crédits bancaires. Il est donc impératif de limiter les opérations spéculatives des banques en les contraignant à mettre d'autant plus de capital en réserve que les risques liés aux crédits distribués sont élevés. En d'autres termes, le but de ce principe est d'inciter les banques à prendre moins de risques, du fait de ces obligations de dépôt de garantie⁵⁵. En effet, comme le note C. Chavagneux: « *Les banquiers ont horreur d'être obligés de mettre de l'argent de côté, car c'est autant de moins pour jouer au casino* »⁵⁶.

Certes, les banques sont déjà limitées dans leur capacité de crédit par les règles prudentielles définies par les Accords de Bâle II. Ces derniers les contraignent en effet à mettre en réserve du capital propre⁵⁷ à hauteur de 8% du montant total des crédits qu'elles ont distribués – ceux-ci étant pondérés par leur caractère plus ou moins risqué⁵⁸. Mais, un tel ratio de fonds propres demeure insuffisant car il autorise encore d'importantes prises de risques aux banques, souvent peu regardantes à la nature productive et à la solidité de leurs emprunteurs en période d'euphorie⁵⁹.

⁵² En effet, plusieurs postes peuvent être identifiés dans l'actif d'une banque: créances banques, prêts clients, titres sûrs, ou encore titres à risques élevés.

⁵³ Attac, 15 octobre 2008, op.cit.

⁵⁴ Le Monde, mardi 28 octobre 2008, "Quatorze mesures pour réguler le capitalisme financier", Dossier la crise financière

⁵⁵ Comme le notent également A. Zacharie et J.P. Avermaete: « *il est important d'empêcher les banques de prêter beaucoup plus de capital qu'elles n'en détiennent en réalité, car cela augmente fortement les risques de crise lorsqu'elles ne sont pas remboursées* », op. cit. , p. 111

⁵⁶ CHAVAGNEUX, C., mars 2008, « Quatre pistes pour réguler la finance », *Alternatives Économiques*, n°267

⁵⁷ Fonds propres: fonds provenant des actionnaires qui les ont versés pour devenir copropriétaires, des bénéfices non distribués aux actionnaires et accumulés dans l'entreprise et des provisions (l'argent mis de côté en prévision des charges).

⁵⁸ <http://www.lafinancedepourtous.com/>

⁵⁹ ZACHARIE, A., AVERMAETE, J.P., op. cit., p. 111

La présente recommandation vise précisément à réaménager le dispositif actuel en rehaussant sensiblement les exigences de fonds propres pour les crédits qui alimentent l'inflation financière, et en les maintenant à un niveau plus faible pour les prêts qui favorisent la croissance réelle et l'emploi⁶⁰. Autrement dit, l'idée est d'imposer aux banques des contraintes en capital supplémentaires, lorsque leurs crédits « *prennent des proportions excessives dans tel ou tel secteur, dans tel ou tel pays ou vis-à-vis de tel ou tel type d'acteurs financiers (les hedge funds, par exemple)* »⁶¹.

Deux problèmes doivent néanmoins être surmontés afin qu'une telle mesure puisse produire réellement ses effets. Premièrement, il est important de rappeler que ce sont actuellement les banques elles-mêmes qui fixent les coefficients de risques des crédits qu'elles distribuent⁶². La philosophie de l'autorégulation des banques ayant cependant largement montré ses limites, il est dès lors impératif que les autorités publiques reprennent le contrôle en cette matière. Deuxièmement, la technique de la titrisation permet aujourd'hui aux banques de contourner facilement les règles prudentielles. Elle permet en effet à ces dernières de sortir les crédits de leur bilan et d'échapper ainsi aux exigences de fonds propres qui leur sont imposées. Il est par conséquent indispensable de limiter fortement cette pratique (voir plus bas).

■ Limiter drastiquement la titrisation

Grâce à la technique de la titrisation⁶³, les banques peuvent se soustraire aisément aux règles de prudence en matière de ratio de fonds propres, dans la mesure où elles ne sont plus obligées de conserver les créances titrisées dans leur bilan. Autrement dit, en se défaisant de leurs crédits et en les vendant sous la forme de titres financiers, les banques peuvent continuer à émettre des prêts en quantité gigantesque en l'absence de toute supervision – puisque ces créances titrisées n'apparaissent plus sur leurs livres.

Dans ce contexte, il est essentiel de limiter drastiquement la part titrisable des portefeuilles de crédit (pas plus de 5% par exemple).

Un autre solution consiste à ne pas entraver la possibilité de titrisation, mais à obliger les banques à comptabiliser dans le calcul de leurs provisions prudentielles de capitaux propres la totalité des risques associés aux créances qu'elles ont titrisées. Selon F. Lordon, une telle formule « *équivalait ... à une conservation complète des crédits, la titrisation demeurant alors intéressante pour les banques, non plus comme instrument de défausse du risque, mais comme instrument de refinancement de marché* »⁶⁴.

■ Interdire les structures hors bilan

Comme nous l'avons vu plus haut (voir section 2.3.1 titrisation), de nombreuses banques ont créé dans des paradis fiscaux des véhicules spéciaux hors bilan qui leur ont permis d'organiser la transformation de créances douteuses en titres et de les vendre à d'autres investisseurs. Ce système bancaire parallèle ou *fantôme* (« *shadow banking system* ») présente l'avantage de n'être lié à aucun contrôle prudentiel (obligations de fonds propre imposées). Il constitue donc un facteur d'instabilité non négligeable dans le système financier actuel.

Par conséquent, plusieurs mesures devraient être mises en oeuvre afin de contraindre les banques à ne plus recourir à ce types de structures hors bilan. Tout d'abord, une banque qui aurait un véhicule *ad hoc* dans un paradis fiscal devrait être taxée dans son pays d'origine sur les bénéfices qui y sont générés. Deuxièmement, il conviendrait de réformer les normes comptables

⁶⁰ DURANT, Denis, 2008, « Une crise de système qui appelle des réponses systémiques », <http://www.fondation-copernic.org>

⁶¹ CHAVAGNEUX, C., novembre 2008, op. cit.

⁶² Par exemple, en Belgique, les banques établissent leur propre modèle de risque qui est validé par le régulateur (la CBFA) et déterminent donc elles-mêmes le niveau de fonds propres nécessaires.

⁶³ Pour rappel, la titrisation est une technique financière qui permet à un établissement financier de transférer le risque de non-remboursement d'un crédit en le transformant en produit financier complexe négociable sur le marché.

⁶⁴ LORDON, F., op. cit., p. 7

au niveau international et européen afin d'empêcher les banques de prendre des engagements importants hors bilan.

5. Encadrer de façon stricte l'activité des *hedge funds* et des fonds de capital investissement

Par leurs prises de risque excessives, les fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») et les fonds de capital-investissement (« *private equity funds* ») introduisent beaucoup de volatilité sur les marchés financiers.

S'adressant à une clientèle composée de personnes physiques ou morales qui disposent d'un patrimoine important⁶⁵, les *hedge funds* s'adonnent à des opérations financières purement spéculatives. Ils ont en effet pour objectif de détecter les imperfections du marché afin de dégager des rendements absolus, c'est-à-dire : 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 utilisent des techniques très sophistiquées et opaques telles que la vente "à découvert" (vente de titres empruntés pour être rachetés moins cher), l'arbitrage entre deux actifs, ou encore la négociation de produits dérivés (voir ci-dessous), qui permettent d'acheter un actif à un prix déterminé à l'avance: futures (contrats à terme), options, etc⁶⁶.

Les prises de position des *hedge funds* sont d'autant plus risquées que ces derniers mobilisent de façon intensive l'*effet de levier* dans leurs opérations spéculatives. Autrement dit, ils prennent des positions qui peuvent excéder considérablement leurs capitaux propres. Comment? En empruntant les sommes nécessaires à une ou plusieurs banques. L'effet de levier leur permet dès lors de démultiplier les gains potentiels de leurs placements. Cependant, lorsque les paris spéculatifs tournent mal, les *hedge funds* "peuvent mettre en difficulté les banques qui leur prêtent et créer un risque "systémique" par voie de contagion"⁶⁷.

La leviérisation constitue également un instrument central de la stratégie des fonds de capital-investissement (« *private equity funds* »). Ces derniers pratiquent en effet de façon intensive des opérations dites de « *leveradage buy out* » (LBO), qui consistent à prendre le contrôle total d'une entreprise moyennant un endettement important (jusqu'à 90% du prix d'achat). En d'autres mots, il s'agit du rachat à crédit d'une entreprise, avec une mise de fonds initiale limitée. Le coût de l'acquisition étant ensuite remboursé totalement par l'entreprise rachetée, via une forte ponction par le fond de capital-investissement sur ses bénéfices. Ces acquisitions ont en outre une durée limitée, car l'objectif est de vendre celles-ci rapidement en réalisant une plus-value financière. Cela démontre que « *l'activité des fonds de private equity s'apparente à de la spéculation, dans la mesure où leurs opérations consistent à dégager des gains de nature purement financière, en utilisant au maximum un effet de levier* »⁶⁸.

Actuellement, tant les *hedge funds* que les fonds de capital-investissement bénéficient d'une liberté d'action quasi totale. Ils échappent en effet à toute supervision prudentielle car ils ne gèrent pas l'épargne publique (l'épargne des ménages "ordinaires"). En outre, la majorité des *hedge funds* sont domiciliés dans des paradis fiscaux.

Comme le tableau ci-dessous le montre, fin 2006, les *hedge funds* et *private equity funds* géraient quelques 1500 milliards de dollars d'actifs.

Actifs totaux gérés dans le monde, en milliards de dollars, à la fin 2006

⁶⁵ Selon Le Monde: « 31% des capitaux placés dans les *hedge funds* appartiennent à des personnes privées – souvent fortunées; 31% à des "fonds de fonds" (souscrits eux-mêmes par toutes sortes d'investisseurs); 14% à des fonds de pension; 12% à des entreprises et des institutions; et 12% à des fondations) », in Le Monde, « Les *hedge funds*, prochaine vague du tsunami financier? », mardi 23 septembre 2008

⁶⁶ Idem

⁶⁷ « Les *hedge funds* et les *private equity funds* », *Alternatives Économiques*, 1er trimestre 2008, Hors-série,

n°75

⁶⁸ Idem

Investisseurs institutionnels	61 859
Investisseurs privés*	24 924
Fonds alternatifs**	1 500
TOTAL	94 283

Source : IIFSL

* Le total des fortunes privées est estimé à 37 200 milliards de dollars, mais un tiers est géré par les investisseurs institutionnels.

** Hedge funds et private equity funds.

Source : Alternatives Economiques⁶⁹

Il convient dès lors d'étendre le périmètre de régulation prudentielle à ces fonds spéculatifs, en particulier de:

- **Fixer des limites d'endettement pour les hedge funds et les private equity funds**

Il est nécessaire tout d'abord d'imposer à ces derniers des ratios réglementaires⁷⁰ (sortes de preuve de solvabilité) limitant strictement les leviers de crédit fournis. Autrement dit, les *hedge funds*, ainsi que les fonds de capital-investissement, devraient être contraints de garantir une couverture minimale en fonds propres de leurs investissements. A quel niveau néanmoins celle-ci devrait-elle être fixée? Selon F. Lordon, le degré de couverture minimale en fonds propres pourrait varier entre 50% et 80%, en fonction de la classe de risques à laquelle se rapporte le placement effectué. Cela équivaldrait de facto à bannir les fonds spéculatifs tels qu'on les a connus au cours des trois dernières décennies.

- **Bannir des places financières européennes les fonds d'investissement localisés dans des paradis fiscaux**

Une telle mesure porterait un sérieux coup notamment aux *hedge funds*, dans la mesure où 39% d'entre eux résident dans les Iles Caïman et 11% dans les Iles Vierges⁷¹.

6. Contrôler les opérations sur produits dérivés

L'implosion en 1973 du système de Bretton Woods – qui a entraîné l'abandon de la convertibilité du dollar en or et des parités fixes entre les différentes monnaies au profit des taux de change flottants en fonction de l'offre et de la demande des marchés⁷² – a eu pour conséquence d'engendrer une instabilité accrue des taux d'intérêts et de change. La nécessité pour les investisseurs de se couvrir contre ces risques est donc apparue rapidement.

⁶⁹ Alternatives Economiques, décembre 2007, « Les hedge funds et les private equity funds », Hors-série n°75

⁷⁰ Dénommés également « *dépôts de marge* ».

⁷¹ http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Hedge_Funds_2007.pdf

⁷² Le système de Bretton Woods reposait en effet sur un régime de taux de change fixe: d'une part, le dollar était fixé à l'or au prix de 35 dollars l'once; d'autre part, les autres monnaies étaient fixées au dollar et ne pouvaient dépasser une marge de fluctuation de plus ou moins 1%. Le système Bretton Woods limitait également la circulation internationale des capitaux par un contrôle des changes, dont la sévérité était périodiquement accentuée et relâchée, selon la conjoncture. Ce contrôle supposait notamment (1) l'obligation de changer en monnaie nationale les devises reçues de l'étranger, et (2) la nécessité de demander des autorisations pour acheter des monnaies étrangères, in DUMENIL, G., PLIHON, D., avril 2006, « Manifeste Attac: La mondialisation financière », www.france.attac.org

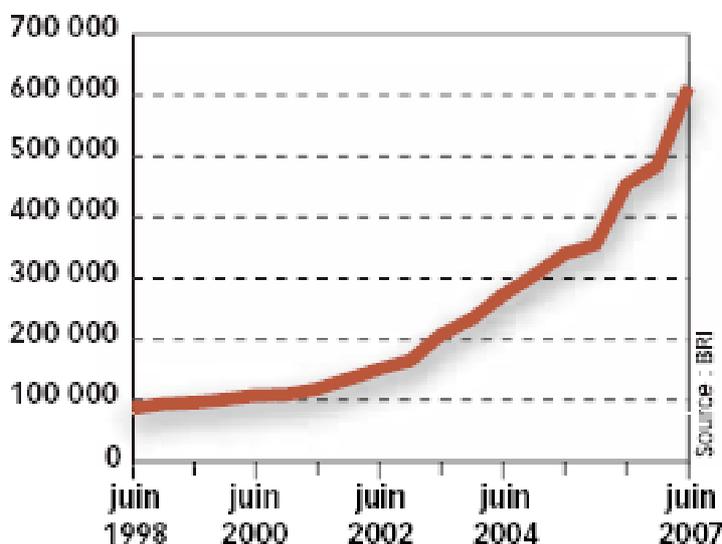
C'est dans ce contexte que les marchés de produits dérivés ont connu un essor considérable. En effet, à l'origine, un instrument dérivé a pour fonction de prémunir les investisseurs contre des variations inattendues de taux d'intérêt, de taux de change, de cours d'une action, du prix des matières premières, ou encore du risque de défaut de paiement d'un crédit (voir plus haut la section sur les « dérivés de crédit » dits CDS).

Concrètement, acheter un produit dérivé donne le droit (avec les options) ou l'obligation (avec les futures) d'acheter ou de vendre un actif dit sous-jacent (action, devise, pétrole etc.) à une date ultérieure, mais à un prix fixé aujourd'hui⁷³.

Prenons, par exemple⁷⁴, le cas d'une entreprise qui doit recevoir d'un de ses clients 100 millions de dollars dans six mois. Étant exposée à un risque de baisse du billet vert par rapport à l'euro, un recul de 10% sur la période lui coûterait 10 millions de dollars. Pour garantir sa marge commerciale, elle peut souscrire un contrat de vente « à terme » (c'est-à-dire à une date future fixée par le contrat) par lequel elle s'engage à vendre 100 millions de dollars dans six mois contre des euros à un cours fixé dès aujourd'hui. Cela implique qu'elle trouve un opérateur (appelé « contrepartie ») prêt à s'engager à lui racheter ses 100 millions de dollars à un terme de six mois. Ce dernier prendra donc le risque qu'à l'échéance du contrat, le cours du dollar par rapport à l'euro ait baissé et qu'il en soit de sa poche.

Si, comme l'exemple ci-dessus le démontre, les produits dérivés peuvent répondre à un besoin d'assurance de la part des entreprises en leur permettant de transférer des risques à d'autres acteurs, ces instruments aboutissent néanmoins la plupart du temps à de purs mouvements financiers. En effet, ce sont le plus souvent des banques ou des fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui les utilisent massivement pour faire des paris sur les variations futures du cours des actions et des emprunts, l'évolution des intérêts, des taux de change, etc. A tel point que les stocks des produits dérivés à l'échelle de la planète dépassent aujourd'hui les 600 000 milliards de dollars, soit l'équivalent de plusieurs années de production mondiale reposant sur du sable, du virtuel (voir le graphique ci-dessous).

Montants des contrats, en milliards de dollars



Source : C. Chavagneux⁷⁵

⁷³ CHAVAGNEUX, C., mars 2008, « Les mauvais coups des produits dérivés », *Alternatives Economiques*, n°267

⁷⁴ ARONSSOHN, D, février 2000, « Produits dérivés : les outils de l'économie casino », *Alternatives Economiques*, n°178

⁷⁵ Idem

Les transactions sur produits dérivés introduisent d'autant plus de fragilités dans le système financier que près de 83% d'entre elles s'opèrent de gré à gré⁷⁶ (ou *OTC, Over the Counter*), c'est-à-dire sans le moindre contrôle.

En outre, elles mobilisent ce qu'on appelle "l'effet de levier", c'est-à-dire la possibilité de prendre beaucoup de paris en ayant peu d'argent à soi, l'essentiel étant emprunté auprès des banques. Aussi, en cas de paris loupés sur l'avenir, c'est non seulement le spéculateur qui subit des pertes, mais aussi toutes les banques qui lui ont beaucoup prêté.

Compte tenu du risque systémique qu'introduisent les opérations sur produits dérivés, il convient de les contrôler de façon stricte.

■ Interdire les transactions de gré à gré

Une première mesure qui s'impose est donc d'interdire purement et simplement les transactions de gré à gré, dans la mesure où elles sont très opaques et comportent souvent des risques excessifs. Notons, à ce propos, qu'il ne s'agit point d'une mesure inédite puisque, dans les années 30, le Congrès américain avait fait fermer certains marchés de produits dérivés jugés trop spéculatifs par les parlementaires⁷⁷.

En interdisant les marchés de gré à gré, la présente mesure n'autoriserait que les transactions sur dérivés s'effectuant sur des marchés dits *organisés*. Ces derniers, contrairement aux marchés de gré à gré, disposent en effet de « *chambres de compensation* » qui « *enregistrent les transactions comme un notaire, et garantissent que ceux qui jouent ont les moyens de leurs paris* »⁷⁸. En d'autres mots, les chambres de compensation imposent à ceux dont la position est débitrice une obligation de mise de fond préalable (c'est-à-dire une preuve de solvabilité) dénommée « *dépôt de garantie* ». Plus précisément, le dépôt de garantie est un versement préalable de + ou- 3% de la valeur du contrat visant à prouver une certaine liquidité de l'intervenant contractant une opération dérivée⁷⁹. Le but d'un tel système est donc de limiter les positions que peuvent prendre les opérateurs à découvert et d'éviter les faillites en cas de paris loupés sur l'avenir.

Ceci étant, pour que cette première mesure – qui implique la généralisation des marchés organisés – contribue efficacement à la régulation des opérations sur produits dérivés, il est indispensable de réformer le système de dépôt de garantie. Ce dernier présente en effet un problème majeur: il est en effet très marginal par rapport aux positions prises. Comme le rappelle F. Lordon, « *un apport de 10.000 dollars permet-il de prendre une position de 650.000 dollars sur le marché des futurs de l'indice S&P500* »⁸⁰.

■ Relever la barre des dépôts de garantie

Par conséquent, une deuxième mesure indispensable à prendre est de contraindre les chambres de compensation à exiger – de la part de tous les intervenants opérant sur les marchés de produits dérivés – des dépôts de garantie nettement plus élevés que les quelques pourcents actuellement imposés. A ce sujet, F. Lordon propose « *une règle de couverture intégrale en fonds propres des positions sur dérivés* ». Dans le cas où cette couverture intégrale serait jugée trop stricte, F. Lordon note que l'obligation de mise de fond préalable pourrait être fixée à 50%, 80%, « *mais ... plus les dérisoires 1% ou 2% des dépôts de marge actuels* »⁸¹.

⁷⁶ Les marchés dits « *de gré à gré* » sont des marchés dont les conditions sont laissées à la libre négociation des investisseurs entre eux.

⁷⁷ CHAVAGNEUX, C., novembre 2008, op. cit.

⁷⁸ CHAVAGNEUX, C., juillet-août 2008, « Six principes pour réguler la finance mondiale », *Alternatives Économiques*, n°271

⁷⁹ ZACHARIE, A., AVERMAETE, J-P., 5 avril 1999, « Le marché des produits dérivés », <http://WWW.FRANCE.ATTAC.ORG>

⁸⁰ Idem, p. 13

⁸¹ Idem, pp. 13-14

■ Rendre obligatoire le dépôt de l'actif "sous-jacent"

Enfin, une troisième mesure à envisager pour éliminer les opérations à découvert sur les marchés des dérivés, est de rendre obligatoire le dépôt de l'actif "sous-jacent" couvert par un produit dérivé. Autrement dit, un opérateur achetant une option de vente sur un actif sous-jacent (matières premières, actions, obligations, etc.) serait obligé de posséder ce dernier⁸².

7. Remettre le secteur public au centre de la finance

■ Créer un pôle financier public

La crise financière actuelle a largement démontré l'incapacité des banques privées (à l'exception notable des banques éthiques⁸³) à assurer une allocation optimale des ressources. Nombre d'entre elles ont en effet investi en masse dans des produits financiers hautement spéculatifs (produits dérivés, titres adossés aux crédits hypothécaires à risque, etc.) afin de maximiser leurs profits à court-terme. Les prises de risques de ces banques se sont cependant révélées excessives. Suite au retournement du marché immobilier américain durant l'été 2007, elles ont en effet été obligées de procéder à des dépréciations de grande ampleur sur leurs actifs pourris. A tel point que, dans de nombreux cas, les banques privées ont été contraintes de solliciter des aides d'Etat substantielles soit pour parer à leur problème de liquidité, soit pour éviter leur mise en faillite pure et simple. Il s'agit là d'une nouvelle illustration du vieil adage libéral: « *socialiser les pertes, privatiser les profits* ».

Le tableau⁸⁴ ci-dessous présente les pertes et recapitalisation⁸⁸ des 15 banques internationales et des 7 banques françaises les plus touchées par la crise, en milliards de dollars, au 25 septembre 2008.

⁸² ZACHARIE, A., AVERMAETE, J.P., op. cit., p. 113

⁸³ Les banques privées dites « éthiques » (telles que la Banque *Triodos*) investissent l'argent qui leur est confié par leurs clients dans des projets durables et éthiques, ce qui explique largement le fait qu'elles n'ont presque pas été affectées par la crise du crédit.

⁸⁴ *Alternatives Economiques*, 4ème trimestre 2008, « Les chiffres de l'économie 2009, Hors-série n°78

	Pertes	Recapitalisation
Citigroup	55,1	49,1
Merrill Lynch	52,2	Rachetée par Bank of America
UBS	44,2	28,4
HSBC	27,4	3,9
Wachovia	22,7	Rachetée par Citigroup
Bank of America	21,2	20,7
Morgan Stanley	15,7	5,6
IKB Deutched	15,1	12,4
Washington Mutual	14,8	Rachetée par JP Morgan Chase
Royal Bank of Scotland	14,5	23,8
JP Morgan Chase	14,3	9,7
Lehman Brothers	13,8	Faillite
Deutsche Bank	10,6	6,2
Crédit suisse	10,5	3,0
Wells Fargo	10,0	5,8
Les françaises un peu moins touchées		
Crédit agricole	9,0	8,7
Fortis	7,3	Nationalisée
Société générale	6,7	9,6
Natixis	5,4	12,1
BNP Paribas	3,9	0
Dexia	1,7	Nationalisée
Caisse d'épargne	1,2	0
Total mondial	501,1	352,9

Source : Bloomberg

Compte tenu de la propension du secteur privé à privilégier les investissements spéculatifs au détriment du financement de projets industriels ou sociaux moins rémunérateurs, il convient de redonner à l'initiative publique une place importante dans le système bancaire. D'où l'idée soutenue par de nombreux mouvements sociaux de recréer des pôles financiers publics. Cette proposition – qui pourrait aussi bien être mise en oeuvre au niveau national ou européen – consisterait à mettre en réseau, sous un contrôle public et démocratique, l'ensemble des organisations financières publiques ou semi-publiques, auxquelles s'ajouteraient les banques re-nationalisées ainsi que celles où l'État a pris des parts. Ces institutions financières publiques auraient pour principal mandat de développer un crédit sélectif et à long terme, c'est-à-dire: orienté vers le financement d'investissements créateurs d'emploi et respectant l'écologie⁸⁵. Concrètement, elles pratiqueraient des taux d'intérêt bas ou modérés (parfois inférieurs aux taux de marché) pour les emprunts des particuliers et des petites et moyennes entreprises.

Ceci étant, il est clair que « *la (re)mise sous statut public n'est pas une garantie en soi d'absence de problèmes ou d'excès* »⁸⁶. Pour assurer la qualité des services financiers fournis par ce pôle public, des gardes-fous devraient être mis en place. A cet égard, la création d'un comité de surveillance constitué de syndicats et d'associations de citoyens et de clients – ayant un droit de veto sur les décisions stratégiques de la banque – serait judicieuse⁸⁷. De même, les activités d'un tel pôle public devraient être encadrées par un certain nombre de règles qui, par exemple, plafonneraient les rémunérations des dirigeants ou interdiraient l'achat de produits financiers hautement spéculatifs.

⁸⁵ COSSART, J., HARRIBEY, JM, PLIHON, D., 3 octobre 2008, "Pour un pôle financier public", <http://www.france.attac.org>

⁸⁶ ATTAC Wallonie-Bruxelles, janvier 2009, « programme de revendications d'Attac sur la crise économique et financière », version non définitive

⁸⁷ Idem

■ Établir des agences de notation indépendantes

Les agences de notation – dont les trois plus connues au niveau mondial sont *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch* – ont pour tâche d'octroyer des notes aux emprunts et aux titres financiers (émis par les entreprises, les banques, les États etc.) en fonction du risque attaché à ces titres. Autrement dit, elles sont censées évaluer la solidité des produits financiers et de leurs émetteurs. La crise des *subprimes* a révélé néanmoins le rôle déterminant que ces agences peuvent jouer dans la constitution des bulles spéculatives qui précèdent les crises financières.

Le dysfonctionnement des agences de notation résulte essentiellement de leur mode de rémunération, qui génère des conflits d'intérêts évidents. En effet, ces dernières sont rémunérées par le client qui sollicite la notation. En d'autres mots, ce sont les émetteurs qui payent pour que leurs produits financiers soient notés. Pas étonnant dès lors que les agences de notations tendent à rendre des avis excellents même lorsque les titres évalués sont très risqués. Mis en confiance par ces dernières, les investisseurs se ruent bien souvent sur des actifs dont la qualité se révèle *ex-post* plus que douteuse.

Une autre défaillance des agences de notation est qu'elles cumulent l'activité de notation de titres ... et de conseils, par exemple, en titrisation. Cela explique pourquoi, dans le cas de la crise des *subprimes*, elles n'ont pas anticipé l'effondrement de la valeur des « *mortgage-backed securities* » (MBS) : les titrisations de crédits hypothécaires à risques⁸⁸.

Compte tenu de la propension des agences de notation privées à encourager l'achat de produits financiers risqués et, par conséquent, la formation de bulles spéculatives, il est indispensable que les États mettent en place des agences de notation indépendantes, à un niveau régional ou international. Dans la mesure où de telles agences rendent un service au secteur privé, elles seraient financées par le produit d'une taxe payée par les intermédiaires de marché.

■ Mettre sous tutelle publique les entreprises de bourse

Les places financières – qui constituent l'infrastructure des marchés – sont actuellement réglementées par des entreprises privées. Par exemple, les marchés organisés de dérivés sont tenus en Europe par plusieurs sociétés privées telles que la germano-suisse Eurex, la britannique LIFFE, ou encore NYSE Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam). Les chambres de compensation mises en place par ces dernières fixent dès lors le niveau des dépôts et des appels de marge (voir plus haut) en dehors de tout contrôle public.

Dans ce contexte, l'option la plus efficace qui permet de rétablir un contrôle démocratique des places boursières est de procéder à leur nationalisation sous une forme européenne⁸⁹.

8. Réformer les missions des banques centrales

Depuis l'éclatement de la crise financière en été 2007, les banques centrales sont intervenues à plusieurs reprises pour prêter à des banques en difficulté. Elles ont exercé à ce titre leur fonction de prêteur en dernier ressort. L'ampleur des moyens engagés pour éviter l'implosion du système financier a néanmoins relancé le débat sur la prévention des bulles spéculatives⁹⁰.

En effet, comme le note le journal *Le Monde* : « *les banques centrales paraissent impuissantes à prévenir l'enchaînement de bulles financières et de krachs qui secouent de plus en plus violemment l'économie mondiale* »⁹¹. Mais ce n'est pas tout : certains instituts d'émission sont aujourd'hui accusés d'être partiellement responsables de cette instabilité chronique, en raison de leur politique monétaire laxiste. En effet, après l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et le fort ralentissement de la croissance qui s'en est suivi, les banquiers centraux, en particulier aux États-Unis, ont maintenu de bas taux d'intérêt à court terme, ceux sur lesquels ils ont de l'influence. La création excessive de liquidités qui a résulté d'une telle politique monétaire a largement contribué

⁸⁸ *Le Monde*, mardi 28 octobre 2008, « *Quatorze mesures pour réguler le capitalisme financier* »

⁸⁹ LORDON, F., op. cit., p. 6

⁹⁰ ADDA, J., septembre 2008, « Révolution dans les banques centrales », *Alternatives Economiques*, n°272

⁹¹ *Le Monde*, mardi 28 octobre 2008, op. cit.

à l'explosion du crédit immobilier, des rachats d'entreprises par endettement et des activités des fonds spéculatifs⁹².

Face à l'inflation du prix des actifs financiers et immobiliers, les banques centrales n'ont cependant pas réagi. En effet, bien qu'elles aient pour objectif de promouvoir la stabilité des prix, les banques centrales comme la Réserve fédérale américaine (Fed) ou la Banque centrale européenne (BCE) ne se focalisent que sur les prix à la consommation et non sur l'évolution des prix immobiliers et des actions. Elles attachent dès lors beaucoup d'importance à ce qui pourrait faire dérapier les prix à la consommation, « *notamment une hausse trop rapide des salaires* »⁹³. En effet, selon l'idéologie économique dominante, le plein emploi – en stimulant des hausses de salaires – est inflationniste. C'est précisément pour cette raison que la BCE, par exemple, demande constamment l'assouplissement du marché du travail dans les Etats membres, où les travailleurs resteraient excessivement protégés. Autrement dit, sa politique anti-inflationniste « *préconise ainsi la discipline du marché pour l'emploi et les salaires, et privilégie les intérêts des possesseurs d'argent* »⁹⁴.

Il est donc urgent de redéfinir les missions des banques centrales afin que ces dernières se dotent de nouveaux objectifs et instruments pour promouvoir la stabilité financière et prévenir les bulles spéculatives. A ce sujet, les mesures suivantes pourraient être mises en œuvre par les banquiers centraux :

■ Intégrer la stabilité financière dans le mandat des banques centrales

Il conviendrait d'élargir le mandat des banques centrales en ajoutant la stabilité financière à la stabilité des prix. Notons à ce sujet que la Banque du Japon (BOJ) et la Banque d'Angleterre (BOE), de façon explicite ou implicite, ont déjà intégré cet objectif dans leur mandat. Le cas de la Fed est particulier, « *puisque la maximisation de l'emploi inscrite dans son mandat l'oblige à intervenir vigoureusement en cas de crise financière, mais non à prévenir la formation des bulles* »⁹⁵. L'approche de la BCE est, quant à elle, la plus restrictive puisqu'elle est institutionnellement astreinte à l'objectif exclusif de la stabilité des prix.

■ Promouvoir une politique monétaire dédoublée

La mise en œuvre d'une politique monétaire privilégiant des taux d'intérêt élevés contribuerait certainement à asphyxier la spéculation. Néanmoins, une telle mesure étoufferait simultanément l'économie réelle, dans la mesure où les taux d'intérêt conditionnent également le crédit des ménages et des entreprises. D'où la nécessité d'envisager une politique monétaire dédoublée, c'est-à-dire : « *munie d'un taux d'intérêt pour refinancer les banques à hauteur de leurs concours à l'économie réelle, et d'un autre taux d'intérêt pour les refinancer à hauteur de leurs concours à la sphère financière* »⁹⁶. L'avantage d'un tel système est qu'il permet aux banques centrales à la fois d'élever le taux d'intérêt « *spéculatif* » afin de prévenir la formation de bulles financières, tout en maintenant le taux d'intérêt « *productif* » à un niveau adéquat pour favoriser la croissance et l'emploi.

■ Augmenter de manière ciblée les réserves obligatoires

Lorsqu'il y a présomption de bulle, par exemple immobilière, les banques centrales devraient pouvoir augmenter de manière ciblée les réserves obligatoires⁹⁷ non rémunérées sur les crédits immobiliers « *afin de tarir les financements qui alimentent la bulle et ainsi l'étouffer* »⁹⁸.

⁹² BAUDET, Marie-Béatrice, mardi 28 août 2007, « Crise financière: la fin de l'argent facile? », *Le Monde*

⁹³ *Le Monde*, mardi 28 octobre 2008, op.cit.

⁹⁴ ATTAC France, 26 avril 2002, « La politique monétaire », <http://www.france.attac.org>

⁹⁵ ADDA, J., op. cit.

⁹⁶ LORDON, F., avril 2008, op. cit., p. 16

⁹⁷ Réserves obligatoires : obligation faite aux banques de verser une partie de leurs ressources à la banque centrale pour limiter leur capacité de crédit.

⁹⁸ SCIALOM, L., op.cit.

■ Assurer la surveillance de toutes les institutions financières (banques et assurances) chargées de collecter l'épargne des citoyens.

Cette mesure serait particulièrement requise pour le cadre européen. En effet, un contrôle prudentiel au niveau de l'UE n'existe pas aujourd'hui. La surveillance dans ce domaine reste en effet très nationale. Or, la taille de certaines institutions bancaires impose une régulation et un contrôle intégré au plan européen pour les banques les plus importantes. Il conviendrait dès lors de créer au sein de la BCE un service de suivi du contrôle prudentiel des banques et des groupes de banques européennes, afin de garantir une coordination européenne efficace de l'action des autorités prudentielles locales.

9. Supprimer les paradis fiscaux et le secret bancaire

Devenus l'un des piliers du système financier international, les paradis fiscaux sont aujourd'hui tout sauf des places financières marginales. Les professionnels de la finance estiment leur nombre à 70-80 territoires, dans lesquels résideraient plus de 4000 banques, deux tiers des 2000 *hedge funds* (fonds spéculatifs), ainsi que deux millions environ de société écran (trusts, fiducies, etc.), et où les actifs domiciliés s'élèveraient à 11.000 milliards de dollars⁹⁹.

Les paradis fiscaux contribuent largement à l'accroissement des risques systémiques sur l'économie réelle. Ils constituent en effet un espace de non-droit, propice au blanchiment d'argent, à l'évasion fiscale et à l'opacité des flux financiers. En particulier, la crise des *subprimes* a révélé que les banques les utilisent notamment pour contourner les régulations en matière de ratios prudentiels. En effet, soucieuses de ne pas faire figurer à leur bilan certaines créances douteuses, nombre d'entre elles les ont évacués dans la plus grande opacité vers des paradis fiscaux, par exemple en vendant ces créances à un véhicule *ad hoc* (SPV ou SIV – voir point 2.3.1) qu'elles contrôlent discrètement dans un centre offshore¹⁰⁰.

Le graphique ci-dessous illustre la part des prêts internationaux des banques à destination des paradis fiscaux et des dépôts internationaux des banques en provenance des paradis fiscaux, en %.



Source : Alternatives économiques¹⁰¹

⁹⁹ TRANSPARENCE INTERNATIONALE FRANCE, 13 octobre 2008, « Transparence-International (France) appelle les dirigeants de l'Union Européenne et de l'OCDE à s'attaquer au "trou noir" de la finance clandestine », Communiqué de presse

¹⁰⁰ *Les Echos*, « Les accusés et les dérives », vendredi 14 et samedi 15 novembre 2008

¹⁰¹ CHAVAGNEUX, C., novembre 2008, « Les dix chantiers de la régulation financière », *Alternatives Economiques*,

En outre, en abritant la plupart des fonds spéculatifs (*hedge funds*), les paradis fiscaux renforcent la volatilité des marchés.

Enfin, leur impact négatif sur le développement des pays pauvres est également indéniable, dans la mesure où ils constituent la destination privilégiée de la fuite des capitaux en provenance de ces pays (par la technique du « transferts de prix » - voir plus bas). L'ampleur des montants qui échappent aux pouvoirs publics des pays en développement du fait de l'évasion fiscale est en effet colossale: selon les estimations de Raymond Baker, du *Centre for International Policy*, ces derniers varieraient entre 500 et 800 milliards de dollars chaque année¹⁰². De même, la CNUCED estime la fuite des capitaux d'Afrique subsaharienne à 400 milliards de dollars entre 1970 et 2005, soit près du double de la dette extérieure totale du sous-continent (215 milliards de dollars en 2005)¹⁰³.

Compte tenu du risque systémique que les paradis fiscaux font peser sur l'économie réelle, il est dès lors indispensable de supprimer ces « *trous noirs* » de la finance mondiale. Comme le reconnaît le Président français Nicolas Sarkozy: « *leur disparition doit prélude à une refondation du système financier international* »¹⁰⁴.

■ Mesures intermédiaires

Parmi les mesures intermédiaires à mettre en œuvre pour renforcer la lutte contre la fraude fiscale intra-européenne, figure tout d'abord la nécessité d'étendre le champ d'application de la directive européenne sur l'épargne. Actuellement, cette dernière contraint le fisc des États membres de l'UE à informer le pays d'origine des placements d'un non-résident ou bien, pour les pays qui refusent d'abandonner leur secret bancaire, à imposer une retenue à la source de 20% sur les intérêts des placements¹⁰⁵. L'amélioration d'une telle directive suppose trois amendements importants. Tout d'abord, il convient de supprimer la seconde option, en rendant obligatoire l'échange d'information. Deuxièmement, l'application de la directive doit être étendue aux personnes morales (fondations, trusts etc.), et plus seulement aux personnes physiques. Enfin, elle doit couvrir tous les revenus financiers (jusqu'à présent elle concerne uniquement les intérêts encaissés)¹⁰⁶.

Une seconde mesure d'urgence à mettre à l'agenda européen est la relance de la directive sur les « *prix de transferts* », définis comme les prix auxquels les différentes composantes d'une entreprise multinationale s'échangent des biens ou des services. Ceux-ci sont en effet souvent manipulés pour que les profits soient déclarés dans les pays ayant les taux d'impôt sur les sociétés les plus faibles. Cette directive – repoussée après le « Non » irlandais au référendum européen – consiste précisément à établir une base fiscale consolidée au niveau européen¹⁰⁷. Dans cette perspective, les bénéfices des firmes seraient imposés en une seule fois et les recettes de la taxe seraient ensuite redistribuées entre les différents pays d'implantation sur base de critères préalablement définis (quantité de capital investi, chiffre d'affaires, ...).

Enfin, une troisième mesure qui doit être rapidement mise en œuvre est la réforme des normes comptables internationales. En effet, le système actuel de comptes consolidés « *permet aux entreprises multinationales de transférer les bénéfiques et risques vers les paradis fiscaux, par*

n°274

¹⁰² Près de 64% de ces flux illicites proviendraient de l'évasion fiscale pratiquée par les firmes transnationales. Les fuites de capitaux résultant d'activités criminelles et de la corruption représenteraient, quant à eux, respectivement 31% et 5% du montant total des flux illicites, in EURODAD, May 2008, « Addressing development's black hole: regulating capital flight », a Eurodad, CRBM, WEED and Bretton Woods Project report, http://www.eurodad.org/uploadedFiles/Whats_New/Reports/Capital_flight_report.pdf

¹⁰³ Idem

¹⁰⁴ AFP, 19 octobre 2008, « La crise financière remet au goût du jour la lutte contre les paradis fiscaux », <http://www.ladepeche.fr>

¹⁰⁵ CHAVAGNEUX, C., novembre 2008, "Les dix chantiers de la régulation financière", Alternatives Économiques, n°274

¹⁰⁶ Attac, 15 octobre 2008, op. cit.

¹⁰⁷ Idem

l'intermédiaire de leurs filiales »¹⁰⁸. Afin de remédier à ce problème, il convient d'introduire une comptabilité pays par pays (en anglais « *Country-by-Country reporting* »), qui obligerait les multinationales à faire apparaître dans leurs comptes sans exception: les pays dans lesquels elles opèrent, les noms sous lesquels elles exercent des activités dans chaque pays, ainsi que leurs résultats financiers dans chaque pays¹⁰⁹. Un tel système de comptabilité permettrait en effet aux autorités de régulation de déceler les infractions et d'anticiper les crises.

■ Mesures radicales

La mesure la plus radicale et la plus efficace pour supprimer les paradis fiscaux consisterait à identifier – par le biais des sociétés de clearing (voir plus haut : point 2 relatif à la traçabilité des transactions financières) – les transactions provenant des paradis fiscaux et à les taxer fortement, afin d'annihiler l'avantage tiré de la politique fiscale déloyale pratiquée par les paradis fiscaux¹¹⁰. Une telle mesure implique nécessairement l'encadrement public des sociétés de clearing. Une autre mesure efficace serait d'interdire aux sociétés et aux banques qui entretiennent des liens avec des paradis fiscaux de faire appel à l'épargne publique¹¹¹. Parallèlement, il conviendrait également de lever le secret bancaire.

10. Contrôler les flux de capitaux internationaux

Au cours des années 80/90, la liberté de circulation des capitaux a été progressivement mise en place entre États, à l'intérieur de groupes d'États, puis, finalement, entre tous les États¹¹². Ce processus de décloisonnement des marchés financiers a, dans un premier temps, été engagé dans les pays du Nord, avant de s'étendre aux régions du Sud. Selon ses promoteurs, la libéralisation des mouvements de capitaux devait nécessairement mener à une allocation optimale des ressources ainsi qu'à une meilleure gestion des risques financiers.

Pourtant, depuis les années 80, les crises financières se sont multipliées. Elles ont particulièrement frappé les économies émergentes durant les années 1990: crise mexicaine de 1994-1995, crise asiatique de 1997-1998, crise russe de 1998, crise brésilienne de 1999, crise turque de 2000, et crise argentine de 2001-2002. Un point commun à toutes ces crises est qu'elles ont été déclenchées par des reflux massifs de capitaux ainsi que par des attaques spéculatives contre les monnaies des pays concernés.

L'absence d'un système financier domestique robuste a été présentée par les économistes orthodoxes comme la cause principale de la débâcle financière encourue par ces pays en développement rapide. En effet, selon la thèse dominante, c'est précisément en raison de l'efficacité de leur système de supervision prudentielle que les économies développées – bien que totalement libéralisées – avaient été relativement épargnées par l'instabilité financière. La réponse politique aux crises des années 90 n'a donc pas entraîné une remise en cause de la liberté de circulation des capitaux, mais simplement la promotion de codes de bonnes conduites à l'attention du secteur financier.

L'effondrement des valeurs technologiques aux États-Unis en 2001-2002 et, plus certainement encore, de la bulle immobilière durant l'été 2007 ont cependant démontré le caractère fallacieux de

¹⁰⁸ CARASCO, A., 14 octobre 2008, « Ce qui doit changer : La réforme des normes comptables », <http://www.la-croix.com/article/index.jsp?docId=2353027&rubId=50650>

¹⁰⁹ Selon le réseau « Tax Justice Network », ces résultats financiers par pays devraient comprendre : les montants des ventes intragroupes et extérieures au groupe; les achats, ventilés de la même façon; les coûts de financement, ventilés de la même façon; les charges sociales et le nombre d'employés; le résultat avant impôts; enfin, les impôts versés au gouvernement depuis le lieu d'activités, in TJN, « Le reporting pays par pays : comment favoriser la transparence des sociétés transnationales ? », www.taxjustice.net.

¹¹⁰ ZACHARIE, A., TOUSSAINT, E., juillet 2001, "Garantir à tous et à toutes la satisfaction des besoins humains fondamentaux et sortir du cercle vicieux de l'endettement", http://www.cadtm.org/article.php3?id_article=617

¹¹¹ C'est précisément l'objet de la proposition de loi déposée le 17 mai 2004 par le sénateur belge Pierre GALAND: "Proposition de loi interdisant à toute société faisant appel public à l'épargne en Belgique de détenir une participation directe ou indirecte dans une société ayant un siège social dans un paradis fiscal", <http://www.pierregaland.be>

¹¹² En Europe, c'est l'Acte unique – adopté en 1986 – qui organisa le démantèlement de ce qui restait des contrôles de capitaux, in DUMENIL, G., PLIHON, D., 19/04/06, « Manifeste Attac: La mondialisation financière », <http://www.france.attac.org/>

l'interprétation orthodoxe des débâcles financières des années 90. En effet, les deux crises financières majeures du 21^{ème} siècle ont éclaté aux États-Unis et résultent clairement d'une supervision insuffisante des marchés financiers des économies développées.

Elles offrent dès lors la possibilité aux mouvements sociaux de réintroduire dans le débat public ce qui fut pendant près de trois décennies considéré comme une hérésie, à savoir: la mise en œuvre de mesures de contrôles des mouvements de capitaux.

Nous n'entendons pas ici établir une liste exhaustive des types de contrôles des flux internationaux. Ceux-ci peuvent en effet revêtir diverses formes. Ils peuvent tout d'abord varier selon leur nature à travers la distinction entre restrictions *directes* (consistant à soumettre les mouvements de capitaux transfrontaliers à une procédure d'approbation ou à les interdire purement et simplement) ou *indirectes* (visant à décourager certaines opérations en capital en les rendant plus coûteuses)¹¹³. En outre, ils peuvent également varier selon leur objectif, à travers la distinction entre les politiques *préventives* (*ex ante*) ou *curatives* (*ex post*)¹¹⁴.

Nous nous concentrerons dans cette section sur les restrictions indirectes ayant une approche préventive. Parmi celles-ci, les trois mesures présentées ci-dessous pourraient être mises en œuvre par les États du Nord et du Sud à un niveau national, régional ou international. Notons que, dans le cas de la zone euro, ces dernières (à l'exception de la taxe de type « Tobin » sur les opérations financières) ne pourraient être appliquées que moyennant un amendement de l'article 63 du TFUE (ancien art. 56 du TCE) qui interdit toute restriction à la circulation des capitaux, pas seulement à l'intérieur de l'UE mais aussi avec des pays tiers. De même, il conviendrait de modifier l'article 49 sur la liberté d'établissement, « *qui laisse tout loisir au capital d'aller se fixer là où les conditions sont les plus favorables et permet aux institutions financières de chercher refuge à la City ou n'importe où ailleurs* »¹¹⁵.

■ Taxer les opérations financières

Afin de réduire la spéculation, il conviendrait d'appliquer – au niveau national, européen ou mondial – une taxe de faible taux (entre 0,1% et 0,5%) sur toutes les opérations financières (actions, obligations, devises, produits dérivés etc.). Une telle taxe aurait l'avantage de dissuader fortement les allers-retours spéculatifs à court terme, sans pour autant décourager la détention longue de titres financiers.

En outre, le taux de la taxe sur les opérations financières pourrait varier en fonction de la volatilité du marché. En période de forte volatilité le taux pourrait, par exemple, être porté à 2,5% et, en période de très forte volatilité, à 5%.

Selon A. Zacharie et J.P. Avermaete, la mise en œuvre d'une telle mesure serait relativement simple, « *grâce aux sociétés de clearing qui centralisent la liquidation de toutes les transactions* »¹¹⁶.

Au delà de ses vertus régulatrices, les recettes d'une telle taxe pourraient également apporter des ressources additionnelles pour le financement du développement.

■ Imposer un système de réserves/dépôts obligatoires non rémunérés sur les entrées de capitaux

Une mesure efficace permettant de modifier la nature des flux financiers en les rendant plus productifs consiste à imposer à toute entrée de capital un dépôt conjoint temporaire correspondant à une fraction de la valeur de l'opération. Dans un tel régime, ces réserves obligatoires sont bloquées auprès d'une instance monétaire telle que la Banque centrale qui dispose du droit

¹¹³ Autrement dit, les contrôles indirects visent à décourager certains flux de capitaux par des taxes ou des mesures quasi fiscales qui influent sur le prix et/ou le volume des transactions, in ARIYOSHI, Akira et al., 2000, « Contrôle des flux de capitaux: expériences et libéralisation », Étude spéciale n°90, http://www.afdb.org/pls/portal/docs/PAGE/JAI/RESOURCE_MATERIALS/COURSE_MATERIALS/FIN_POLITICS_MACR_O_MGMT_CD/data/pdf/18/xviii01.pdf

¹¹⁴ BOYER, R., DEHOVE, M., PLIHON, D., 2004, « Les crises financières », Rapport du Conseil. d'Analyse Économique, La Documentation Française, <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/044000560/0000.pdf>

¹¹⁵ Déclaration commune des Attac d'Europe, op.cit.

¹¹⁶ ZACHARIE, A., AVERMAETE, J-P., op. cit.

d'investir l'argent déposé pour en récolter les intérêts. Après une période déterminée (un an, par exemple), le dépôt est restitué.

Une telle proposition s'inspire directement de l'expérience du Chili qui, au début des années 90, a mis en œuvre une mesure de taxation, dite « *encaje* », prenant la forme de réserves obligatoires imposées aux importations de dollars, ce qui lui a permis "*de décourager les entrées de capitaux à caractère spéculatif*"¹¹⁷. En effet, les investisseurs à court terme rechignent à verser un tel dépôt pendant un an, car cela signifie moins d'argent pour spéculer.

Notons que cette mesure de taxation peut être assortie de mesures complémentaires, telles que l'obligation pour les investisseurs de détenir leur actif (actions, obligations, etc.) durant un laps de temps minimum (un an, par exemple). Dans cette perspective, « *la durée du dépôt peut ... s'accorder avec la durée de l'investissement, ceci afin de promouvoir certains types d'investissement* »¹¹⁸.

■ Instaurer un double marché des changes

Le système de double marché des changes vise à isoler les transactions de changes spéculatives ou intempestives des transactions régulières, de sorte que les premières ne puissent jamais causer de ponctions importantes sur les réserves de change du pays ou d'une zone monétaire¹¹⁹.

Plus précisément, ce régime consiste à faire en sorte que toutes les opérations de change émanant d'un négoce de biens et de services facturés se déroulent dans un marché réglementé, c'est-à-dire : où les fluctuations des cours de changes sont gérées par la banque centrale. A l'inverse, tout négoce à caractère spéculatif (c'est-à-dire sans facture ou documents douaniers) doit obligatoirement se dérouler dans un marché libre où la banque centrale n'intervient pas et les cours fluctuent selon la loi de l'offre et de la demande.

A ce sujet, il est important de noter qu'en Belgique ce système a été en vigueur jusqu'au 5 mars 1990. Le même principe pourrait d'ailleurs être mis en œuvre dans d'autres marchés, comme celui de la Bourse, afin d'isoler les opérations non spéculatives des autres¹²⁰.

¹¹⁷ PLIHON, D., 2002, « La régulation dans une économie mondialisée: quelle régulation pour la finance internationale », Cahiers français, n°313

¹¹⁸ AVERMAETE, J-P., DOUILLARD, L., septembre 1998, « Contrôle et réglementation des marchés financiers », <http://www.france.attac.org>

¹¹⁹ Idem

¹²⁰ Idem