

## Un petit détour par les faits

---

Puisse ce texte déplaire aux tenants d'une pensée économique qui fut, en son temps unique. C'était il y a trois ans, une éternité quand le cours de l'histoire s'accélère. Leurs clés de lecture, aujourd'hui dépassées, sont à la base des déboires qu'ont connus les grandes banques européennes et américaines. Ainsi en va-t-il de l'autorégulation des marchés, "théorie" battue en brèche par le simple fait de devoir faire appel à la puissance publique quand les choses se gâtent. Certes, de temps à autre, des commentateurs sortent, dans les médias mainstream, les trompettes thébaines pour nous assurer que le plus gros de la crise est derrière nous.

Ouf? Malheureusement, ces poussées d'enthousiasme (de commande?) sont assez rapidement démenties par les faits. A ce sujet, des économistes, pourtant peu réputés pour leur radicalité dans la critique du libéralisme contemporain, s'illustrent par leur pessimisme lucide.

Ainsi, en mai 2010, Elie Cohen, dans le magazine suisse "Banques et Finances", qualifiait l'autorégulation des marchés d'utopie et estimait qu'une prochaine crise financière était presque inéluctable et qu'à ce titre, "il faudra réduire l'activité financière, interdire certaines innovations et séparer les activités selon les spécialisations".<sup>1</sup> A en juger ces déclarations qui témoignent d'une évidente évolution personnelle chez Elie Cohen, que l'on avait connu plus accommodant en d'autres circonstances, on peut raisonnablement gager que la "relégitimation" de courants hétérodoxes, par rapport au néolibéralisme en fin de règne, poursuivra son chemin.

Mais, ne nous faisons pas d'illusions, cette réorientation aura, à n'en pas douter, des allures sinueuses. A cet égard, force est de constater la facilité avec laquelle le discours "écran de fumée" du néolibéralisme imprègne encore l'air du temps. Ainsi, en Belgique, un message a percolé et aura, en définitive, réussi à marquer l'opinion publique.

Celui qui, en l'espèce, consiste à affirmer que la recapitalisation des banques constitue un "investissement" dans le chef de l'Etat. Un simple détour par les chiffres est de nature à convaincre de l'inanité de cet argument. Certes, les garanties bancaires font l'objet, à l'heure actuelle, de remboursements de la part des établissements qui en ont bénéficié et des dividendes sont versés à l'Etat belge devenu, par les forces des choses, un banquier (privé). Cela dit, si l'on ne devait compter que sur ces seules rentrées, il faudrait attendre près d'une décennie pour apurer l'ardoise laissée par les recapitalisations bancaires (21,6 milliards d'euros).

Les amateurs d'idées générales et de synthèses abruptes en seront également pour leurs frais. Ce numéro du Gresea Echos n'a d'autre ambition que d'observer les faits afin de contrer, à son échelle, une des nombreuses manifestations de la pensée économique régnante. Les petits ruisseaux faisant, paraît-il, les grandes rivières, ce n'est peut-être pas si mal. Au lecteur de juger sur pièce.

Xavier Dupret

### Note:

1. Banques et Finances, interview de Elie Cohen, mai-juin 2010, pp.12-14.

# Une crise née aux Etats-Unis

Xavier Dupret, Gresea

Chacun sait que de grands établissements financiers belges (Dexia, Fortis, KBC et Ethias) ont connu de douloureux revers aux cours des dernières années. Cette situation trouve son origine dans l'effondrement du système financier américain. Il y a quatre ans de cela, éclatait aux Etats-Unis la crise du subprime. En avril 2007, New Century, numéro un américain des prêts hypothécaires à haut risque, faisait faillite. Cette compagnie était la première victime de la multiplication des défauts de paiement des ménages américains. Et c'est le 18 juillet 2007, alors que la banque d'investissement américaine Bear Stearns (banque d'affaires américaine particulièrement active sur le marché des emprunts subprime) annonçait que la valeur de deux de ses fonds venait de s'effondrer, que les "profanes" entendaient parler, pour la première fois, des emprunts subprime qui consistaient en un système de crédits hypothécaires à taux d'intérêt variables, gagés sur le logement de l'emprunteur et destinés à des personnes n'offrant pas toutes les garanties de solvabilité.

La diffusion de la crise des emprunts dits "subprime" allait gagner l'ensemble du monde en une semaine. Fin juillet 2007, Paris, Londres, Tokyo et Francfort "dévisaient" à leur tour à mesure, d'ailleurs, que la crise du secteur immobilier s'approfondissait aux Etats-Unis. Explication. Au début des années 2000, après que la bulle des nouvelles technologies de l'information et des communications ait explosé, le monde financier US s'est mis en quête d'une autre martingale et d'un autre secteur d'activité. Le secteur privilégié sera l'immobilier.

Le fiasco

Pariant sur le fait que, depuis 1945, on n'avait jamais enregistré de baisse des prix dans l'immobilier aux

Etats-Unis (on notera, au passage, le caractère approximatif du raisonnement), les organismes financiers présents sur le marché américain escomptaient une hausse constante des valeurs immobilières au point que la solvabilité des emprunteurs n'avait finalement plus guère d'importance à leurs yeux. Si un emprunteur ne pouvait plus rembourser, on pourrait toujours revendre la propriété. Plus-value assurée pour l'organisme de prêt. Dès lors, on a assisté à une véritable explosion des crédits dits subprimes aux Etats-Unis tout au long des années 2000. "En 2006, les crédits "subprime" ont représenté 24% des nouveaux crédits immobiliers octroyés aux Etats-Unis (...) contre 8,5% en 2001".<sup>1</sup> Le crédit immobilier US s'est donc montré de plus en plus "accro" au risque.

La martingale mise en avant, ce sera la titrisation. La titrisation consiste en la transformation de créances (dans le cas du subprime, le remboursement des crédits hypothécaires en cours) en titres financiers. En jargon financier, les sociétés qui pratiquent la titrisation des créances sont émettrices de MBS (mortgage backed security – en français, on parlera de "titres adossés aux emprunts hypothécaires"). Les paiements des traites sont transférés aux détenteurs des titres qui deviennent, en quelque sorte, propriétaires de la créance. Via la titrisation, les sociétés de crédit hypothécaire se débarrassent du risque du défaut de paiement (ou risque de crédit) en transférant leurs créances auprès des organismes qui mettent en oeuvre la titrisation en émettant des MBS.

A l'origine, la titrisation permettait d'éviter aux organismes de prêt le risque de liquidité qui procède d'un décalage temporel entre des dépôts à court terme et des prêts à plus long terme. Or, précisément, le marché des titres garantit des financements de long

terme, ce qui cadre bien avec l'encourt des crédits hypothécaires qui porte le plus souvent sur plusieurs décennies.

Sur le papier, tout semblait donc devoir marcher comme sur des roulettes. D'un côté, on avait un marché immobilier en expansion constante depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, ce qui constituait un pare-feu a priori sécurisant face à l'hypothèse fâcheuse d'éventuels défauts de paiement d'une partie du public. De l'autre, on comptait sur une technique qui permettait aux organismes prêteurs de couvrir les emprunts consentis par des rentrées de long terme. Le meilleur des mondes? Pas vraiment. Car cette configuration apparemment idyllique a totalement volé en éclats. Pourquoi?

Il y a deux niveaux d'explication. Le premier tient à l'évolution du contexte macroéconomique des Etats-Unis depuis le début des années 2000. Au 25 juin 2003, le taux d'intérêt de la FED était de 1%. Au 29 juin 2006, il culminait à 5,25%. Ce mouvement hausier des taux d'intérêt a entraîné une restriction de la demande pour les biens immobiliers dont les prix ont fort logiquement commencé à baisser. Par voie de conséquence, les agences de crédit ne pouvaient plus se rembourser en procédant à la vente forcée des biens des clients insolubles. Première ombre au tableau. Ce n'est pas la seule.

Puisque les subprimes sont des prêts à taux d'intérêt variables, il va de soi que les hausses successives de taux d'intérêt mises en oeuvre par la Federal Reserve (FED, banque centrale des Etats-Unis) ont fragilisé les possibilités de remboursement des ménages. Les organismes de crédit se retrouvent avec des emprunts impayés sur les bras, emprunts qui sont malheureusement adossés à des biens immobiliers dont la valeur s'effondre. Situation évidemment inconfortable dont nul ne pouvait

supposer qu'elle deviendrait explosive. Car comment rendre compte du fait qu'une hausse des crédits hypothécaires impayés de l'ordre 34 milliards de dollars a entraîné à sa suite une destruction de capital de l'ordre de 57.000 milliards de dollars<sup>2</sup> en un été?

Tenter de répondre à cette question suppose que l'on passe à un autre niveau d'explication centré cette fois sur la stratégie des acteurs individuels présents sur le marché du crédit hypothécaire US. Au départ, la titrisation était le fait d'organismes parapublics<sup>3</sup> qui s'engageaient uniquement à mettre des lots de créances solides (ce que l'on nomme dans le jargon des crédits dits "de premier ordre") sur le marché des capitaux. Les nouveaux acteurs du crédit hypothécaire vont, comme on l'a vu, bouleverser la donne en s'engageant en faveur de créances douteuses. Cette modification des normes de souscription va prendre un coté massif avec le temps. "En 2003, selon Inside Mortgage Finance, les organismes parapublics étaient à l'origine de 76% des émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires (...), les 24% restants étant constitués de titres "privés" émis par les grandes maisons de Wall Street. A la mi-2006, leur part avait chuté à 43%, les titres privés représentant 57% du total".<sup>4</sup>

### Structures opaques pour marché fou

Le souci avec les emprunts subprime, c'est que puisqu'ils sont (très) risqués, ils font problème pour attirer les investisseurs institutionnels (principalement les fonds de pension) traditionnellement actifs sur le marché de titres adossés aux emprunts hypothécaires. Les zinzins (investisseurs institutionnels) sont, en effet, sévèrement limités, de par leurs directives d'investissement, en matière d'achat de titres de créances mal cotées. A tout problème, sa solution. Les sociétés de crédit vont séparer les risques en mélangeant dans un fonds commun des titres obligataires adossés pour partie à des créances douteuses mais aussi à des créances sûres.

Pour cela, Wall Street a ressorti les dispositifs d'obligations structurées adossées à des emprunts (Collateralized Debt Obligation ou CDO) dont la mise en œuvre remonte au début des années 80. Entre la société émettrice de MBS et le détenteur final du titre (l'investisseur institutionnel ou spéculatif), une nouvelle structure va donc servir d'intermédiaire, le CDO. "Pour comprendre le fonctionnement d'un CDO, il faut remonter dans le temps, à l'époque des années quatre-vingt et dans la salle de marché de Salomon Brothers (aujourd'hui dans Citigroup). Lewis Ranieri, un des responsables de cette banque d'affaires, a l'idée de prendre un portefeuille de crédits hypothécaires d'une banque commerciale, de le placer dans un véhicule d'investissement ad hoc et de le diviser en plusieurs obligations destinées à être vendues à des fonds d'investissement".<sup>5</sup>

Le CDO comme véhicule de titrisation, dans le cas des titres liés au crédit hypothécaire, consiste en une savante combinaison qui permet de répartir le risque de défaut de paiement d'un portefeuille de créances mises sur le marché obligataire. Un CDO est classiquement composé de quatre tranches distinctes. La première de ces tranches se nomme l'"Equity". C'est cette tranche qui est la plus susceptible d'enregistrer des pertes puisque c'est celle qui possède le profil de risques le plus élevé. Elle peut aller jusqu'à 3% du portefeuille. C'est ici que l'on retrouve les emprunts subprimes. La seconde tranche dite "Mezzanine" se chiffre le plus souvent à 7% du portefeuille. Elle présente un profil moins risqué que l'Equity. La Mezzanine et l'Equity sont également appelées "tranches subordonnées". On retrouve ensuite la tranche senior (20% du portefeuille) et la tranche supersenior (la moins risquée). La composition interne d'un CDO peut varier. Plus le risque d'un portefeuille est élevé, plus le mécanisme du CDO est attractif en vertu d'un mécanisme nommé "high yield debt" (en français, obligations à haut rendement). Plus l'Equity et la Mezzanine seront importantes dans la composition du portefeuille, plus le taux d'intérêt de l'obligation adossée aux

créances sera élevé. Et cela afin de récompenser le risque pris par l'investisseur. Dans le concret, le volet Equity des CDO sera acheté par les fonds spéculatifs tandis que les tranches Mezzanine, Senior et Supersenior seront acquises par des investisseurs institutionnels habituellement plus prudents.

Le CDO, cela permet également de réaliser un formidable artifice comptable. Une banque d'affaires doit légalement se protéger contre les prêts à risque. Pour couvrir ces derniers, elle doit disposer de fonds propres. Avec le CDO qui est un portefeuille fictif, une banque d'affaires va pouvoir prendre des risques sans se couvrir. Dans le cas du subprime, les tranches risquées du CDO (la tranche equity plus la mezzanine) ne représentaient, formellement, que 10% dudit CDO. La Banque, via des fonds spéculatifs, gardait pour elle les 10% des tranches à risques dotées d'un taux d'intérêt rémunérateur (à hauteur du risque encouru). Bien que les tranches qu'une banque détenait, via un fonds spéculatif, concentraient la totalité du risque du portefeuille, la banque, d'un point de vue comptable, n'était pas exposée au risque puisque la part totale des tranches subordonnées n'équivalait qu'à 10% du fonds. D'un point de vue comptable, une banque, qui spéculait sur les subprimes, n'avait donc pas à se couvrir plus que d'ordinaire bien qu'elle totalisait 100% du risque du fonds.

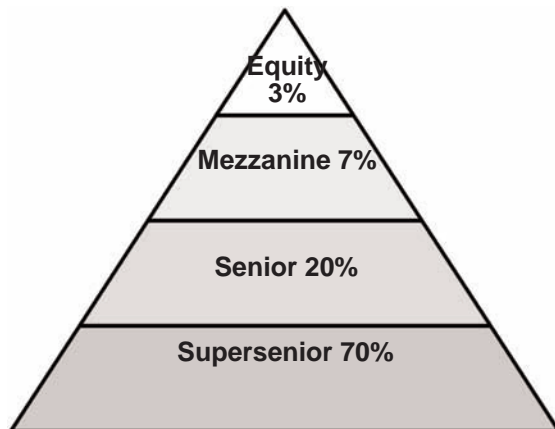
### Dynamique de la crise et contamination de la sphère financière mondiale

Au cours du deuxième trimestre 2007, le marché immobilier américain fait le grand plongeon alors que les ménages les plus précarisés peinent de plus en plus à rembourser leurs emprunts. La nouvelle se répand comme une traînée de poudre parmi les investisseurs qui décident de se retirer des produits liés au subprime au motif qu'ils étaient devenus trop risqués.

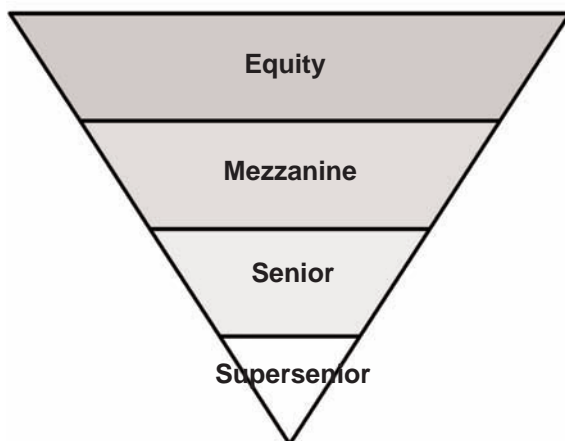
Et comme le marché des obligations adossées aux emprunts subprimes s'effectue de gré à gré, cette situation de crise a entraîné un gel des transactions. Ce qui signifie que les

fonds spéculatifs se sont retrouvés en possession de titres qui ne valaient plus rien puisqu'ils n'étaient plus cotés nulle part.

### Volume du capital d'un CDO



### Risque sur le capital d'un CDO



Par effet de ricochet, le marché des CDO s'est retrouvé au point mort. En effet, les véhicules de titrisation ne pouvaient plus vendre les lots de titres existants aux fonds spéculatifs. Ils ont donc refusé de procéder à de nouvelles émissions. Ne pouvant plus rien écouler auprès des CDO, les sociétés émettrices de MBS n'ont plus acheté de créances auprès des organismes de crédit qui faisaient face à de nombreux impayés et qui étaient dans l'impossibilité de se refaire puisque la valeur des biens immobiliers baissait. Ils ont donc coupé le robinet du crédit. Cette situation de contraction du crédit se nomme en jargon financier un "credit

crunch" (en français, on parle de resserrement du crédit). Comme il devenait plus difficile pour les ménages d'obtenir un crédit, certains emprunteurs n'ont pu refinancer leurs prêts. Donc, le nombre de ménages en situation de défaut de paiement a augmenté. Par conséquent, le nombre de maisons en vente sur le marché hypothécaire a connu une forte croissance. D'où chute des valeurs immobilières. Par effet boule de neige, plus le crédit se resserrait, plus les organismes de crédit étaient fragilisés.

Et plus les organismes de crédit US voyaient s'allonger la liste des ménages en défaut de paiement, plus le marché des obligations et produits dérivés adossés aux créances battait de l'aile. Les fonds spéculatifs rechignaient, en effet, de plus en plus à se porter acquéreurs de titres. Ce qui renforçait les CDO et les sociétés émettrices de MBS dans leur refus de se porter acquéreurs des prêts. Il en résultait un resserrement de plus en plus étroit du crédit qui avait pour effet de déprimer davantage le marché immobilier. Exemple parfait d'une spirale baissière. De proche en proche, l'insolvabilité des particuliers a entraîné l'insolvabilité de tout le système financier. Les banques belges n'ont pas été épargnées par cette tempête sur les marchés financiers qui a eu pour épice centre les Etats-Unis. Elles avaient, elles aussi, mis le doigt dans un engrenage infernal. C'est ainsi que la santé des banques belges s'est dégradée tout au long de l'année 2007, au fur et à mesure que la finance états-unienne se débattait dans les affres du subprime. A l'automne 2008, KBC, Fortis, Dexia et Ethias déposaient les armes et demandaient l'aide de l'Etat.

### Notes:

1. Les Echos, 26 décembre 2007.
2. Chiffres cités par Randall Dodd, Subprime : topographie d'une crise in Finances et Développement, décembre 2007, p.15.
3. Voir Xavier DUPRET, "Fannie Mae et Freddie Mac dans la tourmente du subprime", juillet 2008, URL : <http://www.gresea.be/ED08XD07fanny-mae.html>
4. Randall Dodd, op. cit., p.16.
5. La Tribune, 8 juillet 2007.

*"L'économie mondiale demeure une notion abstraite aussi longtemps que l'on ne possède pas un compte en banque"*

(Achille Chavée)

## Le tournant de 2008 en Belgique

Fin septembre 2008, trois grandes banques belges ayant des activités à l'international (KBC, Dexia et Fortis) et un assureur (Ethias) étaient englouties par les tourbillons de la crise financière internationale. Globalement, le traitement par les pouvoirs publics de la crise bancaire aura nécessité des injections de capital pour un total de 21,64 milliards d'euros (en ce compris, le milliard d'intérêt supplémentaire sur la dette liée).<sup>6</sup> Les recapitalisations n'ayant jamais été budgétées dans une loi de programmation, elles n'ont pu être financées que via le recours à l'emprunt.

**Figure 1. Intervention des pouvoirs publics dans le secteur financier belge**

Entreprises	Injections de capital (en milliards d'euros)
1. KBC	3,5 (Etat fédéral)
	3,5 (Flandre)
2. Fortis	10,14 (Etat fédéral)
3. Ethias	0,5 (Etat fédéral)
	0,5 (Flandre)
	0,5 (Wallonie)
4. Dexia	1 (Etat fédéral)
	1 (Régions)
5. Intérêt supplémentaire sur la dette publique belge	1
Total	21,64

Source: L'Echo, 15 mai 2009

Les injections en capital ont mobilisé 7 milliards d'euros pour KBC, 10,14 milliards pour Fortis et 1,5 milliard dans le cas d'Ethias. Le sauvetage de Dexia mobilisait, quant à lui, "seulement" 2 milliard d'euros. Nous avons exclu de nos développements les garanties dont ont bénéficié les banques belges car elles n'avaient vocation à être enregistrées comme dépenses

dans le bilan de l'Etat que si leurs conditions de mise en œuvre apparaissaient. Ce qui ne fut, jusqu'à présent, pas le cas.

Heureusement car les garanties accordées par l'Etat portaient sur des sommes qui n'avaient rien d'anecdotique.

### Des garanties qui auraient pu coûter cher

Les garanties d'Etat désignent une série de mécanismes par lesquels les pouvoirs publics (principalement, l'Etat fédéral) belges se portaient garants des engagements des banques du Royaume. Cette garantie permettait aux banques de bénéficier d'un filet de sécurité renforcé en échange de quoi elles devaient s'acquitter d'une rémunération appelée prime. Les différents systèmes de garantie mis en œuvre par la Belgique ont dû passer par un examen auprès de la Commission européenne. Différents types de garanties ont été accordées aux banques.

A commencer par la garantie sur les dépôts bancaires. Pour les dépôts de fonds (principalement sur des comptes à vue et des comptes d'épargne) et les assurances sur la vie, la garantie a été revue à la hausse pour atteindre le plafond de 100.000 euros par personne. La solvabilité des banques était ainsi assurée dans le but d'éviter que leurs clients ne se pressent à leurs guichets pour retirer leurs avoirs (c'est ce que l'on appelle, dans le jargon, un bank run). Ce qui aurait eu, à coup sûr, effet désastreux de multiplier les faillites bancaires.

Un autre type de garantie visait à faciliter le renouvellement du financement de certains établissements de crédit sur les marchés interbancaires. Dans ce cas précis, l'Etat garantissait le remboursement du capital et des intérêts. Au plus fort de la crise (mai 2009), l'Etat belge a garanti les engagements de Dexia envers d'autres établissements financiers à hauteur de 90,75 milliards. 95 milliards d'euros, cela équivalait à plus de 55% des dépenses de l'Etat en 2009.

C'est dans ce cadre que les pouvoirs publics belges ont également garanti les engagements pris par les filiales de certaines banques. Par ailleurs, l'Etat a également garanti les créances que détenaient certaines institutions financières. Via ce mécanisme spécifique, l'Etat se substituait au débiteur défaillant.

Enfin, l'Etat a également garanti les banques contre les dépréciations ou risques de défaut sur différents portefeuilles d'actifs financiers. En décembre 2009, l'ensemble des garanties de l'Etat belge pour les banques oscillait aux alentours des 138 milliards d'euros.

En décembre 2010, les dernières garanties bancaires, outre la protection des dépôts individuels et des assurances-vie qui a un caractère permanent puisque sa mise en œuvre a nécessité la modification par Arrêté royal de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, ne concernent plus que la banque Dexia. Ces garanties portent sur les actifs toxiques de Dexia et les emprunts interbancaires contractés par Dexia avant le 30 juin 2010 et qui arrivent à échéance au plus tard le 31 octobre 2014. Les montants impliqués sont importants (plus ou moins 68 milliards d'euros) et font dire à la Cour des comptes qu'en ce qui concerne les risques pour l'évolution future des finances publiques, il convient de remarquer que les garanties octroyées par l'Etat aux institutions financières suite à la crise financière restent, du fait de leur ampleur, un facteur important d'incertitude pour l'évolution future des finances publiques".<sup>7</sup>



## 06 Recapitalisations

Comment en est-on arrivé là? Pour répondre à cette question, nous devons analyser les choix stratégiques qui ont été posés dans un passé récent par les banques ayant fait l'objet d'une opération de sauvetage.

### Dexia

Les ennuis de Dexia nous éclairent sur le double échec qu'ont constitué, au final, la privatisation des banques publiques et l'internationalisation de leur périmètre d'activité. Début octobre 2008, Dexia, la banque des communes, était placée sous perfusion. L'Etat fédéral avançait 2 milliards d'euros pour procéder à l'augmentation de capital. Les Régions mettaient un milliard sur la table. Les entités fédérées participaient à l'effort collectif pour un montant d'un milliard sur la table (dont 350 millions en provenance de la Région wallonne et 150 de la Région bruxelloise). Le gouvernement français contribuait au sauvetage à raison de trois milliards d'euros<sup>8</sup>. Le gouvernement luxembourgeois allongeait 376 millions d'euros. Car Dexia, ex-Crédit Communal, détient 80% du marché du financement des communes belges. Et les communes de Belgique étaient actionnaires via le Holding<sup>9</sup> Communal. Cette participation des communes belges au capital de Dexia ne doit rien au hasard.

En 1860, l'Etat belge se dote d'un outil de financement qui accorderait des crédits aux communes. Le Crédit communal est fondé sous forme de société anonyme. Ses actionnaires seront les communes qui, pour emprunter à des taux préférentiels, doivent souscrire au capital de la nouvelle compagnie. Le Crédit communal va prospérer après la Deuxième guerre mondiale et deviendra une des plus importantes institutions financières du Royaume. En 1996, le Crédit Communal de Belgique, première banque du secteur public belge, et le Crédit Local de France, établissement de référence en ce qui concerne le financement des collectivités locales françaises, unissent leurs destinées pour former Dexia. Objectif de l'opération: devenir leader mondial des services financiers du secteur public. A la fin de l'année 1999, le

*"Ce n'est pas un hasard si les banques non-cotées en Bourse, et qui ne doivent pas trop travailler sur le court-terme, sont moins touchées par la crise. Le même constat vaut pour les banques qui se sont vraiment limitées à leurs activités de base, comme le Crédit Agricole et Rabobank"*

(Axel Miller, PDG de Dexia après que Dexia ait demandé et reçu l'aide de l'Etat.)

groupe "unifie ses structures en fusionnant ses deux holdings de tête en une seule compagnie : Dexia [qui] contrôle les deux sociétés opérationnelles, à l'origine de sa création, Crédit Communal de Belgique et Dexia Crédit Local, et, au travers d'elles, la Banque Internationale à Luxembourg."<sup>10</sup> Donc, à partir de 1999, Dexia, c'est un holding (Dexia Holding SA) qui assure la direction de sociétés différentes dont elle détient des participations. Il s'agit de Dexia Banque Belgique, de Dexia Crédit Local (France) et de Dexia Banque internationale (Luxembourg).

A y regarder de plus près, cette fusion équivalait de fait à une privatisation de la fonction de crédit aux pouvoirs publics en Belgique. Car le Crédit local de France, partenaire stratégique du holding communal, est de droit privé depuis 1993. Date à laquelle la Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales (CAECL), un département de la Caisse des dépôts et consignations (CDC). Pour information, la CDC est un établissement public français placé sous le contrôle direct du Parlement et présent dans l'assurance des personnes, l'immobilier et le développement des PME.

En 2000, Dexia Holding SA, fidèle à la stratégie d'expansion globale qui a présidé à sa naissance, acquiert la compagnie américaine Financial Security Assurance Inc. (FSA), filiale à 90% du Crédit Local (France), mais dont l'incorporation au groupe Dexia a été ratifiée tant par le Conseil d'administration que par le Comité de direction de Dexia qui comptaient, tous deux, une majorité de Belges en leur sein. FSA était ce que l'on nomme un rehausseur de crédits (monoliner dans le jargon financier US). L'activité de rehaussement de crédit est une pratique courante aux Etats-Unis où les pouvoirs publics vont se fournir en argent frais sur les

marchés via l'émission de titres alors qu'en Europe, les collectivités locales se financent surtout grâce à des emprunts bancaires. Le travail du rehausseur de crédit permet aux collectivités locales de bénéficier d'un taux d'intérêt plus intéressant. Explication du mécanisme : les acteurs financiers font l'objet de cotes selon leur degré de crédibilité et de fiabilité sur les marchés. Ces cotes sont remises par des agences de notation. C'est-à-dire des organismes privés qui n'agissent qu'à la demande de leurs clients et contre rémunération de ces derniers. Tout sauf évidemment une garantie d'indépendance.

Les rehausseurs de crédit bénéficient de la meilleure note (AAA). Et ils font profiter des avantages liés à cette cotation à leurs clients qui peuvent emprunter à un meilleur taux. Bref, et c'est une perversion du système, un rehausseur de crédit doit, pour que le système fonctionne, toujours bénéficier de la meilleure note. Du chiqué en bonne et due forme. Donc, FSA, pour des raisons de survie du système, est une compagnie qui a été surcotée de bout en bout par les agences de notation. Force est de constater que FSA ne faisait guère le même métier que Dexia. Dexia accordait des prêts à des communes alors que FSA était active dans le secteur de l'intermédiation financière.

Cela n'aurait guère porté à conséquences si FSA s'était contentée de garantir les prêts des municipalités américaines. Les pouvoirs publics, dans la mesure où ils sont de bons payeurs, jouissent d'une excellente réputation sur les marchés financiers états-uniens. Malheureusement, FSA ne s'est pas limitée au seul secteur des collectivités locales et, au contraire, a étendu son champ d'activités aux crédits subprimes. Avec les conséquences que l'on sait.

C'est ainsi que Dexia, petite banque belge à l'échelle mondiale spécialisée, de surcroît, dans un créneau sûr (le financement des pouvoirs publics) s'est retrouvée engluée, à cause de FSA, dans le marasme du subprime. Et le holding Dexia a dû se résoudre à mettre la main au portefeuille pour éponger les pertes. L'ampleur de la crise était telle que le cours de l'action Dexia était plombé sur les marchés financiers. D'où la nécessité de procéder à une recapitalisation.

Les pouvoirs publics belges, tous niveaux de pouvoir confondus, ne pouvaient rester insensibles, vu la position centrale de Dexia sur le segment du financement des communes, aux malheurs de Dexia. La recapitalisation de la "banque des communes" a changé le rapport de forces entre Français et Belges au sein du CA de Dexia. Le pouvoir, aujourd'hui à Dexia, est français. La Caisse des dépôts et consignations (CDC) (France) est le premier actionnaire de Dexia avec 17,60% du capital. Les journaux français pouvaient, dans la foulée du sauvetage, pousser de tonitruants cocoricos : "Paris a remarquablement profité de l'occasion pour monter en puissance dans la banque des communes, renforçant ainsi son emprise sur un acteur clé de l'économie belge. Il est vrai que le CDC ne connaissait pas de difficultés de liquidité. Nous avons passé la nuit, certes. Mais dans la mesure où nous étions du côté de ceux qui avaient le portefeuille le plus garni, c'était facile"<sup>11</sup>, confiait à l'Expansion un proche conseiller de la CDC.

Dès novembre 2008, le Français Pierre Mariani, nouvel administrateur délégué de Dexia, a annoncé qu'il entrait dans les intentions du groupe franco-belge de se séparer de FSA, "une hypothèque lourde sur l'avenir de Dexia".<sup>12</sup> Cette vente ne concernait pas le portefeuille de produits toxiques de FSA (16,5 milliards de dollars) qui ont bénéficié, jusqu'en juin 2010, d'une nouvelle garantie étatique activable pour des pertes supérieures à 4,5 milliards par an. Cette garantie devait être financée aux 2/3 par l'Etat belge. Le 1er juillet 2009, Dexia se séparait officiellement de FSA, et revendait la compagnie

d'assurances à Assured Guaranty Ltd, pour 816,5 millions de dollars, dont 546 millions en cash et 21,85 millions d'actions ordinaires Assured Guaranty (13,9% du capital).<sup>13</sup>

385 en Belgique, a été annoncé en septembre 2010. A ce jour, ce plan n'a pas encore été appliqué, un moratoire social ayant été adopté.

### Dexia sous le soleil des tropiques

C'est une nouvelle que nos journaux ont peu (voire peut-être pas du tout) commentée. Assured Guaranty Ltd est un holding financier basé aux Bermudes et dont les filiales fournissent, sur les marchés de capitaux, des services de rehaussement de crédit. Le territoire britannique d'outre-mer des Bermudes, en dépit de son célèbre et mystérieux triangle, ne manque pas de charmes pour les milieux financiers. Les Bermudes, c'est un paradis fiscal. Et pas n'importe lequel. D'après la typologie établie par le Comité catholique contre la faim et pour le développement (CCFD), les Bermudes appartiennent, comme les Bahamas, aux plus opaques des paradis fiscaux<sup>14</sup>. Et donc, en vertu de l'accord du 1er juillet 2009, Dexia, la banque des communes, est actionnaire d'un holding présent dans un paradis fiscal. FSA comptait, déjà en 2008, deux filiales aux Bermudes, Financial Security Assurance International Ltd et XL Financial Assurance Ltd, ainsi qu'une autre dans les Iles Cayman : FSA global Funding Ltd. Et Dexia compte une filiale en Uruguay, un autre paradis fiscal, à savoir Dexia Private Financial Services S.A. Le secteur "private financial services" dans l'industrie bancaire correspond à une activité visant à faire fructifier le patri-

moine des ménages les plus fortunés, de la banque pour riches en quelque sorte. A l'abri des regards indiscrets dans un paradis fiscal, c'est encore mieux évidemment. Tout cela est bien éloigné de ce que l'on pourrait attendre d'une banque qui a pour vocation d'être au service des communes. Les managers de Dexia auront beau jeu de répliquer que si ce n'est pas eux qui le font, d'autres prendront la place. Il y a un peu du vrai dans cet argument. En compulsant la centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique, on peut apprendre, par exemple, que pour les crédits de plus de 25.000 euros au profit d'entreprises à l'étranger, les Iles Cayman, territoire d'outre-mer du Royaume-Uni, dans les Caraïbes et, accessoirement, paradis fiscal, occupaient la 5ème place au hit-parade des prêts consentis par le secteur bancaire belge en septembre 2010<sup>15</sup>.

Ces faits n'ont jamais véritablement ému les commentateurs du plat pays. Après tout, la Belgique fait partie de la liste de paradis fiscaux dressée par le CCFD. Ceci expliquerait-il cela? Bien souvent, "*la pudeur est la forme délicate de l'hypocrisie*" (Rémy de Gourmont).

Concernant les orientations futures du groupe, le quotidien "Les Echos", dans son édition du 17 novembre 2008, révélait que Dexia se recentrerait sur ses activités historiques. Finies donc les opérations spéculatives à haut risque. Retour à la case départ. A la mi-novembre 2008, la direction ne parlait pas encore de plan de licenciements. C'est, depuis, chose faite. Ainsi, au cours de l'année 2009, Dexia a supprimé 900 emplois en Europe, dont 350 en Belgique. Un deuxième plan de licenciements collectifs visant à la suppression de 685 postes de travail, dont

Le 2 juillet 2010, le plan de sauvetage de Dexia passait le cap d'un screening européen. Et un accord était conclu avec la Commission européenne portant sur un plan de restructuration du genre plutôt drastique prévoyant, notamment, une réduction des coûts de 15% et une diminution de bilan de l'ordre de 35%. Réductions des bilans et des coûts vont évidemment rimer avec réduction du volume de l'emploi. Selon les termes du deal avec la Commission, le groupe devait sortir, au 30 juin 2010, du système de la garantie des Etats.

*"J'estime remplir parfaitement mon rôle vis-à-vis de la société. Il n'y a pas beaucoup de gens qui savent faire mon boulot, tout comme peu de gens savent jouer au tennis comme Justine Henin".*

(Jean-Paul Votron,  
ex PDG de Fortis)

## Fortis

Pour Fortis comme pour Dexia, l'internationalisation des activités d'une banque belge s'est soldée par un fiasco en octobre 2008. Cet échec a amené le gouvernement belge à se porter au secours de Fortis.

Fortis est née, en 1990, de la fusion des Assurances générales (Belgique), d'une compagnie d'assurances néerlandaise (AMEV) et d'une banque hollandaise (VSB). Le groupe se porte ensuite acquéreur de deux banques publiques belges, la CGER (Caisse générale d'épargne et de retraite, spécialisée dans la bancassurance) entre 1993 et 1997, et le Crédit à l'Industrie en 1995, de MeesPierson (banque d'affaires privée hollandaise basée à Rotterdam) en 1997, et de la Générale de Banque en 1999. En 1999, les entreprises du groupe sont fusionnées en deux pôles distincts (la banque et les assurances). Ces deux pôles sont détenus à parts égales par un holding belge et un holding néerlandais faisant l'objet de cotations séparées.

Le nouveau PDG de Fortis nommé en 2005, Jean-Paul Votron, radicalisera, durant son mandat, l'option Benelux. Ce qui ne sera pas sans conséquences sur la suite des événements. En 2007, Fortis, avec la Royal Bank of Scotland et le Banco Santander, lancent une offre publique d'achat sur ABN Amro. Les trois raiders misent sur une chute rapide du bastion néerlandais de la finance. L'opération réussira. Non sans mal et divers atermoiements, cependant. Car pour se protéger, la banque amstellodamoise a passé un deal avec Barclays Bank (Royaume-Uni). ABN Amro finira cependant dans la gibelotte de Fortis et consorts.

Le prix à payer sera lourd. L'aide de la Barclays à sa consœur hollandaise a eu pour effet de rendre plus coûteuse l'acquisition des actions. C'est un fait bien connu des boursicoteurs : quand un chevalier blanc se porte à la rescousse de la victime, les raiders doivent délier les cordons de la bourse. Au total, Royal Bank of Scotland, en association avec la banque Santander et le groupe belgo-néerlandais Fortis, ont déboursé 70 milliards d'euros pour acquérir ABN Amro<sup>16</sup>. Et c'est alors que la proie peut s'avérer, au final, trop grosse pour le prédateur. C'est, typiquement, ce qui s'est passé dans le cas de l'OPA de Fortis sur ABN Amro. Fortis devra procéder à une augmentation de capital pour financer l'acquisition du groupe hollandais. C'est, à la faveur de cette augmentation de capital, que la compagnie d'assurances chinoise Ping-An entrera dans le capital de Fortis, en novembre 2007. A l'époque, l'entrée d'un nouvel actionnaire dans le capital de la société est de nature à rassurer tous ceux qui doutaient de la capacité de Fortis à financer l'absorption du groupe hollandais. Hélas, la chute du titre Fortis va remettre en cause la faisabilité de l'OPA. Mais Jean-Paul Votron s'obstine à défendre bec et ongles la fusion d'ABN Amro et de Fortis. Cet entêtement intervient au plus mauvais moment car Fortis est empêtrée dans la crise des emprunts subprime. En juin 2008, alors que l'action Fortis ne vaut plus que 13 euros, contre 30 un an plus tôt, Jean-Paul Votron décide de procéder à une nouvelle augmentation de capital, annule le paiement du dividende intermédiaire annuel et annonce que le dividende sera payé sous forme d'actions Fortis en 2009. Les choses sont désormais claires : Fortis ne dispose plus des liquidités pour satisfaire ses actionnaires et honorer la facture héritée de l'OPA lancée sur ABN Amro.

La réaction du marché ne se fait pas attendre. Fortis est emportée par un véritable cataclysme boursier tout au long de l'été 2008. Le cours de l'action Fortis plonge dans les profondeurs du classement. Le 21 septembre 2008, le titre Fortis vaut encore 5,2 euros. Le top de Fortis doit, à cette époque, se rendre à l'évidence : il faut demander

l'aide de l'Etat. Ou plutôt des Etats car Fortis était, dès sa naissance, un groupe à ancrage multiple. Lors du week-end du 27 au 28 septembre, les gouvernements belge et luxembourgeois se portent acquéreurs, chacun pour leur part, de 49,9% du pôle bancaire du groupe installé dans leurs pays respectifs. Le groupe Fortis a cédé à l'Etat néerlandais la totalité des activités néerlandaises du groupe, soit Fortis Bank Nederland (Holding) NV, en ce compris ABN Amro, et Fortis Insurance Netherlands NV, pour un montant de 16,8 milliards d'euros. Cette somme globale résulte de l'addition de 12,8 milliards pour les activités bancaires (ABN Amro + Fortis Netherlands) et 4 milliards pour le secteur de l'assurance.

Au terme de cet accord intergouvernemental, il était stipulé que Fortis revendrait les parts acquises dans ABN Amro afin de rembourser aux Etats les sommes qu'ils ont mobilisées pour le rachat de Fortis. Il était initialement prévu que le groupe néerlandais ING rachète les actions ABN Amro. Mais voilà, ING avait également du souci à se faire en cet automne 2008. Tant et si bien que l'affaire ne se fera pas. Le 2 octobre 2008, le gouvernement des Pays-Bas imposait à son homologue belge de lui revendre l'intégralité des activités d'assurance et de banque de dépôt de Fortis aux Pays-Bas, en plus d'ABN Amro. La partie hollandaise affichait sa satisfaction. Non sans raison. Elle venait de reprendre la partie la plus intéressante de Fortis pour 16,8 milliards d'euros "de bonnes conditions" selon le ministre néerlandais des Finances<sup>17</sup>), et ne laissait aux Belges qu'un holding revêtant la forme d'une coquille vide. Dès lors, panique générale à Bruxelles. Il fallait trouver, coûte que coûte, un repreneur. L'histoire de Fortis Banque cessait, dès lors, de se confondre avec celle du holding Fortis. Le 5 octobre 2008, BNP Paribas rachetait l'essentiel des activités bancaires et d'assurances de Fortis Belgique et Fortis Luxembourg. Auparavant, l'Etat belge avait augmenté sa participation au capital de Fortis à 99,93%, ce qui représentait la somme de 9,4 milliards d'euros au total, avant de céder 75% des activités bancaires belges



de Fortis à BNP Paribas. Comme prévu depuis le départ, cette opération a été financée par une émission souscrite par l'Etat belge d'actions au prix unitaire de 58,22 euros après revente de Fortis à BNP Paribas.

L'Etat belge gardait un quart des activités bancaires du groupe Fortis ainsi que la totalité des activités d'assurance du groupe (en mars 2010, le holding Fortis a été renommé Ageas). En échange, le gouvernement belge devenait, à l'époque, le premier actionnaire de BNP Paribas, à hauteur de 11,6%, et était assuré d'envoyer deux représentants au Conseil d'administration de BNP.<sup>18</sup> Par ailleurs, au terme de l'accord, les diminutions de valeur liées à des actifs toxiques ne seraient que partiellement répercutées sur le bilan de Fortis tel que récupéré par BNP Paribas. En effet, au terme de l'accord de reprise de Fortis par BNP Paribas, une structure de cantonnement (une bad bank) a été créée pour abriter les crédits structurés que détenait l'ex-Fortis Bank. La propriété de cette structure (dénommée Royal Park Investments – RPI) se divise comme suit : 43,53 % pour l'Etat belge, 11,77 % pour BNP Paribas et 44,70% pour le holding Fortis. Dans le détail, au 30 septembre 2009, la structure de financement de RPI consistait en 1,7 milliard d'euros en capital et 8,5 milliards de dettes. Cette dette est décomposée en deux tranches Supersenior et Senior. Les titres de la tranche Supersenior (3,75 milliards d'euros) sont financés par un crédit de Fortis banque. Au terme de l'accord qui a présidé à la création de RPI, le produit de la vente des actifs du portefeuille sera affecté prioritairement au remboursement du prêt Supersenior. La tranche Senior (4,7 milliards), quant à elle, est financée par deux prêts. L'un de BNP Paribas pour 519 millions d'euros et l'autre de 4,3 milliards en provenance de Fortis Banque.

Grâce à l'opération Royal Park Investments, BNP Paribas Fortis se débarrassait des actifs toxiques à bon prix. L'acquisition des actifs "pourris" de l'ex-Fortis Bank a coûté 11,7 milliards à Royal Park Investments. Rappe-

lons au passage que l'Etat belge a déboursé 9,4 milliards d'euros pour l'acquisition de Fortis Banque Belgium. Calculons maintenant les frais de capitalisation de RPI, 43,53% de 1,7 milliard d'euros de capital, soit 740 millions d'euros. Au total, les grandes manœuvres financières sur Fortis ont coûté à l'Etat belge 10,14 milliards d'euros. Le moins que l'on puisse dire est qu'avant cession à BNP Paribas, la comptabilité de Fortis Belgique a été nettoyée, grâce au montage RPI, de ses éléments les plus toxiques. BNP Paribas Fortis (une filiale belge de BNP Paribas) pouvait alors voir le jour en toute sécurité.

Sur le plan judiciaire, la vente de Fortis Banque allait connaître de nombreux rebondissements. La revente de Fortis à BNP Paribas s'était opérée sans consulter, au préalable, l'assemblée générale des actionnaires. Ces derniers ont, alors, lancé une procédure en référé (c'est-à-dire qui ne se prononce pas sur le fond) auprès du Tribunal de commerce de Bruxelles pour geler le processus. Le Tribunal de commerce a débouté les petits actionnaires qui, s'estimant lésés, ont interjeté appel. Et le vendredi 12 décembre 2008, la Cour d'Appel de Bruxelles réformait le jugement du Tribunal de Commerce. Ce qui avait pour effet collatéral fâcheux de geler toute l'opération de sauvetage de la Banque Fortis.

Le gouvernement contre-attaquait immédiatement. Et de discrètes pressions étaient exercées sur la justice. Mais l'affaire finissait par s'ébruiter, et prenait des proportions déstabilisatrices pour le gouvernement en place. Le 18 décembre 2008, Ghislain Londers, premier président de la Cour de Cassation, envoyait au président de la Chambre, Herman Van Rompuy, un courrier révélant que le gouvernement connaissait, 48 heures avant tout le monde, la nature de l'arrêt de la Cour d'Appel du 12 décembre. La Chambre des Représentants créait une Commission d'enquête parlementaire sur ce que la presse belge n'allait pas tarder à qualifier de Fortisgate. Le 19 décembre 2008, le gouvernement Leterme I démissionnait.

En août 2009, la juge Christine Schurmans, conseillère auprès de la Cour d'appel de Bruxelles, était inculpée, en compagnie de trois autres juges (dont Ivan Verougstraete, président de la Cour de cassation), du fait d'avoir organisé des fuites à destination du monde politique. Le 14 juillet 2009, Yves Leterme devenait ministre des Affaires étrangères du gouvernement Van Rompuy. Le 25 novembre 2009, suite à la nomination d'Herman Van Rompuy au poste de président permanent du Conseil européen, le même Yves Leterme redevenait premier ministre. Entre-temps, le rachat de Fortis par BNP Paribas avait été avalisé par une assemblée générale des actionnaires les 28 et 29 avril 2009. Une lampiste avait, en fin de compte, payé. La Commission Fortis avait vécu.

### Deal "sympa" avec Ageas (ex holding Fortis)

L'Etat belge a accordé à Ageas (l'ancien holding Fortis) une option sur ses titres BNP Paribas. Cette option pourra être activée entre le 10 octobre 2010 et le 10 octobre 2016. Si le cours de l'action BNP Paribas atteint au maximum 66,6672 euros, la plus value sera intégralement versée sur les comptes de l'Etat. Pour information, à l'heure où ces lignes étaient écrites (18 février 2011), l'action de BNP Paribas, à la bourse de Paris, valait 57,96 euros. Au-delà de la limite des 66,6672 euros, la plus-value sera pour Ageas qui redistribuera l'argent à ses actionnaires. En imaginant qu'un jour, l'action BNP Paribas atteigne, par exemple, 65 euros et que l'Etat décide de revendre sa participation au capital du groupe français, il empêchera la totalité de la plus-value. Si, par la suite, le titre BNP Paribas continue à tutoyer les sommets et retrouve ses couleurs d'antan (le titre avoisinait les 70 euros, il y a trois ans), le holding Ageas actionnera son option et l'Etat belge en sera quitte pour lui payer la différence. Le contribuable appréciera.

*"La récente période d'incertitude est due à la grande complexité des produits dans lesquels on place l'argent des clients. Il a fallu un certain temps pour décortiquer le tout et vérifier quelle était l'exposition au secteur du "subprime". (...). En définitive, l'exposition au risque est extrêmement limitée"*

(Bernard Thiry, aujourd'hui PDG d'Ethias, en octobre 2007, un an avant qu'Ethias n'implore l'aide des pouvoirs publics)

## Ethias

A l'instar de Dexia, l'assureur Ethias s'est ouvert à un autre métier que le sien au cours de ces dernières années. La ligne de conduite d'Ethias comme de Dexia aura consisté à déserter des fonctions de soutien à la collectivité pour faire comme le privé. Une erreur qu'en définitive le gouvernement belge (donc, le contribuable) va payer cash à la fin de l'année 2008. En 1998, alors qu'Ethias était encore la SMAP<sup>19</sup> (Société mutuelle des administrations publiques), elle assurait principalement les pouvoirs publics. Ce secteur dit de la vie collective représentait 59,3% de l'encaissement total des primes d'Ethias<sup>21</sup> en 1997. En 2007, la part du secteur Vie collective avait baissé de moitié par rapport à ce qu'elle était en 1997 et ne représentait plus que 26,5% de l'encaissement global de la compagnie.

Le secteur Vie individuelle (en clair, les assurances-vie) ne représentait, lui, que 3,1% de l'encaissement global d'Ethias en 1997. Tête à queue spectaculaire : en l'espace d'une décennie, le secteur Vie individuelle passait à 42,4% des rentrées d'Ethias. Ce qui signifie que l'ex-SMAP a, en peu de temps, changé radicalement de métier. D'assureur de l'Etat et des corps constitués, elle est devenue, à titre principal, un bancassureur comme les autres.

Sans même discuter de l'éventuel bien-fondé des motivations qui ont présidé à cette modification en profondeur des missions d'Ethias, force est de constater que cette mutation n'est pas allée sans dommages collatéraux. L'histoire aurait, d'ailleurs, dû porter conseil à Ethias. Ainsi, en 2000, la SMAP avait-elle acheté la banque d'épargne Mauretus. En 2001, la banque Mauretus (Mauretus Spaarbank) devient la Smap

Banque. En 2003, un pôle bancaire Ethias voit le jour suite aux acquisitions de la Navigabank et d'Arfin Crédit. Ce pôle bancaire comprenait également la vénérable Smap-crédit spécialisée dans le crédit hypothécaire. Mais l'incursion d'Ethias dans la banque tournera court en 2006. Et Ethias liquidera un tiers du personnel de sa branche bancaire qui était, à l'époque, dans le rouge. Et ce qui subsiste encore aujourd'hui d'Ethias banque devra être intégralement revendu. Ainsi en a statué la Commission européenne lorsqu'elle a donné, en juin 2010, son aval au plan de sauvetage d'Ethias.

Ces coûteuses mésaventures constituent la preuve évidente que l'on ne peut, du jour au lendemain, concurrencer le secteur privé alors qu'on est spécialisé sur le segment Vie collective des assurances. La leçon aurait dû porter. Mais il n'est pas si facile de renoncer à ses rêves. Pour se positionner sur le créneau des assurances-vie, Ethias va mettre en œuvre un produit phare : le Compte First qui est rapidement devenu la vache à lait du groupe. Si le Compte First a connu un tel succès au cours des dernières années, c'est parce que, ô lapalissade, il était mieux rémunéré que ce que proposait la concurrence.

Et s'il était plus intéressant de placer ses économies sur un Compte First, c'est parce que, pour alimenter ce dernier, Ethias n'a pas joué le jeu classique de l'assurance. Citons un courtier en assurances interrogé en 2008 par le journal L'Echo: "contrairement à d'autres compagnies d'assurance, les produits chez Ethias ne sont pas gérés dans des fonds dits cantonnés, c'est-à-dire en vase clos (...). Les primes des Comptes First, des produits très défensifs, se retrouvent donc dans le même fonds que les primes de First Epargne

Pension, des produits de long terme davantage pondérés en actions".<sup>21</sup> Explication: l'épargne-pension constitue un placement de long terme. Donc, les banquiers prennent davantage de risques dans sa gestion. La durée de vie d'une épargne-pension porte sur le long terme car on ne touche, en général, le capital de son assurance-pension qu'au moment où l'on quitte la vie active après des décennies de cotisation. Et les compagnies d'assurance proposant des formules d'épargne-pension parient sur le fait que les bonnes années sur les marchés boursiers l'emporteront sur les mauvaises.

Il n'en va pas de même pour un produit d'assurance-vie qui laisse la possibilité au souscripteur de se retirer après une durée déterminée contractuellement au moment de la souscription. Petit détail qui a son importance et qui faisait l'originalité de la philosophie de l'assurance-vie selon Ethias: il était possible à un client d'Ethias de se retirer du Compte First à tout moment. Dans ces conditions, la prise de risques est évidemment moins recommandée. Et pourtant, c'est cette stratégie qu'Ethias a poursuivie dans la gestion du Compte First. Le rendement du Compte First assurance-vie était plus élevé que ce que la concurrence proposait, vu la pratique du non-cantonnement. Mais Ethias ne pouvait recourir à cette pratique qu'en ne rognant pas sur le rendement de ses comptes épargne-pension. D'où un recours plus important chez Ethias à des produits risqués et présentant, de ce fait, la perspective d'un taux d'intérêt plus élevé. Cette prise de risque en période de mauvaises performances des places boursières, conjuguée à la possibilité laissée aux clients de retirer leur argent à tout moment, a bien failli emporter Ethias. La compagnie d'assurances n'avait d'autre choix que de renforcer ses fonds propres. C'est, en tout cas, le message que la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA), l'autorité de régulation des banques et assurances en Belgique, lui avait transmis. Mais vu les moins-values enregistrées, qui pouvait bien prêter de l'argent à Ethias... sinon les pouvoirs publics?

C'est ainsi qu'en octobre 2008, les entités fédérées et le fédéral se sont alliés pour procéder à la recapitalisation d'Ethias. Les Régions flamande et wallonne ainsi que l'Etat fédéral décidaient d'accorder une augmentation de 1,5 milliard d'euros à l'assureur liégeois. Chacune des parties en était, en fin de compte, quitte pour 500 millions d'euros.

### Placements à risques et secteur des assurances

Au sein des actifs d'un assureur, tous les actifs ne comportent pas le même degré de risque. Les actions sont plus fluctuantes (donc plus risquées) que les obligations. Ces dernières présentent, en effet, la caractéristique de comporter un taux d'intérêt fixe et donc d'être plus prévisibles. En outre, à l'intérieur des obligations, on distinguera les obligations d'Etat des obligations émises par des sociétés privées.

Dans le cas précis d'Ethias, on retrouve davantage que dans les autres compagnies d'assurance du pays des actions (notamment des actions Dexia) et des obligations du secteur privé. Et c'est dans ces postes que des moins-values sont apparues.

Selon des sources financières, le portefeuille d'Ethias était composé à 60% d'obligations du secteur financier (parmi lesquelles Lehman Brothers en faillite)<sup>22</sup>. Ou encore d'actions. Ainsi, un facteur qui permet d'expliquer les difficultés d'Ethias réside dans sa participation au capital de Dexia. Au moment du sauvetage de Dexia, le 9 octobre 2008, Ethias avait dû mettre la main à la poche pour sauver la banque des communes.

A la mi-novembre 2008, Steve Stevaert (ex-président du SPA, parti socialiste flamand) restait président du Conseil d'administration d'Ethias tandis que Bernard Thiry, ex-président du comité de gestion du Forem, avait succédé à Guy Burton au poste de direc-

teur général d'Ethias. Le nouveau duo dirigeant envisageait de réviser les conditions du Compte First afin de le rendre "plus conforme aux conditions du marché. Dans l'intérêt du groupe, nous allons mettre en place un nouveau produit plus équilibré, plus en phase avec le marché".<sup>23</sup>

Il était, à l'époque, prévu que ce Compte First "new look" comprendrait des frais de gestion et de sortie supplémentaires. Les clients désireux de retirer leur argent avant l'échéance du contrat se verraient infliger des pénalités. "Il s'agit d'une mesure de précaution visant à nous protéger d'un mouvement de panique tel que nous l'avons connu récemment" indiquait, dès sa prise de fonction, le nouveau directeur général d'Ethias<sup>24</sup>.

Las, la Commission européenne ne l'entendait pas de cette oreille. Certes, la Commission autorisait, en juin 2010, la recapitalisation de l'assureur liégeois. Mais elle imposait, au passage, un certain nombre de conditions pour que l'opération de sauvetage soit dûment validée. A commencer par un abandon de l'activité d'assurance-vie des particuliers d'Ethias. Les autres conditions comprenaient la vente d'un certain nombre de filiales (Ethias Banque, BelRé active dans la réassurance, et les assurances Nateus). Le portefeuille d'investissement de Dexia, selon les termes de l'avis positif émis par la Commission européenne, devait être réorienté vers des actifs moins risqués. A cet égard, dans sa communication, la Commission européenne relatait que Joaquín Almunia, vice-président de la Commission chargé de la concurrence, avait déclaré à ce sujet: "Ethias a mis au point un plan de restructuration de grande envergure, notamment en modifiant la gouvernance d'entreprise, afin de veiller à ne pas répéter les erreurs du passé".<sup>25</sup> BelRé a, depuis, été cédée au holding américain Cowen group en décembre 2010.

Au terme de l'accord passé entre l'Etat belge et la Commission, Ethias devra continuer à réduire son bilan à concurrence de 38% d'ici la fin de 2013 (base de calcul: le bilan de la fin de l'année 2008). Quid de la participation

d'Ethias dans Dexia? Il se pourrait qu'à l'avenir, Ethias soit amenée à revoir à la baisse sa participation dans Dexia. La Commission estime que cette dernière pèse d'un poids trop important dans le portefeuille de l'assureur liégeois. De manière générale, les actions représentent 9% des actifs d'Ethias contre 6% en moyenne dans le secteur.<sup>26</sup>

Nous écrivions, par ailleurs, en 2009 qu'Ethias s'appêtait à changer substantiellement son mode de gouvernance<sup>27</sup>. Jusqu'au fatidique mois d'octobre 2008, Ethias était une association d'assurances mutuelles. Les clients d'Ethias, en versant des cotisations, constituaient un fonds leur permettant de s'assurer les uns les autres, selon un procédé de mutualisation. "N'ayant pas de capital à rémunérer, Ethias rétrocède chaque année à ses assurés, en fonction des résultats enregistrés, plusieurs dizaines de millions d'euros sous forme de ristournes ou de participations bénéficiaires".<sup>28</sup> Ethias procédait, en réalité, du regroupement de trois associations d'assurances distinctes (droit commun, accidents de travail et vie). Cette division des instances entraînait, sur le plan organisationnel, la multiplication des postes d'administrateur.

Avec l'intervention des pouvoirs publics, l'ère de la grande simplification managériale allait pouvoir commencer. Depuis octobre 2008, les deux grandes Régions du pays et le fédéral détiennent chacun 25% plus une action d'Ethias. Ce qui équivaut pour chaque entité prise séparément à une minorité de blocage. Aujourd'hui une société faïtière, Ethias Finance, contrôle les activités d'Ethias proprement dites. L'actionnariat d'Ethias Finance se répartit comme suit: 25% pour la Région wallonne, 25% pour la région flamande, 25% pour l'Etat belge et 24,9% pour Ethias droit commun. Ethias est l'association d'assurance mutuelle, vestige de l'ancienne structure mutualiste.

Au début de l'année 2009, Ethias prévoyait des pertes jusqu'en 2013. Cette inquiétante information avait été présentée au personnel par Bernard Thiry, nouveau président du comité de direction d'Ethias: "Si l'importante par-



ticipation d'Ethias dans Dexia explique une partie de ses malheurs, la compagnie reconnaît aujourd'hui avoir mené, par le passé, une politique d'investissement assez "agressive", qui a contribué à augmenter encore notre exposition".<sup>29</sup> Dans ce document, Bernard Thiry admettait qu'"Ethias a ainsi pris pas mal de risques dans la gestion des actifs du Compte First 'classique', puisqu'elle a placé 16,58% des sommes en actions. Ce qui est vraiment beaucoup pour un produit à revenu garanti".<sup>30</sup> En 2009, Ethias battait sa coulpe comme un enfant surpris par sa mère la main dans le pot de confiture. Deux ans plus tard, le ton a changé. L'heure n'est plus au profil bas. Aussi le mangement d'Ethias évoquait, au sujet de ses comptes 2010, une "reprise particulièrement encourageante" car son résultat net<sup>31</sup>, pour l'exercice 2010, était de 40 millions d'euros contre une perte de 82 millions, il y a un an<sup>32</sup>. Il y a matière à discussion.

On fait dire aux chiffres ce que l'on veut. Ni en 2009 ni en 2010, Ethias n'a intégré les pertes de valeur liée à sa participation au capital de Dexia. Dans son rapport d'activité 2009, Ethias comptabilise sa participation au capital

de Dexia (5,04%) à 9,90 euros l'action. Mais il se trouve que le titre Dexia n'a, depuis, cessé de baisser. Le réviseur aux comptes d'Ethias estimait, pour sa part, que l'assureur liégeois aurait dû inscrire une perte de 400 millions d'euros dans ses comptes 2009.<sup>33</sup> Une profonde divergence de vues, comme on dit. Sur le fond, Ethias, pour justifier son choix, arguait que sa participation dans Dexia devait être considérée comme un placement à long terme et que le cours de l'action remonterait. Cet argument pose sincèrement question. En effet, il apparaît que, dans les comptes consolidés de la société Ethias, cette dernière procéderait à une réduction de 90% de ses actions Dexia pour mai 2012. Tout cela ne donne guère l'impression d'un placement à long terme. Voilà pourquoi le réviseur faisait remarquer que "le Conseil d'administration [NDLR d'Ethias] de déroger aux règles d'évaluation normalement applicables".<sup>34</sup> En 2010, le titre Dexia n'a jamais dépassé les 4,74 euros. On peut donc estimer que l'estimation de la participation d'Ethias à Dexia était, cette année-là encore, surcotée. Mais, à part cela, qu'on se le dise, Ethias connaît une reprise encourageante. Prière de ne pas rire.

### Divergence de vues concernant les résultats réels d'Ethias

Divergence de vues concernant les résultats réels d'Ethias

On fait dire aux chiffres ce que l'on veut. Ni en 2009 ni en 2010, Ethias n'a intégré les pertes de valeur liée à sa participation au capital de Dexia. Dans son rapport d'activité 2009, Ethias comptabilise sa participation au capital de Dexia (5,04%) à 9,90 euros l'action. Mais il se trouve que le titre Dexia n'a, depuis, cessé de baisser. Le réviseur aux comptes d'Ethias estimait, pour sa part, que l'assureur liégeois aurait dû inscrire une perte de 400 millions d'euros dans ses comptes 2009.<sup>33</sup> Une profonde divergence de vues, comme on dit.

Sur le fond, Ethias, pour justifier son choix, arguait que sa participation dans Dexia devait être considérée comme un placement à long

terme et que le cours de l'action remonterait. Cet argument pose sincèrement question. En effet, il apparaît que, dans les comptes consolidés de la société Ethias, cette dernière procéderait à une réduction de 90% de ses actions Dexia pour mai 2012. Tout cela ne donne guère l'impression d'un placement à long terme. Voilà pourquoi le réviseur faisait remarquer que "le Conseil d'administration [NDLR d'Ethias] de déroger aux règles d'évaluation normalement applicables".<sup>34</sup> En 2010, le titre Dexia n'a jamais dépassé les 4,74 euros. On peut donc estimer que l'estimation de la participation d'Ethias à Dexia était, cette année-là encore, surcotée.

Mais, à part cela, qu'on se le dise, Ethias connaît une reprise encourageante. Prière de ne pas rire.

*"Le passage vers un groupe international n'est pas facile."*

(Déclaration d'André Bergen en 2001, PDG de KBC au moment de la crise de 2008)

### KBC

Le bancassureur KBC a aussi bénéficié, fin octobre 2008, d'une aide du gouvernement. Coût des opérations: 3,5 milliards d'euros. La communication de KBC, à l'époque, était un chef d'œuvre de surréalisme. Selon ses dirigeants, KBC ne connaissait pas de problème de liquidités. Et si elle tendait la sèbile au gouvernement, c'était exclusivement pour des impératifs techniques. Et, dans la presse spécialisée<sup>35</sup>, les dirigeants de KBC se voulaient rassurants à propos de la baisse du titre en Bourse, laissant poindre comme un zeste d'arrogance: "Ce recul du titre n'a pas d'explication spécifique. Il est lié au malaise général. Il n'y a donc pas de lien entre la valeur sous-jacente de la société KBC et son cours". Une banque, avec, à l'époque, 41% de capital flottant, annonçait, urbi et orbi, que les soubresauts de la Bourse ne la concernaient en rien. Amusant...

Plus sérieusement, les dirigeants de KBC évoquaient, à la même époque, la possibilité de pouvoir bénéficier de la garantie d'Etat sur les dépôts. Et fin octobre 2008, les journaux du pays laissaient filtrer que la KBC serait recapitalisée par le gouvernement. Ici, l'affaire devient limpide. Le groupe KBC avait besoin d'une injection de capitaux parce qu'il n'avait tout simplement plus les reins assez solides du point de vue de sa solvabilité. Comme Dexia. Comme Fortis. Mêmes causes, mêmes effets. KBC s'était aussi laissé tenter par les sirènes de la haute voltige spéculative et en payait les conséquences. Entre juillet et fin septembre 2008, KBC réalisait une perte nette de 906 millions d'euros. En décomposant les données financières du groupe, on s'apercevait que les réductions de valeur sur investissements du groupe se montaient à 1,4 milliard d'euros au troisième trimestre 2008.



La plus grande partie de ces pertes était imputable au portefeuille de CDO (collateralised debt obligations<sup>36</sup>) du groupe, responsable de pertes pour 1,1 milliard d'euros. S'y ajoutaient des moins-values de l'ordre de 200 millions d'euros pour le portefeuille d'actions du groupe et de 100 millions faisant suite à la faillite des banques américaines Lehman Brothers et Washington Mutual. Cette perte était des plus inquiétantes pour l'avenir du groupe. Le chiffre d'affaires moyen de KBC, entre 2002 et 2007, était de 9,4 milliards d'euros. En clair, au troisième trimestre de l'année 2008, KBC avait perdu un peu plus de 10% de son chiffre d'affaires (moyenne des trois dernières années). Les difficultés de KBC ont amené les pouvoirs publics belges à injecter des fonds en vue d'une recapitalisation. Le portefeuille CDO de KBC allait littéralement plomber le banquier flamand<sup>37</sup> dont les pertes s'établissaient, fin 2008, à 4 milliards d'euros.

Par ailleurs, la dégradation des conditions économiques dans les pays d'Europe centrale et orientale (plus ou moins le quart de ses engagements) ne va pas (c'est le moins qu'on puisse dire) aider KBC à retrouver du tonus sur ses métiers de base. D'un point de vue macroéconomique, les monnaies des pays de l'Est vont s'effondrer.

Car, de manière générale, sur les marchés des changes, les emprunteurs en devises fortes des pays dont la monnaie se déprécie font défaut sur une partie de leur dette. Et la banque KBC qui a converti une monnaie à fort pouvoir d'achat (l'euro) pour faire des prêts dans des monnaies faibles ne perçoit, à cause de la dévaluation des monnaies d'Europe centrale, qu'une partie du revenu qu'elle prévoyait.

Au total, les comptes annuels de la KBC vont révéler une perte de 2,48 milliards d'euros en 2008 et de 2,47 milliards en 2009. Le sauvetage de la banque flamande s'est opéré en trois phases. KBC a déjà été renflouée, une première fois, fin octobre 2008 par l'Etat fédéral, à hauteur de 3,5 milliards d'euros via une recapitalisation. A l'oc-

casion, la KBC a émis à l'intention de l'Etat belge pour 3,5 milliards d'euros de titres non transférables, sans droit de vote et sans dilution pour l'actionnariat existant. Le deal consistait en ce que le holding KBC cède à l'Etat belge 119 millions de titres non-transférables et en échange accorde un prêt subordonné de 3,5 milliards d'euros à la banque flamande. Ces titres donnent droit à un intérêt uniquement en cas de versement d'un dividende aux actionnaires ordinaires. On notera au passage que l'Etat est un "investisseur" plutôt "sympa".

débiteur. En février 2009, MBIA avait divisé ses activités d'assurance en deux pôles. L'un d'entre eux était exclusivement consacré à la finance publique tandis que l'autre, sur lequel étaient concentrées les pertes, portait principalement sur les opérations de finance structurée. Cette concentration du risque impliquant une responsabilisation des spéculateurs entraînait logiquement une révision à la baisse de la cotation de MBIA en ce qui concerne son département de "finance structurée". MBIA ne trouvait plus d'argent pour payer les pertes des acteurs ayant

### KBC, capital de l'Etat belgo-flamand

Au sein du mouvement ouvrier, il existe une tradition politique qui allie les revendications classiques du mouvement ouvrier au combat pour la prise en compte des intérêts spécifiques du peuple wallon. Il s'agit du renardisme. Son fondateur, le syndicaliste liégeois André Renard, partait d'un constat qui heurte encore aujourd'hui les belles âmes belgicaines (de droite comme de gauche). A savoir, l'existence d'une hégémonie politique exercée par un Etat belgo-flamand au détriment des intérêts de la Wallonie. Les conditions du sauvetage de KBC par l'Etat fédéral constituent

une preuve éclatante de l'existence d'un Etat belgo-flamand. Alors que Dexia dont le bilan pesait deux fois le PIB belge se voyait accorder un ballon d'oxygène de 1 milliard d'euro en provenance de l'Etat fédéral, KBC, elle, en recevait 3,5 pour un bilan inférieur de moitié à celui de la banque des communes. 3,5 milliards pour KBC, c'est proportionnellement un peu plus que ce qui a été dépensé pour Fortis qui était recapitalisée à hauteur de 10,14 milliards d'euros en pesant trois fois plus lourd, d'un point de vue bilantaire que KBC.

Ensuite, KBC a bénéficié, fin janvier 2009, d'un apport d'argent frais en provenance de la Communauté flamande pour 2 milliards d'euros, avec une option pour 1,5 milliard supplémentaire. Phase trois des opérations : au deuxième trimestre 2009, l'Etat belge devait protéger KBC via un système spécial de garanties pour les risques liés spécifiquement à son portefeuille de CDO qui accusait de sérieuses dépréciations, pour un montant de 4 milliards d'euros<sup>38</sup>.

Les dépréciations sur le portefeuille de CDO de KBC étaient causées, cette fois, par un abaissement de la notation du rehausseur de crédit états-unien MBIA. L'assureur américain était un émetteur de CDS (credit default swaps), des polices d'assurance supposées couvrir la défaillance d'un

opéré sur le marché du subprime. Et la banque KBC était touchée de plein fouet.

Lors de ce troisième sauvetage, KBC va activer l'option de 1,5 milliard du gouvernement flamand (le sauvetage de KBC aura donc mobilisé 7 milliards d'euros en argent frais). Le plan de garanties du gouvernement fédéral était structuré comme suit. Une première tranche de pertes de 1,6 milliard d'euros devait être assumée par le seul groupe KBC. La deuxième tranche de pertes de 2 milliards a été assurée par le groupe KBC lui-même, à noter que cette deuxième tranche aurait pu, le cas échéant, être prise en charge par l'Etat lui-même via une augmentation de capital. Mais cela aurait signifié la fin de l'ancrage flamand pour KBC avec un Etat fédéral qui, dans ce cas de figure,

serait devenu un actionnaire de référence avec une minorité de blocage de 25% ramenant la part des actionnaires de référence de KBC (Boerenbond, grandes familles flamandes, ...) sous la barre des 50%. Inacceptable, apparemment pour un groupe à l'identité flamande aussi marquée. Enfin, en ce qui concerne la troisième étape prévue, le deal prévoyait que l'Etat compense en cash d'éventuelles pertes supplémentaires, à concurrence d'un montant maximum de 14,9 milliards.

Le 30 juin 2009, la Commission européenne avalisait le sauvetage de KBC. La recapitalisation et les garanties apportées pour couvrir des dépréciations d'actifs recevaient le feu vert de la Commission à condition qu'un plan détaillé de restructuration de KBC soit présenté endéans les trois mois. Ce dernier prévoit une réduction de la voilure de KBC. Ce qui implique la cession d'un certain nombre d'activités en Europe de l'Est mais également la cession en Belgique même de la banque Centea et de l'assureur Fidea.

#### Notes

6. L'Echo, 17 mai 2009

7. Cour des comptes, Impact de la crise financière et des mesures d'aide sur la gestion de la dette publique et sur l'évolution des finances publiques : rapport de suivi, rapport adopté le 22 décembre 2010 par l'assemblée générale de la Cour des comptes.

8. A ces montants s'ajoutent ceux qui ont été débloqués par des acteurs de droit privé, c'est-à-dire la SA holding communal (500 millions d'euros), le groupe Arco (350 millions) et Ethias (150 millions d'euros). Pour mémoire, la SA Holding Communal a pour actionnaires toutes les villes, communes et provinces belges.

9. Un holding désigne une société dont l'objet consiste à prendre et à détenir des participations dans d'autres entreprises.

10. Dexia, rapport annuel 2004.

11. L'Expansion, 9 octobre 2008.

12. Les Echos, 17 novembre 2008.

13. Communiqué de presse Dexia, 1er juillet 2009, (URL : [http://www.dexia.com/docs/2009/2009\\_news/20090701\\_fsa\\_en.pdf](http://www.dexia.com/docs/2009/2009_news/20090701_fsa_en.pdf)). Date de consultation du site : 9 février 2011.

14. L'Echo, 9 décembre 2010.

15. Centrale des crédits aux entreprises, septembre 2010.

16. L'Expansion, 18 août 2009.

17. La Libre Belgique, 6 novembre 2008.

### Quid des remboursements de la KBC?

L'Etat a prêté 15,3 milliards à KBC pour que cette dernière puisse payer ses créanciers. Les accords passés entre l'Etat et la direction du holding KBC permettent à ce dernier de décider du moment à partir duquel il remboursera les pouvoirs publics. KBC a même le choix entre un rachat des titres émis au profit de l'Etat au cours de 44,25 euros (NB: ces titres avaient une valeur initiale de 29,5 euros) ou leur reconversion en titres ordinaires. L'Etat pourrait toutefois re-

fuser la reconversion et demander le remboursement des titres à un prix oscillant entre 33,9 et 44,25 euros selon la date de conversion.<sup>39</sup>

Au début de l'année 2011, KBC n'envisageait pas de remboursement anticipatif des prêts consentis au titre de garanties et décidait de s'acquitter du paiement des primes annuelles pour un montant de 297,8 millions d'euros au gouvernement fédéral et auprès de la région flamande.

18. En avril 2009, l'Etat français devient l'actionnaire principal de BNP Paribas avec 17% du capital. L'Etat belge en est, à partir de cette date, le deuxième actionnaire (11,6% du capital).

19. Le changement de nom, Ethias en lieu et place de la SMAP ou OMOB (Onderlinge Maatschappij der Openbare Besturen) dans la partie néerlandophone du pays est intervenu en 2003.

20. L'Echo, 21 octobre 2008.

21. En Belgique, contrairement à d'autres pays, il n'y a pas d'obligation légale de cantonnement des produits d'assurance-vie. Il se trouve qu'en cette matière, les grandes compagnies d'assurance actives en Belgique (AXA, par exemple) ont opté pour ce cantonnement (Voir L'Echo, 22 octobre 2008).

22. L'Echo, 22 octobre 2008.

23. Bernard THIRY, cité par Le Soir, 21 octobre 2008.

24. L'Echo, 21 octobre 2008.

25. Communiqué de presse de la Commission européenne, "Aides d'Etat : la Commission approuve la restructuration de la compagnie d'assurance belge Ethias", 20 mai 2010. Quiconque, en décembre 2008, aurait décrit la stratégie d'Ethias comme foncièrement erronée et trop risquée se serait fait taxer de populiste. Aujourd'hui, la direction d'Ethias elle-même reconnaît ses erreurs. Il faudra peut-être prêter davantage attention aux "populistes" dans les années à venir.

26. La Tribune, 13 février 2010.

27. Xavier DUPRET, Krach mondial, Ed. Couleur Livres, Bruxelles-Charleroi, 2009, pp. 44-48, passim.

28. [www.ethias.be](http://www.ethias.be), consultation en date du 21 octobre 2008.

29. Bernard THIRY cité par Trends-Tendances, 4 février 2009.

30. Trends-Tendances, édition mise en ligne du 4 février 2009.

31. Le résultat net désigne le bénéfice après paiement des impôts et avant versement d'un éventuel dividende.

32. Source : Trends-Tendances, édition mise en ligne du 10 septembre 2010.

33. L'Echo, 19 août 2010.

34. Comptes annuels 2009 d'Ethias, p.103.

35. L'Echo, 25 novembre 2008.

36. Produits financiers "synthétiques" reflétant la valeur d'autres actifs dits sous-jacents. Dans le cas du subprime, des crédits immobiliers accordés à des ménages modestes.

37. Depuis sa fondation en 1998 résultant de la fusion de la Kredietbank, d'ABB-assurances et de la Banque CERA, KBC a travaillé à partir d'un réseau et d'un ancrage exclusivement flamands comportant, au sein du CA de KBC group, plusieurs familles du Nord du pays ainsi que le syndicat agricole, le Boerenbond, via le holding MRBB (Maatschappij voor Roerend Bezit van de Belgische Boerenbond).

38. De Tijd, 13 mai 2009.

39. L'Echo, 10 février 2011.

## Une certaine idée de l'investissement socialement responsable

La politique de traitement de la crise des banques belges a revêtu la forme d'une socialisation des pertes enregistrées par des groupes privés. Cette caractéristique n'a rien de particulier à la Belgique.

Aux Etats-Unis, cette ligne politique a été suivie sans regarder à la dépense par la Fed (banque centrale des Etats-Unis). En fait, c'est l'ensemble du monde dit développé qui a appliqué cette politique. Et ce fut au prix d'un endettement massif. Au troisième trimestre 2009, le FMI avait fait les comptes: "Les pays avancés du G20 verront leur dette publique passer de 78,8% de leur PIB en 2007 à 119,7% en 2014. Pendant ce temps, les émergents membres du G20 feront légèrement baisser le poids de leurs dettes (37,5% du PIB puis 36,4% en 2014). La dette publique des USA dépassera les 112% du PIB en 2014 et ne commencera à se stabiliser qu'à partir de 2019".<sup>40</sup>

### Un doute

Pourtant, des voix se sont fait entendre en Belgique pour faire valoir que les recapitalisations bancaires ont, en réalité, constitué des investissements publics. Dans la mesure où environ 15 milliards ont été versés aux banques contre des actions. Dans cette optique, l'Etat ne se serait pas appauvri. Bien au contraire, il aurait accumulé un supplément de patrimoine. Cependant, cette perspective serait, à cause d'une illusion comptable, masquée par le fait que n'apparaissent dans les comptes de l'Etat que les flux monétaires de l'année en cours.

L'Etat aurait-il, en fin de compte, moins socialisé des pertes que procédé à des investissements? Cette intéressante question appelle plusieurs commentaires d'ordre factuel.

Primo, le rythme trépidant auquel se sont déroulées les recapitalisa-

tions fait moins songer à la pondération des bons pères de famille qu'à une partie de football panique difficilement conciliable avec une saine et rigoureuse défense d'intérêts patrimoniaux bien compris. Et ce n'est pas le management de BNP Paribas qui dira le contraire. "Compte tenu d'une surcapitalisation alors estimée à 6,8 milliards causée par le rachat des activités néerlandaises par l'Etat néerlandais et de synergies estimées à 5 ou 6 milliards d'euros, les Français ont fait une très bonne affaire en mettant la main sur Fortis".<sup>41</sup> L'Echo n'hésitait d'ailleurs pas à citer dans son édition du 16 janvier 2010, un rapport de la banque d'investissement Morgan Stanley d'octobre 2008, établissant que "BNP Paribas avait racheté Fortis pour rien".

Secundo, la structure de certains deals exclut de facto l'idée d'un investissement dont l'Etat pourrait, à l'avenir, se défaire à sa guise comme n'importe quel actionnaire. C'est notamment le cas dans la première recapitalisation de la KBC en octobre 2008. Les 3,5 milliards d'euros injectés dans le capital de KBC sont non transférables et n'impliquent, par ailleurs, aucun droit de vote pour la puissance publique. Il est des différences qui ne trompent pas entre une socialisation des pertes bancaires et un investissement aux conditions du marché. Car jamais KBC, n'a fait d'"investissement" de ce type. Injecter du capital sans droit de vote et sans pouvoir rester maître du destin des participations acquises, cela n'existe tout simplement pas dans le vrai monde des affaires. En ce qui concerne Ethias, les données sont limpides. A l'automne 2008, les clients de l'ex-SMAP du Compte First se précipitaient pour se retirer du Compte First, le produit phare de la compagnie. Il est des moments plus indiqués pour s'investir dans le capital d'une société. Et, à l'époque, les privés ne se poussaient,

*"Les journaux regorgent d'histoires de braves gens pris en otages à la banque par des gangsters, mais ils restent muets sur les cas, pourtant plus fréquents, de clients pris en otages par leur banquier."*

(Roland Topor)

d'ailleurs, guère aux portillons pour sauver Ethias. Et on ne voit guère d'amateurs se bousculer pour racheter Ethias dans les mois à venir. Pour la simple et bonne raison qu'aujourd'hui, Ethias n'est pas près, comme nous avons eu l'occasion de le voir auparavant, de renouer avec de vrais bénéfices. Ce qui impliquerait qu'elle tienne compte de la dépréciation des actions Dexia.

Enfin, on fera valoir que la thèse de l'investissement ne sera, en rigueur des termes, pleinement validée que lorsque l'Etat aura intégralement récupéré sa mise de départ. Et l'on n'hésitera par conséquent pas à recommander la prudence aux partisans de la thèse de l'investissement. Dans le cas, par exemple, de Dexia, les données sont claires. Pour espérer revendre leurs participations au prix coûtant, les pouvoirs publics belges et français devront attendre. Car on peut douter qu'un groupe aujourd'hui principalement recentré sur la banque de dépôts, pas vraiment une stratégie agressive, attire en masse des investisseurs privés que l'on sait avant toute chose intéressés par des retours sur investissement élevés. Dexia n'est pas aujourd'hui une priorité d'investissement.

C'est ainsi que tout au long de l'année 2010, le titre Dexia a perdu plus de 20% et a sous-performé, de façon constante, par rapport à l'indice bancaire européen (l'indice STOXX® Eu-

rope 600 Banks. Comme en témoin le graphique suivant.

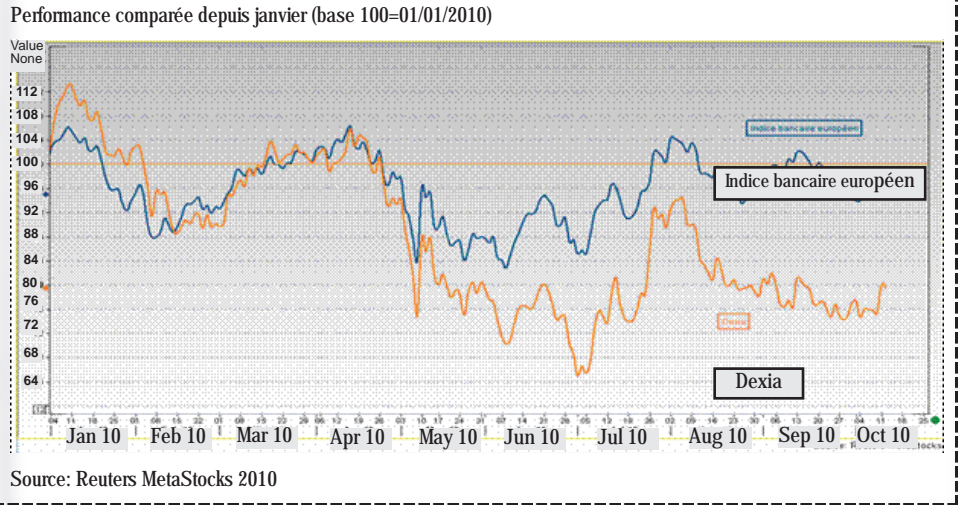
En noir, nous avons l'indice moyen des performances du secteur bancaire européen supposé valoir 100 au 1er janvier 2010. En gris, on retrouve la valeur de l'action Dexia exprimée sous la forme d'un pourcentage de l'indice bancaire européen. Si ce rapport est supérieur à 100, cela signifie que Dexia réalise des performances sur les marchés supérieures à la moyenne européenne du secteur bancaire. Ce qui était globalement le cas au début de l'année 2010. Par la suite, comme on peut le voir, le titre Dexia n'a cessé de s'éloigner des valeurs de l'indice bancaire européen. Ce dernier, en octobre 2010, se rapprochait de son niveau du début de l'année alors que Dexia se situait à plus de 20 points de ses performances de janvier. En outre, les politiques de rigueur voire d'austérité qui frapperont la France et la Belgique dans les années à venir ne sont pas de nature à relancer l'intérêt sur le titre Dexia.

Dexia s'est, en effet, positionnée comme une valeur contracyclique dans la mesure où elle profite des périodes difficiles par les politiques de relance favorisant les équipements publics. Ces périodes permettent à Dexia de faire gonfler son portefeuille clients puisqu'elle prête de l'argent aux pouvoirs publics. Vu l'austérité ambiante, les pouvoirs publics ne font guère appel à Dexia qui, de ce fait, n'est pas un titre ayant spécialement le vent en poupe par les temps qui courent.

De l'argent comme s'il en pleuvait

Par ailleurs, en ce qui concerne l'ouragan bancaire de 2008, on distinguera les opérations de prise en charge ayant débouché sur un accroissement de l'endettement des pouvoirs publics, d'autres types de soutien qui n'ont pas affecté directement les comptes de l'Etat (via une augmentation de la dette publique) mais qui n'en représentent pas moins une perte de moyens qui, dans l'absolu, auraient pu être mis au

**Figure 2: Performance de Dexia par rapport à l'indice bancaire européen jusqu'en octobre 2010**



service d'autres objectifs économiques que la seule "charité" à l'égard du secteur bancaire.

Les citations qui suivent sont un peu longues. Mais elles sont loin d'être dénuées d'intérêt.

**Aider une banque, c'est un (coûteux) secret d'Etat**

Ainsi, "la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 ayant provoqué le blocage brutal et quasi complet du marché interbancaire, l'Eurosystème a été contraint de prendre des mesures supplémentaires, parfois exceptionnelles, pour sauvegarder la liquidité des banques. Comme d'autres banques centrales, la Banque nationale de Belgique (BNB) a dû fournir, pendant une période limitée, des liquidités d'urgence à des institutions qui présentaient un risque systémique dans la mesure où leurs difficultés pouvaient avoir un effet de contagion sur l'ensemble du système financier belge, voire européen. Les défis étaient d'autant plus importants que les situations rencontrées étaient inédites et l'ampleur des problèmes, sans précédent. Ainsi, la BNB a dû recourir pour la première fois à l'Emergency Liquidity Assistance (ELA) et accorder des crédits au jour le jour en euros et en dollars américains pour des montants exceptionnels".<sup>42</sup> Le mécanisme d'Emergency Liquidity Assistance fonctionne comme suit. Lorsqu'une banque connaît des problèmes de liquidité, elle peut, en vertu du système européen des banques

centrales, se tourner vers "sa" banque centrale de référence pour se voir prêter des fonds. Pour bénéficier de cet apport de liquidités, la banque qui connaît des difficultés doit donner en gage des titres et/ou d'autres actifs.

"Afin d'exonérer les actionnaires de la BNB de tout risque qui pourrait résulter d'une telle opération, l'Etat garantit la totalité du prêt accordé par la BNB. La base légale est la loi du 22 février 1998 fixant les statuts organiques de la Banque nationale de Belgique et plus particulièrement l'article 9 de cette loi telle que complétée par la loi du 15 octobre 2008 portant des mesures visant à promouvoir la stabilité financière. **Vu le caractère strictement confidentiel de ces opérations, la BNB n'est pas tenue d'informer l'Administration de la Trésorerie des fournitures de liquidités d'urgence**".<sup>43</sup> De même, le plus grand secret règne autour de la qualité et de la valeur des actifs qui ont été cédés, en garantie, par les banques privées auprès de la Banque nationale de Belgique. Décidément, l'argent aime la discrétion.



Il est, toutefois, possible de se faire une idée des montants impliqués par la mise en œuvre de l'ELA en Belgique. Les chiffres sont impressionnants. Plus de 54 milliards d'euros ont été prêtés à Fortis le 3 octobre 2008<sup>44</sup>. Et nous ne savons toujours rien des montants mis en jeu dans le cas du sauvetage de Dexia et de KBC. Au passage, question: ces dépenses étaient-elles évitables?

Un autre remède est possible

Tout dépend de la manière dont on envisage le traitement des crises financières. Si toute intervention des pouvoirs publics est conçue, a priori et sans autre forme de procès, comme un investissement, ce type de prise en charge pour le moins coûteuse est inévitable. Et dangereuse car elle est susceptible de nourrir un sentiment d'impunité chez les banquiers qui savent, dorénavant, que quelles que soient leurs décisions en termes de prise de risques, ils seront, in fine, sauvés par la puissance publique (cette situation se nomme aléa moral). Si, par contre, on pose comme balise le fait de devoir éviter une socialisation excessive des pertes bancaires, les choses sont un peu différentes. Car l'intervention des pouvoirs publics peut s'effectuer au moindre coût. Comment?

Par exemple en suivant les consignes de Nouriel Roubini. "La question de savoir ce qu'il fallait faire avec les actifs dangereux des banques s'était posée dès le début de la crise. Aussi longtemps que les prêts continueraient à mal tourner et que les titres dérivés de ces prêts perdraient de leur valeur, les banques seraient incapables de prêter ou n'accepteraient pas de le faire (ndlr : c'est cette incapacité à trouver de l'argent auprès des autres banques qui a amené la BNB à accorder pour 54 milliards de prêts à Fortis). (...) La proposition la plus prometteuse consistait à soumettre les banques à une lourde intervention chirurgicale. Il s'agissait de prendre une banque en difficulté et de la diviser en deux: une bonne banque qui disposerait de tous les actifs de bonne qualité et une mauvaise banque à qui on

confierait tout le reste. La bonne banque pourrait recommencer à consentir des prêts, à attirer de l'argent et des capitaux et à faire des affaires".<sup>45</sup> Avec un plan d'action de ce type, on évite de faire prendre en charge à la collectivité des besoins en liquidité énormes. Puisque, précisément, la bonne banque tourne toute seule pendant que la mauvaise végète dans son coin. En outre, l'injection de capitaux n'aurait concerné que la partie saine des actifs. Une opération de ce type aurait été évidemment bien moins coûteuse.

En cas d'adoption d'un plan Roubini, les actionnaires de la banque et ses créanciers dépourvus de garanties subiraient des pertes proportionnelles aux actifs confiés à la mauvaise banque. Et c'est évidemment ici que cela pose problème. La socialisation des pertes leur a évité un bien douloureux sacrifice. Dès lors, au tour des finances publiques de trinquer.

#### Notes:

40. Mark HORTON, Manmohan KUMAR, Paulo MAURO, IMF staff position note, "The state of public finances: a cross country fiscal monitor", 30 juillet 2009, p.26.

41. L'Echo, 16 janvier 2010.

42. Cour des comptes, "Impact de la crise financière et des mesures d'aide sur la gestion de la dette de l'Etat et sur l'évolution des finances publiques", rapport approuvé en assemblée générale de la Cour des comptes, 9 décembre 2009, p. 15.

43. Cour des comptes, op. cit., pp. 28-29.

44. Rapport préliminaire du collège d'experts à l'assemblée générale du 11 février 2009 de Fortis SA, p. 50.

45. Nouriel ROUBINI et Stephen MIHM, "Economie de crise. Une introduction à la finance du futur", Editions Jean-Claude Lattès, Paris, 2010, p. 241.

# Les finances publiques belges trois ans après

Selon les données publiées par l'OCDE qui prennent en compte, outre les apports de cash aux banques en difficulté, les mesures d'expansion fiscale censées contrer le ralentissement économique des années 2008, 2009 et 2010, la crise bancaire a fait augmenter, en Belgique, le pourcentage de la dette mesurée au PIB de l'ordre de 18-19%.

Ce qui est légèrement inférieur à la moyenne de l'OCDE qui dépasse, mais de peu, les 20% (voir figure 3 ci-après).

Belgique a occasionné la mise en œuvre d'un programme de recapitalisations bancaires ainsi que des programmes de garantie pour un total de 46,805 milliards d'euros.

Il s'est trouvé au sein des "progressistes" des voix pour relativiser l'importance de la socialisation des pertes bancaires sur la dégradation des finances publiques belges. Dans cette optique, la montée des déficits budgétaires serait beaucoup plus liée aux conséquences de la crise (ralentisse-

*"Quand c'est le citoyen qui est victime de la banque, le hold-up n'est pas poursuivi par la loi"*

(Philippe Geluck)

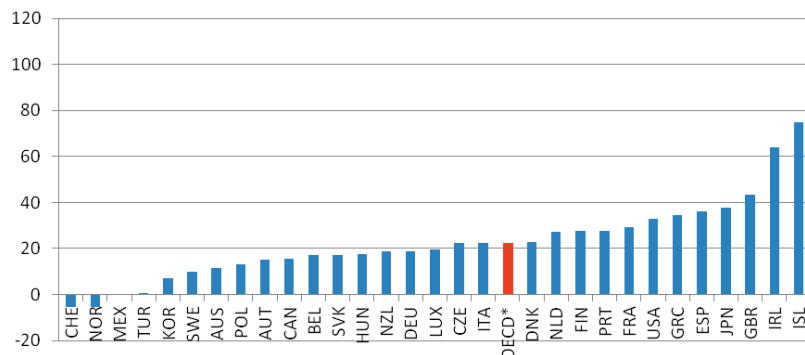
de la Nation pour l'année 2010 dont une première estimation, basée sur des données partielles et des extrapolations, avait été produite par la Banque nationale à la mi-janvier 2011.

En 2008, la Belgique affichait un déficit budgétaire de 1,2% du PIB, soit 4,13 milliards. A l'époque, l'ensemble des recettes fiscales et parafiscales représentait 43,7% du PIB, soit 168,198 milliards d'euros<sup>46</sup>. Et elles étaient en augmentation de 6,9 milliards par rapport à l'année précédente. Pour ce qui est des dépenses, on note une progression de 10,135 milliards d'euros entre 2007 et 2008 (+ 5,452 milliards pour les autres dépenses et +4.683 pour les prestations sociales). En 2008, le solde primaire (recettes – dépenses) restait positif (8,942 milliards). En 2008, les finances publiques sont exclusivement plombées du fait de la charge d'intérêts puisqu'on ne signale aucune dégradation du solde primaire.

Entre 2008 et 2009, on constate bien une diminution des recettes de l'ordre de 5,439 milliards. Les prestations sociales connaissent, sur la même période, une augmentation de l'ordre de 5,757 milliards d'euros et les autres dépenses progressent de 5,498 milliards. Ce poste "autres dépenses" recouvre, pour l'essentiel, le plan de relance de 4 milliards d'euros mis en œuvre par l'ensemble des administrations publiques belges en 2009.

La dégradation des recettes, puisque la crise a éclaté au quatrième trimestre 2008, a concerné exclusivement l'année 2009 et équivalait à un montant de 5,439 milliards d'euros. Pour ce qui est de l'augmentation des dépenses sociales, en cumulant les an-

**Figure 3. Prévion de croissance de la dette publique en pourcentage du PIB. Période 2007-11.**



Source: Davide FURCERI et Aleksandra ZDZIENICKA, OCDE, "The consequences of banking crises for public debt economic departments", Working papers, n°801, 25 août 2010, p.16.

Pour la période s'étalant entre 2007 et 2011, la progression de la dette publique des pays de l'OCDE représentera, en moyenne, un peu plus de 20% de leurs PIB. Par comparaison, la Belgique s'en tire relativement bien.

## Débat sur la dette

Un pourcent du PIB de la Belgique, cela équivaut grosso modo à 3,4 milliards d'euros (PIB belge de 2009). D'après le graphique ci-dessus, la dette publique en pourcentage du PIB belge devait, à politique inchangée, augmenter de 18,5 % sur la période 2007-2011. Soit un montant de 63 milliards d'euros. Le traitement de la crise bancaire en

ment économique et donc diminution des recettes fiscales, et parallèlement, une augmentation des dépenses résultant du versement d'allocations sociales) qu'aux dépenses pour sauver les banques privées. L'essentiel de l'endettement belge proviendrait, dès lors, des déficits et non principalement du recours à l'emprunt en vue de colmater les brèches dans les bilans bancaires. Cette thèse mérite examen.

## Place aux faits

Pour ce faire, nous examinerons les comptes de l'Etat belge. A l'heure où ces lignes étaient écrites (17 février 2011), l'Institut des Comptes nationaux n'avait pas encore arrêté les comptes

### Définitions utiles pour lire la figure 4

Solde primaire: recettes de l'année (recettes primaires) - dépenses de l'année (dépenses primaires) **hors paiement des intérêts de la dette.**

La charge des intérêts de la dette publique permet de calculer les dépenses totales. Lorsque l'on connaît les dépenses totales, on peut calculer le **solde de financement**. On parle de **besoin de financement** si le solde de financement est négatif (si les recettes sont **inférieures** aux dépenses totales) et de **capacité de financement** si, à l'inverse, les recettes sont **supérieures** aux dépenses totales et que le solde de financement est excédentaire.

nées 2008 et 2009, on en arrive à un total de 10,4 milliards pour ce volet. Par ailleurs, le plan de relance a mobilisé 4 milliards d'euros en 2009 et 2010 (total = 8 milliards). Enfin, la somme du poste "autres dépenses" amputé du plan de relance de 2009 laisse apparaître un total de 6,9 milliards d'euros. Aucun de ces postes constitutifs du budget de l'Etat n'équivalait au montant des recapitalisations bancaires (21,64 milliards d'euros).

Les estimations de la Banque nationale concernant les comptes nationaux en 2010 ne modifient pas substantiellement ces ordres de grandeur. En 2010, on a constaté, d'après la Banque nationale de Belgique, une remontée très nette des recettes fiscales et parafiscales. Elles sont revenues à leur niveau de 2007 et ont été équivalentes à 43,3% du PIB. Bref, du côté des recettes, la crise n'a plus d'effets sur les finances publiques. Pour leur part, les dépenses primaires des administrations publiques, soit les dépenses à l'exclusion des charges d'intérêts, ont enregistré une diminution de "0,6 point de pourcentage du PIB par rapport à 2009".<sup>47</sup>

### Endettement et austérité à venir

En outre, il convient de rester prudent quant aux perspectives d'endettement à moyen terme de l'Etat belge. Les chiffres auxquels la présente analyse fait référence sont basés sur

Figure 4. Finances publiques belges (2000-2009) en millions d'euros

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Ensemble des administrations publiques</i>										
<b>Recettes</b>	123.746	128.518	133.295	140.452	142.568	149.466	155.102	161.089	168.386	163.260
Recettes fiscales et parafiscales	111.675	114.988	119.384	121.325	128.577	133.824	139.348	144.909	150.679	145.359
Impôts directs	42.969	44.733	45.818	45.798	48.461	51.254	52.559	54.491	56.993	51.550
Impôts indirects	32.515	32.404	33.872	34.888	37.506	39.330	41.648	42.663	43.203	42.569
Contributions sociales effectives	35.017	36.645	38.438	39.249	40.433	41.367	42.988	45.539	48.112	49.006
Impôts en capital	1.175	1.206	1.256	1.390	2.177	1.873	2.153	2.216	2.370	2.234
Autres recettes	12.071	13.529	13.911	19.127	13.990	15.642	15.753	16.179	17.707	17.900
<b>Dépenses primaires</b>	107.235	110.754	118.250	126.240	129.859	145.219	141.996	149.359	159.944	171.336
Prestations sociales	53.896	56.652	59.791	63.276	66.741	69.446	71.362	74.915	80.542	86.234
Autres dépenses	53.339	54.103	58.459	62.964	63.119	75.773	70.614	74.444	79.402	85.102
<b>Solde primaire</b>	16.512	17.763	15.045	14.212	12.708	4.247	13.105	11.730	8.442	-8.076
<b>Charges d'intérêts</b>	16.709	16.847	15.454	14.713	13.916	13.063	12.755	12.985	13.232	12.554
<b>Dépenses totales</b>	123.943	127.601	133.704	140.954	143.775	158.303	154.751	162.344	173.177	183.889
<b>Capacité (-) / besoin de financement (-)</b>	-197	917	-409	-501	-1.208	-8.837	351	-1.255	-4.791	-20.630

Source: Institut des Comptes Nationaux, 2010

l'hypothèse d'une politique budgétaire inchangée. Or, il n'est pas un jour sans que les ténors politiques belges n'insistent sur la nécessité de procéder à une politique d'austérité impliquant une augmentation des recettes et/ou une diminution des dépenses. S'il est vrai que l'augmentation du ratio de la dette publique belge est inférieure à la moyenne des pays de l'OCDE, il ne faut pas perdre de vue que la Belgique partait d'un niveau d'endettement de départ plus élevé que la moyenne européenne.

Le ratio de la dette publique par rapport au PIB s'élève aujourd'hui à 100%. Avant la crise financière, c'est-à-dire en 2007, ce ratio était descendu à 84,2%. La crise financière en Belgique vient mettre fin à un mouvement de réduction du poids de la dette entamé en 1993. A cette époque, le ratio de la dette était équivalent à 133,6% du PIB. En 2003, ce ratio est passé sous la barre des 100% (98,5%). L'augmentation du ratio de la dette, depuis l'éclatement de la crise financière, est patente comme le montre la figure 5 ci-dessous.

La progression du ratio dette / PIB s'est effectuée à un rythme annuel de 6,05% entre 2007 et 2009. A politique inchangée, ce ratio devrait atteindre les 111% en 2014<sup>48</sup>. Cela étant, l'effort d'assainissement budgétaire à réaliser, conformément aux engagements indiqués dans le Programme de stabilité de janvier 2010 concernant la Belgique (déficit équivalent à 3% du PIB en 2012 puis retour à l'équilibre budgétaire en 2015), est considérable et portera sur 23 milliards d'euros<sup>50</sup>.

### Notes

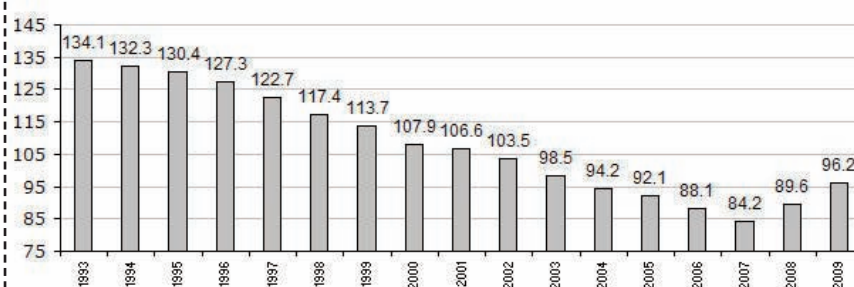
46. Site du SPF Budget et contrôle de gestion, [http://www.begroting.be/portal/page/portal/INTERNET\\_pagegroup/INTERNET\\_gezamenlijkeoverheid](http://www.begroting.be/portal/page/portal/INTERNET_pagegroup/INTERNET_gezamenlijkeoverheid) (Date de consultation du site : 13/10/10).

47. Banque nationale de Belgique, "Rapport 2010. Évolution économique et financière", p. 98. En ne considérant que les seules recapitalisations bancaires (20 milliards d'euros), nous en arrivions aux mêmes conclusions.

48. Mark HORTON, Manmohan KUMAR et Paolo MAURO, FMI staff position note, "The state of public finances: a cross-country fiscal monitor", 30 juillet 2009.

49. L'Echo, 14 septembre 2010.

Figure 5. Evolution du ratio dette/PIB en Belgique depuis 1993



Source: Royaume de Belgique, Agence de la dette, Evolution du taux d'endettement (en % du PIB)

## Le paysage bancaire belge aujourd'hui

Dans l'article de feu François Martou<sup>50</sup> que les Cahiers Marxistes ont publié en 2009, l'accent était mis sur le poids excessif que certaines banques belges avaient acquis, au fil du temps, par rapport à la richesse du pays. En 2007, KBC pesait une fois le PIB belgo-luxembourgeois, Dexia deux fois et Fortis trois fois.

Quelle est aujourd'hui la taille des banques belges? Dexia et KBC devront subir une sérieuse cure d'amalgamation imposée par la Commission européenne. En attendant, force nous est de constater que BNP Paribas Fortis, Dexia et KBC ont connu au cours de l'année 2009 des évolutions contrastées en ce qui concerne le volume de leurs bilans. Notons qu'en l'absence de données structurées et complètes concernant les comptes annuels 2010 disponibles sur le site de la banque nationale, nous nous référerons aux comptes portant sur l'exercice 2009.

Dégonflées mais...

Le poids de Dexia, par rapport au PIB de la Belgique, a sensiblement baissé. En 2007, d'après son rapport annuel 2007 remis à la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique, Dexia avait un bilan total de 604,6 milliards d'euros. Fin 2008, le bilan total de Dexia s'élevait à 651 milliards d'euros. Au 31 décembre 2009, le bilan de Dexia Banque s'élevait à 578 milliards d'euros. La crise est visiblement passée par là. Dexia, pour déterminer son exposition au risque de crédit, reprend "la valeur nette comptable des actifs du bilan autres que les produits dérivés (c'est-à-dire la valeur comptable après déduction des provisions spécifiques) ; la valeur de marché pour les produits dérivés; le total des engagements hors bilan".<sup>51</sup> Hors bilan? Le bilan ne constitue pas toujours la photographie exacte d'une banque. Souvent, des éléments hors bilan n'y sont pas présentés alors qu'ils peuvent contenir de mauvaises surprises. Dans le cas spécifique

des banques, il s'agit des produits dérivés. Le hors bilan regroupe l'ensemble des droits et obligations d'une entreprise autres que ceux qui doivent être dûment inscrits au bilan et au compte de résultat.

Dans le hors bilan, on retrouve, par exemple, des cautions pour des filiales. Exemple: dans son hors bilan, la banque XXL se porte caution pour sa filiale aux Bermudes qui emprunte deux millions de dollars pour acheter des titres subprime. Si la filiale des Bermudes n'arrive pas à rembourser le prêt, parce que le secteur immobilier US bat sérieusement de l'aile, la banque XXL devra se substituer à sa filiale, ce qui fera baisser d'autant son bénéfice avant impôts. L'exposition totale au risque de Dexia se chiffre à un total de 233,28 milliards d'euros<sup>53</sup>. Ceux qui estimaient que la crise financière de 2008 mettrait un point d'arrêt aux pratiques à risques en seront pour leurs frais.

Le bilan de la KBC qui affichait, pour sa part, 324,2 milliards d'euros à son bilan consolidé au 31 décembre 2009 n'a pas connu une baisse aussi spectaculaire que celui de ses consœurs belges. Ainsi, relèvera-t-on que le bilan de KBC avait été de 355,6 milliards d'euros en 2007 et que celui de 2008 s'élevait à 355,3 milliards. Au total, la crise financière n'aura donc pas trop pesé sur le bilan de KBC. En termes d'injections de capitaux, KBC n'aura, comme nous l'avons vu, pas été mal servie par les pouvoirs publics. Fin 2009, le risque de crédit intégrant le hors bilan de KBC s'élevait à 128,3 milliards d'euros<sup>54</sup>. Cette performance est meilleure que celle de Dexia et est comparable à celle de Fortis.

BNP Paribas Fortis, en date du 31 décembre 2009, pesait 370,2 milliards d'euros. Pour mémoire, en 2009, le PIB belge tournait au tour des 327,1 milliards d'euros. Comme on peut le constater, le bilan de Fortis a spectaculairement diminué à l'occasion de la

*"Une nouvelle crise bancaire est une éventualité. (...). En Belgique, cela pourrait prendre une tournure embêtante pour Dexia et KBC".*

(Etienne de Callatay, chief economist à la banque Degroof)

crise financière. Le démantèlement du holding Fortis ainsi que les pertes liées aux actifs toxiques de l'ex-Fortis Bank expliquent cette diminution drastique.

Parallèlement, la mise en place d'une bad bank a permis une socialisation partielle de pertes liées aux actifs toxiques de l'ex-Fortis Bank. La consultation des comptes annuels de Fortis<sup>55</sup> laisse, à ce sujet, entrevoir la persistance d'un risque lié aux opérations spéculatives menées dans le passé. En ce qui concerne les postes hors bilan de Fortis, on repèrera pour 50,8 milliards d'euros de postes constituant un passif éventuel (principalement, des cautions pour 37,5 milliards) et 74,6 milliards d'euros d'engagements pouvant donner lieu à un risque de crédit. Au total, plus de 125 milliards d'euros "hors bilan" (à comparer avec un bilan de 370 milliards) seraient susceptibles, de l'aveu même de BNP Paribas Fortis, d'affecter, à terme, les résultats de la banque.

Stress tests

Le paysage bancaire belge, au vu de ces chiffres, n'est guère rassurant. Pourtant, les banques belges (en fait, Dexia et KBC) ont été soumises à des stress tests, il y a peu, par la Commission européenne. Officiellement, tout allait bien. Prière de s'extasier! Pourtant, à l'échelle de l'Europe, le faible nombre de recalés aux stress tests (7 banques sur les 91 testées) proviendrait du fait que jamais n'a été intégrée, dans le modèle initial des stress tests, l'hypothèse d'un défaut de paiement sur sa dette de l'un ou l'autre des PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain). Du



côté de la Banque centrale européenne (BCE), on faisait valoir que "compte tenu (du) vaste plan mis en place en mai dans la zone euro (...) il serait totalement contradictoire de prendre en compte l'hypothèse d'un défaut".<sup>56</sup> Excès d'optimisme? Assurément car "les marchés" n'ont, pour leur part, toujours pas exclu l'hypothèse d'un défaut sur la dette souveraine en Europe. Début juillet 2010, la presse économique rapportait que "la Grèce était devenue le deuxième pays le plus risqué sur le plan de la dette souveraine en raison d'une détérioration de sa dette au deuxième trimestre 2010. Il y a une probabilité de 55,6% de défaut de la Grèce dans les cinq ans".<sup>57</sup> Pour s'en convaincre, il faut se référer au marché des Credit Default Swaps (CDS).

Pour mémoire, le CDS désigne un contrat d'assurance censé protéger un prêteur contre la défaillance d'un emprunteur. L'emprunteur s'acquitte d'une prime auprès d'un organisme financier qui lui a vendu le CDS. Et en cas de défaillance de l'emprunteur, cet organisme va se substituer à lui. Le profil de risque de l'emprunteur influe directement sur le niveau du taux du CDS. Moins un emprunteur présente de problèmes, moins la prime sera élevée. La prime d'un CDS correspond à un supplément d'intérêt pour le débiteur. Que constate-t-on dans le cas grec? Le coût de la protection contre un défaut du pays dans les cinq ans sur sa dette a bondi jusqu'à 1 003,4 points de base (un point de base désigne un centième de pourcent) au deuxième trimestre 2010, soit plus de 10%.

De plus, une partie seulement de la dette souveraine détenue par les banques a été soumise aux stress tests. En effet, les indicateurs retenus par le stress test concernant les expositions souveraines portaient sur le seul portefeuille de négociation des banques (trading book). Le portefeuille de négociation correspond aux "positions détenues à des fins de négociation, [c'est-à-dire] celles qui ont été prises en vue d'être cédées à court terme et/ou dans l'intention de bénéficier de l'évolution favorable des cours à court terme".<sup>58</sup>

A côté du portefeuille de négociation, on trouve le portefeuille dit de crédit qui intègre, pour sa part, les titres correspondant à des engagements à long terme d'un établissement bancaire et qui seront gardés, dans la comptabilité des établissements financiers, jusqu'à leur maturité. Au regard de ces définitions, l'enjeu relatif aux stress tests devient soudainement plus clair. Les titres correspondant à la dette souveraine des pays européens en difficulté ne trouvent plus guère aujourd'hui d'acquéreurs. La liquidité des titres grecs est, en effet, des plus faibles<sup>59</sup>. Ce dont témoigne le niveau élevé de leurs taux d'intérêt. En effet, le taux d'intérêt d'une obligation est inversement proportionnel à son prix de marché. Bref, vu les tendances des marchés concernant les obligations grecques, espagnoles, portugaises et irlandaises, il est clair qu'aucune banque n'a intérêt, aujourd'hui, à les remettre sur le marché. Voilà pourquoi il y a de fortes chances qu'elles se retrouvent dans les portefeuilles de crédit des banques. A ce titre, elles ont été passées au bleu par les stress tests<sup>60</sup>.

Lors des remous d'avril 2010 sur la dette grecque, le secteur financier belge a été chahuté. A cette époque, l'assureur Fortis baissait de 7% en une matinée, alors que KBC et Dexia enregistraient une correction de 4%. Pas de quoi être totalement tranquille.

Cela dit, après deux années particulièrement difficiles, en 2008 (avec une perte record de 21 milliards d'euros) et 2009, les banques belges commencent à renouer avec les bénéfices. Au premier trimestre 2010, elles avaient réalisé un bénéfice d'1 milliard d'euros. Les gains des banques, au premier trimestre 2010, étaient aussi élevés que durant la période 2004-2005, au demeurant, une période faste. Au premier semestre 2010, le résultat avant impôt de KBC, Dexia et BNP Paribas Fortis s'élevait à 1.686 millions d'euros<sup>61</sup>.

Cela rapporte combien?

Le retour au bénéfice est évidemment de nature à regonfler le moral des candidats qui estimeront que

l'octroi de dividendes, si la tendance bénéficiaire se maintient, allégera le fardeau des pouvoirs publics. Reste à voir si ces dividendes couvriront la mise de départ. Le bon sens voudrait que la participation de l'Etat dans le capital de KBC, Dexia, BNP Paribas et Ethias lui rapporte chaque année des dividendes permettant de s'y retrouver financièrement. Comme on va le voir, le capitalisme financier n'a rien à voir avec le bon sens. En 2008 et 2009, KBC a enregistré des pertes. Donc il n'y a pas eu de versement de dividendes en 2009 et 2010. Logique. En 2010, les comptes de KBC laissent apparaître un bénéfice de 1,86 milliards d'euros. Quel sera le retour pour les pouvoirs publics en 2011? Le montant brut du dividende sera de 0,75 centimes par action. Ce qui rapportera, aux pouvoirs publics belges, 585,6 millions d'euros. Ceci est une première pièce à verser au dossier "dividendes".

Dexia n'accordera un dividende qu'à partir de 2012. Personne n'imagine, par ailleurs, que les pouvoirs publics qui ont acheté des actions Dexia les revendent à l'avenir. Leur prix d'achat était, en effet, de 9,90 euros par action. Elles valent aujourd'hui 3,3 euros l'unité. En cas de revente, la moins-value serait considérable.

BNP Paribas a rapporté à l'Etat belge un dividende de 192 millions en 2011 (contre 167 millions en 2010 mais versés en actions). Outre les dividendes KBC et BNP Paribas, l'Etat comptait ajouter une centaine de millions d'euros aux recettes provenant de son intrusion dans le monde de la finance (bonus BNP Paribas ainsi qu'une recette provenant de Fortis Banque).

Nous avons exclus du calcul les dividendes versés sous formes d'actions dans la mesure où ils représentent un pari sur l'avenir (à cet égard, qui sait dans quel état seront les marchés financiers dans 2 ou 3 ans?) et nullement une rentrée tangible en effectifs pour l'Etat. Jusqu'à présent, les dividendes ont rapporté à l'Etat belge 777,6 millions d'euros.

Les remboursements des garanties mises en œuvre par les pouvoirs

publics pour faciliter la vie des banques du plat pays ont rapporté jusqu'à présent 501 millions de primes à l'Etat en 2009, 662 en 2010 auxquels s'ajoutent 643 prévus pour l'année 2011. Soit 1,806 milliard d'euros.

Faisons également observer que l'Etat avait enregistré des rentrées du monde financier pour 6,048 milliards en provenance, entre autres, de remboursements de prêts de la part de RPI et de Kaupthing<sup>62</sup>. Ces chiffres étaient valables pour l'intégralité de l'année 2009 et jusqu'au 1er septembre de l'année 2010. Sur ces 6,048 milliards, on retrouve 880 millions de remboursements de garanties qui ont déjà été comptabilisées. Puisqu'ils ont été comptabilisés deux fois, il faut déduire ces 880 millions des 6,048 milliards. Et l'on obtient ainsi les montants totaux que l'Etat a retirés auprès des banques qu'il a aidées, soit 5,168 milliards.

Au total, pour les années 2008, 2009 et 2010, la totalité du revenu tiré par l'Etat de ses diverses participations au système financier privé a atteint 7,752 milliards d'euros (5,168 milliards + 1,806 milliard + 777,6 millions). Soit un revenu annuel moyen de 2,584 milliards d'euros. A ce rythme, les 21,64 milliards d'euros qui ont été affectés aux recapitalisations bancaires seront amortis en un peu plus de 8 ans. D'où le recours à l'austérité pour "sauver" les finances publiques.

### Retour du crédit?

Il semble que l'activité de prêt, en Belgique, soit repartie à la hausse. Le quatrième trimestre de 2010 s'est caractérisé par un regain de l'octroi de crédits aux entreprises par les banques résidentes. En Belgique, la croissance annuelle s'est chiffrée à 5,8%, alors qu'elle affichait 3,7% au troisième trimestre. L'augmentation des volumes de crédit a été d'une ampleur similaire pour les crédits à court terme et ceux à long terme. (...) Au cours du quatrième trimestre de 2010, l'octroi de crédits par les banques résidentes aux entreprises en Belgique a continué d'augmenter, renforçant ainsi la reprise amorcée au troisième trimestre de 2010<sup>62</sup>. Dans leur ensemble, les don-

nées sur le système bancaire belge s'établissaient comme suit en 2009 et 2010 (troisième trimestre).

Cette évolution est contrebalancée, à l'actif, par une amélioration des capitaux propres qui, du 4ème trimestre

**Figure 6. Données bilantaires du système bancaire belge (années 2009 et 2010)**

(base consolidée en millions d'euros)

Rubriques du passif	2009 (4 ème trimestre)	2010 (3ème trimestre)
Dépôts	794.063	746.103
Dont particuliers	283.280	288.668
Capitaux propres	53.676	57.822
Dettes envers des établissements de crédit	167.566	183.867
Rubriques de l'actif	2009	2010 (3ème trimestre)
Prêts hypothécaires	158.327	168.539
Crédit à la consommation	16.942	22.840
Titres d'emprunts	264.693	242.348
Prêts et avances aux établissements de crédit	156.087	211.995
Total bilantaire	1.190.466	1.185.610
Rubrique du compte de résultat	2009	2010 (3 ème trimestre)
Profits	-1.215	4.408

Source : CBFA, données reprises dans le Bulletin statistique de la BNB (tableaux 13.3), 2010, pp 191-193.

Ce tableau permet d'appréhender quatre tendances du système bancaire belge tel qu'il se laissait appréhender à la fin de l'année 2010. Tout d'abord, le système bancaire belge, pris dans sa globalité, a renoué avec les profits. En 2009, le système accusait une perte de 1,2 milliard d'euros alors qu'au troisième trimestre 2010, les profits du secteur approchaient les 4,5 milliards d'euros (3,6 milliards pour les grandes banques: ING Belgique, KBC, Dexia et BNP Paribas Fortis).

Ensuite, l'activité de prêt est sensiblement plus importante qu'en 2009. Les prêts hypothécaires ont connu une progression de 7% par rapport au dernier trimestre de l'année 2009. Le crédit à la consommation a connu, sur le même laps de temps, une impressionnante progression de 35%.

Enfin, cette augmentation du crédit ne trouve cependant pas sa contrepartie naturelle dans une progression comparable des dépôts qui sont en diminution (bien que les dépôts des particuliers soient en légère hausse avec une légère progression de 2%).

2009 au troisième trimestre 2010, ont progressé de presque 8%. Par ailleurs, au passif, l'augmentation des crédits aux ménages a été compensée par une diminution des titres d'emprunt (passage de 264,693 milliards au 4ème trimestre 2009 à 242,348 au 3ème trimestre 2010). Les titres d'emprunt désignent les obligations (notamment publiques). Au 4ème trimestre 2009, les banques, paniquées par le risque, se ruiaient sur les obligations d'Etat. Un an plus tard, c'est la situation inverse qui prévaut alors que le petit monde de la finance rechigne à investir dans les obligations des Etats occidentaux qui ont été les plus touchés par la crise.

## Dexia n'aime pas les obligations de l'Etat belge

Dexia ne va guère "investir" sur l'Etat belge à l'avenir. Dexia ne sera pas preneur d'obligations émises par l'Etat belge. Pour s'en convaincre, il suffit de faire un tour sur le site de Dexia Asset Management. Dexia Asset Management (DAM), c'est le centre de gestion du groupe spécialisé dans l'analyse, la recherche et la gestion financière que ce soit pour le compte d'investisseurs institutionnels (c'est-à-dire des fonds de pension et sociétés d'assurances) et privés. DAM est un acteur de premier plan avec 79,3 milliards d'actifs en gestion. En fouillant sur le site de DAM, on peut apprendre bien des choses. Intéressant, cet aveu d'un des directeurs du centre de gestions, Wim Vermeir, qui révèle que dans sa stratégie d'investissement futur, DAM privilégiera, au détriment des obligations des pays développés (par exemple, la Belgique) les bons d'Etat des pays émergents ("emerging bonds") qui offrent un rendement de 3% supérieur aux titres issus de la dette publique des nations d'Occident. La chose fut même filmée (Références internet : [https://www.dexia-am.com/serving+you/assetallocation\\_\\_ALL\\_EN.htm](https://www.dexia-am.com/serving+you/assetallocation__ALL_EN.htm) ). De quoi donner des arguments aux partisans d'une banque publique.

Nous posions, dans une précédente analyse<sup>63</sup> consacrée aux banques et à la crise en Belgique, que l'activité de prêt aux particuliers et aux entreprises épousait, en Belgique, les flux interbancaires. Quand ces derniers sont plus faibles, les banques du plat pays ont tendance à fermer le robinet du crédit. Au contraire, quand les banques se font davantage confiance entre elles, les vannes du crédit se desserrent. Que constate-t-on en cette matière? Que les activités interbancaires des banques belges ont progressé en chiffres absolus. A l'actif, les prêts des banques belges aux établissements de crédit ont connu une

augmentation de 35,79% (211,995 milliards d'euros au troisième trimestre 2010 contre 156,087 milliards au troisième trimestre 2009). Et au passif, la dette interbancaire des banques belges se caractérise par une augmentation de 9,73%.

De nouveaux soucis en perspective?

L'embellie du crédit en Belgique, que les média ont abondamment commentée, risque, cependant, d'être de courte durée. Car les circuits interbancaires pourraient connaître de sérieuses avaries dans un proche avenir. Récemment, la Banque centrale européenne (BCE) débloquent 31 milliards d'euros de prêts d'urgence à 24 heures<sup>64</sup>. En juin 2009, la BCE procédait également à des injections massives (28,7 milliards d'euros) sur les marchés interbancaires européens. Nous étions à la veille d'un resserrement du crédit en Belgique où les banques sont particulièrement impliquées

Lorsque la BCE s'investi aussi massivement dans les réseaux de prêts interbancaires, c'est parce que des banques n'ont pas réussi à se refinancer sur les marchés de capitaux. Elles doivent, dès lors, faire appel à la BCE. Les regards des analystes se tournent, pour expliquer cette évolution, vers le Portugal et l'Irlande dont les établissements bancaires font face à de sérieuses difficultés de financement. Par effet de ricochet, les difficultés des banques portugaises et irlandaises menacent directement les finances publiques de "leurs" Etats qui pourraient être amenés, dans les semaines qui viennent, à recapitaliser leurs systèmes bancaires. Ce qui aurait pour effet d'alourdir l'endettement public de ces deux pays. Cette perspective a déjà été anticipée par les marchés qui, à la mi-février, ont fait grimper les taux sur les obligations portugaises à 7,5%.

Et ces tensions sur la dette portugaise sont de nature à déstabiliser les circuits interbancaires européens dans la mesure où elles ravivent le spectre d'une restructuration de sa dette par un des PIGS. A vrai dire, on ne voit plus guère comment l'Irlande et la Grèce

pourraient échapper à une restructuration de leur dette dans un avenir proche. Les banques qui détiendraient trop de créances sur des nations européennes insolubles seraient, dès lors, contraintes à les imputer sur leurs bilans. Il est évident que ces banques auraient bien des difficultés à bénéficier de la confiance de leurs pairs.

Et il se trouve que l'exposition des banques belges à des pays à la solvabilité douteuse n'a rien de réjouissant. Dexia, d'après le Financial Times<sup>65</sup>, aurait une exposition de 8,5 milliards d'euros aux dettes publiques grecques, portugaises et Irlandaises. L'exposition de KBC serait de 7,2 milliards. Dans le cas du banquier flamand, à ce risque s'ajoute de lourds engagements en Europe orientale, en particulier, en Hongrie.

Au total, les dettes (obligations et prêts) de l'Irlande, du Portugal et de la Grèce pèseraient pour plus 28 milliards d'euros dans les bilans consolidés des banques belges. En cas de dégradation de la solvabilité des pays d'Europe orientale, la situation serait encore plus grave puisque la dette globale de la République Tchèque, de la Hongrie, de la Pologne à l'égard des banques belges avoisinent les 63 milliards d'euros<sup>66</sup>. L'addition de ces montants donne un total de 91 milliards d'euros. C'est-à-dire 25% du PIB belge.

Alors que de nombreux doutes agitent les marchés concernant la solvabilité de pans entiers de l'Union européenne, les banques belges ne pourront pas toujours compter sur les marchés interbancaires pour se refinancer. Comme le crédit en Belgique est particulièrement sensible à l'activité interbancaire, on peut raisonnablement craindre un nouveau resserrement du crédit dans les mois à venir. De plus, dans une telle configuration, la survenance d'une nouvelle crise bancaire en Belgique n'a rien d'improbable du tout.

Ces perspectives peu réjouissantes appellent un commentaire politique. Il nous est fourni par Eric De Keuleneer, professeur à la Solvay Business School: "les politiciens sont victimes du chantage des banques et de

leur méconnaissance des rouages financiers. Ils confondent sauver les déposants et sauver les banques. Ce n'est pas même la chose. On peut protéger sans subsidier les bénéficiaires de l'autre. On a eu tort de sauver les banques sans en exiger des réformes de fond (...).<sup>67</sup> Si une deuxième crise devait frapper de plein fouet les banques belges, il faudra s'interroger sur le bien-fondé d'une politique d'internationalisation à tous crins dont les dérapages ont, jusqu'à présent, été supportés par le contribuable.

Alors que, et ce n'est peut-être pas un détail, les banques belges n'ont jamais perdu d'argent en Belgique.

#### Notes

50. François Martou, "Mais où sont passés nos liards et la confiance ?" in CM, n°239, mai-juin 2009, pp. 23-37.
51. Dexia Banque Belgique, Rapport annuel 2009, p. 24, rapport déposé auprès de la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique le 15/05/2010.
52. Ibidem, p. 30.
53. Jaarverslag 2009 van KBC, pp. 72-73, rapport remis à la Centrale des Bilans de la Banque nationale de Belgique le 26/05/2010 (comptes consolidés)
54. BNP Paribas Fortis, Comptes annuels 2009, remis à la Centrale des bilans de la Banque nationale de Belgique, 22/04/2010, p.5.
55. D'après les propos de Victor Constancio, vice-président de la BCE, cité par Les Echos, 26 juillet 2010.
56. Edition en ligne de l'Usine nouvelle, 5 juillet 2010 (URL : <http://www.usinenouvelle.com/article/la-grece-2e-pays-le-plus-risque-en-terme-de-dette-souveraine.N135185>). Date de consultation du site : 29 juillet 2010
57. Olivier PRATO, "Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation", Banque de France, Revue de la stabilité financière, N° 8, mai 2006, p.54.
58. Pour mémoire, un titre est dit liquide si l'on peut vendre ou acheter de grandes quantités de ce titre sans provoquer de trop fortes variations sur son cours. Si la Grèce arrive aujourd'hui à se financer, c'est grâce aux opérations de refinancement de la BCE qui dureront jusque fin février 2011. Après février 2011, la BCE pourrait prolonger ses conditions exceptionnelles pour les titres grecs mais aussi pour tous les titres qui n'auraient pas retrouvé assez de liquidité sur les marchés.
59. Sans compter que le taux de décote appliqué aux obligations problématiques était vraisemblablement inférieur à la réalité du marché.
60. Le Soir, 13 août 2010
61. Cours des Comptes, op.cit., p.22.
62. Banque nationale de Belgique, observation du crédit aux sociétés non financières, mise à jour tri-

*"Nous sommes reconnaissants au Washington Post, au New York Times, au magazine Time, et aux autres grandes publications dont les directeurs ont assisté à nos réunions et respecté leurs promesses de discrétion depuis presque quarante ans. Il aurait été pour nous impossible de développer notre projet pour le monde si nous avions été exposés aux lumières de la publicité durant ces années. Mais le monde est aujourd'hui plus sophistiqué et préparé à l'entrée dans un gouvernement mondial. La souveraineté supranationale d'une élite intellectuelle et de banquiers mondiaux est assurément préférable à l'autodétermination nationale des siècles passés.*

(David Rockefeller, Commission trilatérale, 1991)

mestrielle du 18 février 2011, URL : [http://www.nbb.be/doc/DO/KredObs/fr/developpements/KO\\_quarter.htm](http://www.nbb.be/doc/DO/KredObs/fr/developpements/KO_quarter.htm)

63. Xavier DUPRET, op.cit" in Cahiers Marxistes, n°241, novembre-décembre 2010, p.45.
64. L'Echo, 19 février 2011
65. Financial Times, 31 mars 2010
66. Trends tendances, 27 janvier 2011
67. Ibid.



## Pour en savoir plus

Marc François, documentaliste du Gresea

### Le Gresea et la crise

Le Gresea a mené un certain nombre de réflexions autour de la question de la crise financière. Voici quelques exemples :

Krach mondial: Genèse, mécanismes et enjeux pour la Belgique et l'Europe/Xavier Dupret; Editions Couleur livres, Charleroi, 2009; 100 p. (Coll. L'autre économie)

KBC, Dexia, Fortis: mais où sont passés nos liards ? Evolution de la crise financière en Belgique/Xavier Dupret; in: Cahiers marxistes n° 240, novembre-décembre 2010

<http://www.gresea.be/ED10XD10banksCM101015241banquesbelgesCMXD2.html>

Austère euro-relance de la crise/ Erik Rydberg, septembre 2010 - in: Revue Politique n° 66, septembre-octobre 2010

<http://www.gresea.be/ED10XD01park.html>

Sous l'aile de l'Etat. La "bad bank" de Fortis/ Xavier Dupret, janvier 2010

<http://www.gresea.be/ED10XD01park.html>

La crise derrière. La crise devant.../Xavier Dupret, décembre 2009

<http://www.gresea.be/ED09XD12crise-Revisited.html>

N'hésitez pas à consulter notre site pour y découvrir d'autres analyses réalisées par le Gresea.

La crise, les banques, les investissements socialement responsables, les finances publiques, ...

### Dans les ouvrages...

The financial crisis inquiry report. Final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States; Official Government Edition, Washington DC,

2011; 633 p.

[http://c0182732.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://c0182732.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/fcic_final_report_full.pdf)

The Financial Crisis: who is to blame?/ Howard Davies; Polity Pres, Cambridge, 2010; 229 p.

Cette fois, c'est différent: huit siècles de folie financière/ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff; Ed. Pearson, Paris, 2010; 469 p.

Le rapport Stiglitz: pour une vraie réforme du système monétaire et financier international/ Joseph Stiglitz; Les liens qui libèrent, Paris, 2010; 299 p.

Penser la crise/ Elie Cohen; Ed. Fayard, 2010, Paris; 432 p.

Economie de crise: une introduction à la finance du futur/ Nouriel Roubini et Stephen Mihm; Ed. Jean-Claude Lattès, Paris, 2010; 462 p.

La crise, quelles crises?/ Damien Millet et Eric Toussaint; Editions Aden, Bruxelles, 2009; 285 p.

### Dans les revues...

Les marchés financiers - in: Alternatives économiques Hors-série n° 87, 1er trimestre 2011

Le risque systémique. Repenser la finance - in: Revue d'économie financière (Association d'économie financière) n° 100, décembre 2010; 316 p.

Les Etats et le pouvoir des marchés - in: Esprit n° 370, décembre 2010; 238 p.

Quelle croissance pour demain? - in: Problèmes économiques n° 3006, 10 novembre 2010

Crises financières: les leçons de l'histoire - in: L'Economie politique (Alternatives Economiques) n° 48, octobre 2010; 112 p.

La crise mondiale - in: Revue internationale du Travail n° 2, juin 2010 (Numéro spécial)

Des bulles aux boules de neige, le capital (2) - in: Cahiers Marxistes n° 240, mai-juin 2010

<http://www.cahiers-marxistes.be/cahier/240/des-bulles-aux-boules-de-neige-le-capital-2>

Crise financière, crise économique: la solidarité comme unique alternative au capitalisme/ Jean-François Ramquet (Secrétaire régional Liège-Huy-Waremme) - in: D'autres repères (FAR) 27 mai 2010

<http://www.dautresrepere.be>

Le capitalisme en questions - in: Problèmes économiques n° 2994, 28 avril 2010 (numéro spécial)

'The Crisis' and the Crises of Global Capitalism: challenges for, and alternatives from 'the South'/ Dot Keet - in: TNI Working Paper, March 2010

<http://www.tni.org/paper/global-capitalism-challenges-and-alternatives-south>

Financial crisis: reflecting on reforms amidst new threats - in: Third World Resurgence n° 234, February 2010

The world crisis and beyond: building a new global solidarity/ Rosa Luxemburg Foundation Brussels Office - in: Newsletter 01/2010

<http://www.tni.org/sites/www.tni.org/files/download/worldcrisisandbeyond-summary.pdf>

The Root of the Financial Crisis: a dearth of knowledge at the nexus of decisions/ Arnold Kling - in: Policy Review, December 2009 & January 2010

<http://www.hoover.org/publications/policyreview/72903637.html>

Crise financière: un an à peine, un an déjà (Journée d'étude d'actualité politique, LLN, 7 novembre 2009) - in: Les Cahiers du CIEP n° 7, novembre 2009

La crise: malheurs du Sud - in: Informations et commentaires. Le développement en question n° 148, juillet-sep-

tembre 2009

La crise secoue l'Europe - in: Finances & Développement (FMI) juin 2009

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2009/06/pdf/fd0609f.pdf>

Nul avec bulles, le capital - in: Cahiers Marxistes n° 239, mai-juin 2009

<http://www.cahiers-marxistes.be/cahier/239/nul-avec-bulles-le-capital>

Crise: la faute à la finance? - in: Problèmes économiques n° 2963, 21 janvier 2009

Quelle banque après la crise? - in: Problèmes économiques n° 2960, 10 décembre 2008

Quelles leçons tirer de la crise financière/ Serge Wibaut - in: Regards Economiques (Ires-UCL) n° 64, décembre 2008

<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>

The Impact of the Financial Crisis: 21 thinkers, academics and policymakers from

14 developing countries present snapshot views of how the financial crisis is affecting their countries. Compiled and analysed by the Globalisation Team at the Institute of Development Studies (UK), November 2008

<http://www.ids.ac.uk/go/financial-crisis-impact>

### Sur Internet...

La finance pour tous - <http://www.lafinancepourtous.com>

Financité, ensemble changeons la finance - <http://www.financite.be>

Institut belge des finances publiques - [http://www.ibfp.be/publications/Publication\\_det.php?lang=fr&IS=63&Key-Pub=333](http://www.ibfp.be/publications/Publication_det.php?lang=fr&IS=63&Key-Pub=333)

The global financial crisis and developing countries (Overseas Development Institute project) - <http://www.odi.org.uk/work/projects/details.asp?id=1041&title=global-financial-crisis-developing-countries>

Crise-économique.eu - Pour tout savoir sur la crise économique - [http://crise-](http://crise-économique.eu)

[economie.com](http://economie.com)

Crise-financière.be - Le baromètre belge de la crise financière - <http://www.crise-financiere.be/>

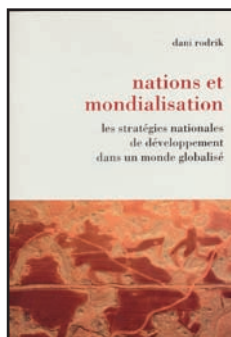
La Cour des comptes de Belgique - <http://www.ccrek.be/FR/>

Banque nationale de Belgique - <http://www.nbb.be>



**Jacques Moden, "Les privatisations en Belgique. Les mutations des entreprises publiques 1988-2008", Crisp, 367 p., 2008, 24,50€**

Une des raisons de la crise bancaire belge trouve son origine dans les années 90. A cette époque, la privatisation des entreprises publiques battait son plein en Europe. Grâce au recul qu'offre l'ouvrage bien documenté de Jacques Moden, on s'aperçoit que ce mouvement a également été intense en Belgique. Tout spécialement en ce qui concerne les institutions publiques de crédit (IPC). Pourtant, au début des années nonante, personne, en Belgique, n'a officiellement envisagé la privatisation des IPC comme une solution à un certain nombre de problèmes (faible rentabilité, part de marchés en recul constant, endettement de l'Etat). C'est ainsi que la loi du 17 juin 1991 portant sur l'harmonisation du contrôle et des conditions de fonctionnement des établissements de crédit confirme pleinement le caractère public de certaines banques belges. En définitive, la volonté politique a fait défaut tant et si bien que les arrêtés d'application de la loi de 1991 n'ont jamais été adoptés. Et, à l'aube du nouveau millénaire, toutes les institutions bancaires publiques belges étaient privatisées. Il aura à peine fallu une décennie pour que la facture salée de cette politique revienne au citoyen. (XD)



**Dani Rodrik, "Nations et mondialisations. Les stratégies nationales de développement dans un monde globalisé", Ed. La Découverte, 190 p., 2008, 22,65€**

A la suite de la crise financière, on a assisté à une réhabilitation des courants hétérodoxes en économie. A la faveur de ce regain d'esprit critique, la mondialisation est de moins en moins considérée comme l'horizon inéluctable de l'évolution économique. Cela équivaut à réhabiliter l'échelon national comme espace de manœuvre politique indispensable pour, comme l'indique l'auteur, mener des politiques de développement permettant la création d'emplois à forte productivité. A cet égard, il est frappant de constater qu'au cours des années 80 et 90, les pays d'Amérique latine ont davantage déréglementé, privatisé et libéralisé que les Etats d'Asie de l'Est sans pour autant connaître la croissance et le développement industriel de ces derniers. En prenant la mesure de la désindustrialisation qui a accompagné, dans les pays dits développés, le développement hypertrophié de la finance, on ne peut s'empêcher de penser que les propos de l'auteur visent, en définitive, un modèle de mal-développement devenu universel. (XD)



**Cahiers marxistes, "Rosine Lewin (1920-2010). Un témoignage. Congrès Marx International VI", n°241, 215 p., novembre-décembre 2010, 8€**

Edition particulière que ce numéro 241 des Cahiers Marxistes (dont un membre du Gresea fait partie du comité de rédaction) dans la mesure où elle est consacrée à deux thématiques fort différentes l'une de l'autre. Tout d'abord, il y a cet hommage à Rosine Lewin (1920-2010). A cette militante que l'on ne présente plus, les Cahiers Marxistes, revue dont elle fut rédactrice en chef de 1974 à 1989, laissent, une dernière fois, la parole. A travers un témoignage datant de novembre 2003, Rosine Lewin retrace son parcours militant et revient sur les certitudes et les doutes qui ont animé sa vie de combats. On recommandera ce texte aux générations montantes pour qu'elles puissent se faire une idée de ce que fut la gauche du temps jadis. Connaître ses racines, cela peut être important si l'on veut développer un projet de société alternatif. Telle est la portée théorique de ce texte et ce n'est pas négligeable. Enfin, ce numéro reproduit les interventions au colloque Marx International VI (qui s'est tenu du 22 au 25 septembre 2010 à l'Université Paris X) de différents contributeurs habitués aux colonnes des Cahiers. Perseverare diabolicum. (XD)



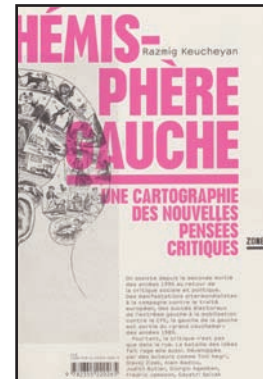
**"La transparence en droit des sociétés et en droit financier", Yves De Codt & Gaëtane Schaecken Willemaers, Editions Larcier, 2008, 381 pages, 72 euros.**

Sujet de prime abord rébarbatif que celui-ci, et étranger aux préoccupations de la "société civile" ! Là, en jugeant ainsi, on commettrait une erreur, tant le droit des sociétés joue aujourd'hui le rôle d'avant-garde dans les formes juridiques qui s'imposent à tous. Voir l'égalité des chances, qu'on sait devenue une norme dans nos démocraties de marché: elle est invoquée dans une directive européenne sur les marchés publics où la transparence doit... garantir l'égalité des chances entre les investisseurs. Plus éclairant: la marginalisation des assemblées générales qui, d'avoir été le "pouvoir suprême" de la société anonyme, s'est trouvée, par directive européenne (transposée en 1973 en Belgique), reléguée au rang d'une feuille de vigne: chambre d'entérinement des décisions du conseil d'administration, bénéficiaire du hold-up. On a vu la même chose dans les ONG, elles ont été amenées à singer les SA (nouvelle loi sur les ASBL, 2002). Ce mouvement a été suivi d'un deuxième, non moins symptomatique. Car l'AG décapitée s'est ensuite vue invitée à devenir plus "participative" au nom d'une meilleure "gouvernance", concept né dans le monde anglo-saxon de la Bourse et, plus particulièrement, chez les investisseurs dits institutionnels qui, par ce biais, cherchent à renforcer leur pouvoir. Même évolution dans les ONG où le pseudo-participatif s'efforce de copier désormais le texte original. A lire pour ne pas mourir idiot, comme on dit. (ER)



**"L'effet sablier", Jean-Marc Vittori, Editions Grasset, 2009, 116 pages, 9 euros.**

"Les classes moyennes vont disparaître, en tant que groupe social dominant" Tel est le sujet de ce petit essai dû à l'éditorialiste du journal financier français Les Echos. En passant, voilà qui fait sourire, car autant l'existence d'une "classe moyenne" fait-elle partie des idées reçues, autant se refuse-t-elle de poursuivre la logique jusqu'au bout qui posera un au-dessus et un au-dessous de la moyenne, donc des classes "inférieures" et des classes "supérieures". Cela étant, l'écrasement – l'effet sablier du titre du livre – de la classe "ni-pauvre, ni-riche" et sa paupérisation ne font pas de doute. Au début de 2011, la presse faisait état de l'explosion, aux Etats-Unis, du nombre de candidats aux formes modernes de soupe populaire: 44 millions d'Américains y ont recours pour un total de 59 millions qui y ont droit, soit un Américain sur cinq, du jamais vu depuis que ce programme d'assistance alimentaire existe – et ce sont, de plus en plus, les "classes moyennes" qui y font appel. Chez Vittori, cependant, peu de chiffres – et beaucoup d'imagination: pour lui, on assisterait à une forme de nouvelle sélection naturelle, l'économie de la "connaissance" conduisant à la précarisation des masses (non qualifiées) au profit d'une élite des "plus aptes", flexibles, individualisés à l'extrême, ils ne visent pas un plan carrière, ils fonctionnent à haut rendement sur une infinité de projets, c'est un retour, si on veut, au travail à la pièce: que les meilleurs gagnent. Vittori salue l'évolution comme un progrès et c'est ce qui fait tout l'intérêt – idéologique – de l'interprétation. (ER)



**"Hémisphère gauche – Une cartographie des nouvelles pensées critiques", Razmig Keucheyan, Editions La Découverte, coll. Zone, 2010, 317 pages, 21 euros.**

Ce panoramique des "pensées critiques" se distingue – insistons d'emblée – par la richesse de son catalogue (avec quelques omissions remarquables cependant, tels Dominic Losurdo ou Michel Husson). La compilation mérite de figurer dans la bibliothèque que se doit de constituer, et de consulter, l'honnête homme de gauche – même si, là déjà, une première ambiguïté risque de désarçonner plus d'un car, à ranger ensemble des penseurs au seul motif qu'ils élaborent un point de vue "critique" brouille les repères permettant de guider une analyse historique de la gauche, propos affiché de Keucheyan. Gênante, aussi, dans cette histoire des "idées" est la manière avec laquelle ces dernières dérivent comme des particules en suspension, sans rapport avec les conjonctures historiques qui les ont fait naître: elles vont et viennent, sans raison apparente sinon pour faire écho à ce qui fait fonction d'ossature dans la démonstration de Keucheyan: la "défaite" de la gauche, durable après "l'offensive néo-libérale" de Thatcher & Reagan (dont l'origine n'est pas plus investiguée: elle "tombe" du ciel comme ensuite les "pensées critiques"). Mais Keucheyan est donc sociologue, pas un historien, il remplit son carnet de notes d'observations pour ensuite en dresser la chronologie. Cela n'enlève rien à l'intérêt du livre qui, pour beaucoup, sera source de découvertes et d'ouverture du champ de vision. C'est à lire – avec un regard "critique". (ER)