HAL
open science

Où va la bourse française ?

Laurent Ruet

To cite this version:

Laurent Ruet. Où va la bourse française ?. Ius Inter Gentes, Revista de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales, 2014, pp.277. hal-01464370

HAL Id: hal-01464370

https://hal.parisnanterre.fr/hal-01464370v1

Submitted on 5 Dec 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

DERECHO BURSÁTIL

7

RUET, Laurent
Où va la bourse française?
¿Adónde va la bolsa de valores francesa?

Où va la bourse française?

Dr. Laurent Ruet(*)

« Entre vente et achat, une faute s'introduit »
L'Ecclésiastique, chapitre 27 verset 4

1. Tout un chacun

La Bourse française est malade, et la France est malade de sa bourse. D'aucuns ajouteraient que l'homme malade de l'Europe, c'est la France. Les gens n'en ont guère conscience, mais tout, dans leur vie, dépend de l'activité des sociétés cotées en bourse, en est tributaire, et se trouve régi par leurs évolutions, et si ce n'est pas le cas, cela signifie qu'ils sont complètement exclus de la société et du progrès tel qu'on l'entend de nos jours. Ce qu'ils boivent, ce qu'ils mangent, ce qu'ils lisent, ce qu'ils écoutent, leurs distractions, leurs réseaux sociaux, leurs vacances, leur travail, leurs impôts, tout dépend directement ou indirectement des produits, services et résultats des sociétés cotées en bourse, donc de la bourse elle-même. Quelques exemples: l'eau du robinet, l'eau en bouteille, les alcools forts, le tabac, les yaourts, les courses au supermarché pour s'alimenter, les soins corporels, les déplacements, en métro, en train, en voiture, sur autoroutes, en bateau, en avion, la musique, le téléphone, l'ordinateur, internet, la télévision, le cinéma, tous les divertissements, la publicité, l'énergie, quelle que soit sa source, pétrole, gaz, charbon, nucléaire, électricité, la société de consommation, la société de communication, la société de divertissements, le droit au compte bancaire, la couverture santé, les médicaments, le financement des retraites, l'accès au crédit, donc à l'immobilier, la plupart de ces produits et services sont couverts et réalisés par des sociétés cotées en bourse et uniquement par elles. Ils l'étaient, en France, en tout ou partie, il y a seulement quelques années encore, par le service public. Une sorte de service public universel, donc. La Bourse est ainsi devenue une sorte de service public des temps modernes.

Si leur vie en général, sa qualité, ses perspectives, dépendent à ce point de la bourse, les gens devraient se préoccuper de son fonctionnement, de son évolution, de son avenir prévisible, car cela les affectera directement; ils ne devraient pas s'en désintéresser. Or, tel n'est pas le cas. La plupart des gens ignorent complètement ce qu'est devenue la bourse, comment elle fonctionne, pourquoi la bourse française s'est effondrée depuis 13 ans, sans rétablissement aucun (courant 2013, il faudrait une hausse moyenne de 90 %, simplement pour effacer les pertes moyennes depuis 2000), au contraire des autres grandes places mondiales (les USA au plus haut historique, le Japon depuis 2013, avec une hausse de 80 % en 6 mois, la Chine, l'Allemagne au plus haut historique, l'Angleterre elle aussi au plus haut historique), et l'absence de débats publics sur les causes premières de la crise permet aux mécanismes qui ont rendu possible la ruine générale de subsister et de générer d'autres destructions. Ce dont les gens ont conscience, c'est un mauvais souvenir, lié à 1929, et une inquiétude, lié à la crise actuelle. Entre les deux, il y a toute une évolution, qu'il importe de décrire. Au-delà de la crise actuelle, il y a un après, dont le contenu dépendra des choix faits par le pouvoir politique.

2. Un mauvais souvenir

Dans l'imaginaire commun des habitants de la terre, il existe un écho d'une peur liée au krach de 1929. Visuellement, ce sont des corps qui tombent des buildings, des cohortes de gens en guenilles faisant la queue pour la soupe populaire, les exodes sur les routes, puis la seconde guerre mondiale, et près de trois décennies pour se remettre du choc créé par 1929. Au lendemain du krach, très rapidement, les autorités américaines analysent les causes de la crise et les facteurs aggravants. Ils en discernent plusieurs, et prennent des lois afin d'empêcher, pour l'avenir, qu'un tel scénario se reproduise. On peut en citer au moins deux, le Federal Securities Act et le Glass Steagall Act en 1933. L'un prévoit de sévères peines de prison pour combattre les manipulations de cours, tout en posant des limites aux techniques de spéculations à la baisse, l'autre impose aux banques la division des risques, avec un adage célèbre, un métier, une règle, une autorité. La France imitera les USA, notamment pour l'adage un métier, une règle, une autorité. La réaction est de nature juridique, ce sont de mauvaises règles de droit combinées avec le refus des autorités de l'époque d'injecter des liquidités dans le système pour éviter les faillites bancaires en chaîne qui ont contribué à la naissance de la crise, puis à son aggravation. Lorsqu'il est avéré que les règles du jeu sont mauvaises (on juge un arbre à ses fruits), on les change, on les réécrit, pour tirer les leçons du passé, on accepte de se remettre en cause, on accepte de reconnaître ses erreurs.

3. La mise en place progressive de nouvelles règles juridiques qui débouchent sur la crise actuelle

Les règles de droit gouvernant le fonctionnement de la bourse française ont connu un bouleversement total depuis la fin des années 1980, de sorte qu'il n'est plus possible de comparer la crise actuelle avec les crises du passé. Les règles ne sont plus

(*). Professeur à l'Université Paris X Nanterre La Défense et Directeur du Master 2 professionnel Contentieux des affaires. Titulaire d'une thèse de doctorat en droit soutenue en 1989 à l'Université Paris 2 Panthéon-Assas sur Les créances en droit international privé, universitaire depuis 1987, praticien et consultant pour plusieurs cabinets pendant près de 20 ans, Laurent Ruet compte une bibliographie fournie, avec 4 livres, et environ 140 publications auprès de 18 éditeurs et revues différents, couvrant des champs de recherches variés en droit civil, droit nobiliaire, droit processuel, droit commercial, droit international, droit bancaire et droit des marchés financiers. Il a aussi donné un certain nombre de conférences, notamment au Tribunal de commerce de Paris, au Grand Hôtel Westminster rue de la Paix à Paris, et dans le cadre du centre de recherche de droit civil de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne sur l'œuvre de René Girard.

les mêmes, et certains interdits ont été supprimés dans les années 2000 (suppression de l'interdiction des put warrants sur actions françaises en 2001; suppression du Glass Steagall Act en 1999). Tout a changé : la nature de la bourse, qui n'est plus un lieu, mais devient à partir de 1999 une personne, qui se cote elle-même en bourse ; la conception même du fonctionnement de la bourse, du calcul du cours de bourse, la France ayant renoncé en 2004, à cause de la Directive dite MIF (Marchés d'instruments financiers) du 21 avril 2004, entrée en vigueur en 2007, à sa conception pluriséculaire du type de confrontation des ordres de bourse, abandonnant la cotation par les ordres (nécessitant leur concentration en un lieu unique, qui garantit la justice du prix) au profit de la cotation par les prix, qui correspond au modèle anglais. L'autorité de contrôle de la bourse, devenue en France en août 2003 une autorité très puissante, qui concentre toutes les fonctions: création des règles, fonction de surveillance, de poursuites, et de sanctions, en quelque sorte un cumul des fonctions réglementaires, de police et de justice. L'autorité de contrôle française, appelée AMF (Autorité des marchés financiers, fusion de plusieurs autorités précédentes, dont la célèbre Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers) est financée par ceux qu'elle doit contrôler et par les produits les plus spéculatifs. Mieux encore, le règlement de l'AMF autorise expressément ses membres à fixer eux-mêmes la rémunération qu'ils se versent. On ne sera pas surpris d'apprendre que l'AMF a été condamnée à plusieurs reprises par le Conseil d'État, en 2007, pour violation des droits de l'homme et défaut d'impartialité. Quelle confiance le public peut-il alors placer dans une autorité chargée de les protéger, alors qu'elle est financée par ceux qui spéculent à la baisse et qui détruisent l'épargne publique?

Plus radicalement, de nouvelles erreurs sont commises. Les USA, sous l'influence du Président G. W. Bush et de l'ancien président de la FED, M. Alan Greenspan, décident d'abandonner les règles posées par le Glass Steagall Act, la division des risques au sein des banques et l'adage un métier, une règle une autorité. Cette erreur contribuera fortement à emporter dans la débâcle les banques américaines en 2008. Ensuite, les USA, toujours sous l'impulsion de M. Greenspan, se mettent à pratiquer une politique d'argent bon marché, qui permet aux fonds spéculatifs (hedge funds, ou fonds de couverture) de s'endetter sans compter et de mettre en place des opérations à effet de levier colossaux. Les USA, l'Union européenne, la France, se mettent à favoriser la création en masse de produits titrisés (les fameux subprime, dans le jargon américain), et, en France à partir de 2003, leur diffusion auprès du public via la gestion collective (assurance-vie, sicav monétaires, obligataires, actions) devient colossale.

Mais surtout, à partir de la fin des années 1990, apparaissent de nouvelles techniques de spéculation, de nature uniquement juridique, à très fort effet de levier, qui ne pouvaient exister auparavant à cause de l'absence des modèles mathématiques, et de leur découverte progressive (les algorithmes). Là réside l'un des aspects du problème: l'existence de la vente dite à découvert, combinée aux marchés dérivés. La vente dite à découvert consiste à vendre x fois le bien d'autrui. Si on vend ce qu'on n'a pas, on vend nécessairement le bien d'autrui. Or, selon le Code civil français, la vente de la chose d'autrui est normalement interdite et frappée de nullité [1]. La loi économique de l'offre et de la demande se trouve nécessairement affectée par de telles règles juridiques, qui permettent et favorisent la manipulation des cours. En France, l'effet de levier maximum est de x 5 sur le Cac 40 (marché réglementé). On peut donc vendre 5 fois le bien d'autrui, sans l'avoir, ce qui provoque nécessairement la baisse du cours de bourse, sans jamais que le rachat compense la baisse (il faut une hausse de 100 % pour compenser une baisse de 50 %), sauf hypothèse rare d'un corner, où les titres vendus sont plus nombreux que les titres en circulation. En permettant de tels agissements contra legem, le législateur ne tient aucun compte de la mise en garde de la Bible: « Entre vente et achat, une faute s'introduit » (L'Ecclésiastique, chapitre 27 verset 4).

4. La légalisation des produits dérivés pour spéculer à la baisse

Enfin et surtout, le législateur français commet fin 2001 une erreur étonnante, avec la loi dite Murcef du 11 décembre 2001: il se met à favoriser la spéculation à la baisse en levant l'interdit qui pesait depuis toujours sur les put warrants, des produits dérivés qui permettent de spéculer à la baisse contre les sociétés françaises, sans aucun objectif de couverture de l'actif sous-jacent[2]. En clair, dès le début de l'année 2002, les banques du monde entier inondent la France de produits cotés sur les marchés dérivés, appelés put warrants, à très fort effet de levier (x 10, x 30, x 100 etc), qui permettent aux spéculateurs de lancer contre les sociétés françaises des attaques à la baisse très violentes, sans aucun objectif de couverture. Le choc est d'autant plus violent que le Japon adopte des règles en sens inverse au même moment[3]. La sanction a été immédiate et brutale pour tout le pays: le Cac 40 perd 50 % en quelques semaines seulement, début 2002, soit bien après la bulle dite internet (début 2000), et bien avant la guerre en Irak (2003). La bourse française commence à baisser en 2000. En mars 2009, elle est revenue au niveau de 1994, plus d'une décennie étant ainsi détruite. En avril 2013, la bourse française continue de se traîner très en dessous de son plus haut historique, une hausse de 90 % étant nécessaire pour effacer les pertes moyennes depuis 2000, alors que les autres grandes places volent de records en records (le Dow Jones à Wall Street, le Dax en Allemagne, le Footsie à Londres… par exemple, courant mai 2013, on note la 20ème séance de hausse en Allemagne, la 15ème

1. Article 1599: « La vente de la chose d'autrui est nulle: elle peut donner lieu à des dommages-intérêts lorsque l'acheteur a ignoré que la chose fût à autrui ».
2. Nous avons commenté à l'époque le projet de loi, en écrivant que si cette loi passait, ses effets seraient très destructeurs pour l'économie française en général; v. notre article Commentaire du projet de loi dite murcef. In: Bulletin Joly Bourse, juillet 2001. p. 339.
3. Sur ce lien, voir notre article Du principe de rivalité. In: Dalloz, 2002. p. 3086.

hausse consécutive à Londres, le FT-100 revenant à son zénith absolu de janvier 2000, des records historiques battus à Wall Street; une telle série haussière n'a jamais été observée en 210 ans d'histoire du marché britannique, non plus que 4 semaines de hausse sans consolidation à Francfort, source Cercle finance). Les dégâts causés par cette réforme absurde ont été démultipliés par une autre réforme, mise en œuvre à la même époque: retenir comme valeur, pour les fonds propres, non pas la valeur d'actif net, mais le cours de bourse au jour le jour. Il fallait être irresponsable pour combiner cette méthode d'évaluation avec la faveur envers la spéculation à la baisse. Les effets ont été terribles pour les banques et les assurances, à cause des ratios de solvabilité. La combinaison de ces règles a entraîné mécaniquement leur insolvabilité, avec l'obligation de les recapitaliser massivement, mais en pure perte, puisque la cause, la spéculation à la baisse n'était pas traitée. Un seul exemple permet de comprendre l'ampleur du désastre, le Crédit Agricole, qui, pour 64 milliards d'euros de fonds propres, ne valait, en bourse, qu'environ 20 milliards d'euros, pour un cours de 9 euros. Cette banque a fini par voir son cours de bourse tomber à 3 euros pendant l'été 2012, alors que le plus haut historique avait été de près de 30 euros en 2007. Les gens ont ainsi raison d'être inquiets.

5. L'inquiétude liée à la crise actuelle et ses conséquences fiscales

Les sociétés françaises attaquées en bourse depuis la fin 2001 se sont défendues comme elles l'ont pu: multiplication des plans sociaux de licenciements, délocalisations des sites de production, réduction des dépenses de recherche-développement, évasion fiscale grâce au droit européen et la jurisprudence de la CJUE, perte de compétitivité (voir encore un rapport de l'OCDE du 19 mars 2013 sur le sujet), utilisation des bénéfices pour racheter les actions émises afin de les détruire, le capital qui se détruit lui-même. Les recettes fiscales directement liées à la bourse se sont logiquement effondrées. En temps normal, jusqu'en 2000, la bourse française rapportait directement à l'État français 1,5 point du PIB (pour des taux de prélèvement raisonnables, de l'ordre de 16,9 %, bien inférieurs au niveau actuel), soit environ 30 milliards d'euros par an pour un PIB annuel actuel de 2000 milliards d'euros. Or, depuis 13 ans, la bourse française est en baisse, de près de 7000 points en septembre 2000 à 3600 points courant avril 2013. Le pays ne s'est jamais remis de l'effondrement de sa bourse, qui commence fin 2000. Le désastre fiscal lié à l'effondrement de la bourse, qui dure depuis 2000, est rendu d'autant plus rude, pour l'État et les régions, qu'il se double à présent d'une correction des placements immobiliers. Cette évolution néfaste est d'autant plus paradoxale que les bénéfices de sociétés du Cac 40 (la principale bourse française) ont explosé sur la même période : 15 milliards d'euros en 1997 pour un Cac 40 à moins de 3 000 points, 100 milliards d'euros après impôts en 2007, pour un Cac 40 à 5400 points en septembre, 87 milliards en 2010, pour un Cac 40 qui tombe dans l'année en dessous de 3500 points, 78 milliards en 2011, pour un Cac 40 qui tombe dans l'année à 2600 points. En raison de l'accumulation des pertes et de leurs conséquences fiscales sur le budget de l'État, la France décide alors en 2012 et 2013 de les fiscaliser.

6. La neutralisation fiscale partielle des pertes liées à la bourse

Normalement, les pertes en bourse ne sont pas imposables, et lorsqu'elles sont prises, c'est-à-dire lorsque des ventes à pertes au comptant sont passées, en droit français, les pertes sont reportables en totalité pendant 10 ans sur les bénéfices futurs. Les exemples cités plus haut fournissent des repaires sociologiques quant à leur importance. L'effondrement vertigineux par son ampleur et par sa durée de la bourse française depuis 13 ans pèse ainsi très lourdement sur les recettes fiscales de l'État. Se cacher cette vérité, se refuser à l'admettre depuis 13 ans, ne change rien à l'affaire. On n'impose pas les pertes… Lorsque l'État s'est résigné à prendre seulement une partie de ses pertes liées à l'effondrement de France Télécom, dont il est le principal actionnaire, tout en se désintéressant complètement de son sort (l'action est passée de 220 euros en 2000 à… 7 euros en 2013), cela a provoqué des pertes historiques dans les comptes de la Caisse des dépôts et consignations et dans le Fonds stratégique d'investissement en 2012. En d'autres termes, le traitement fiscal des pertes pèse sur les recettes fiscales de l'État. Mais plus depuis 2012 et 2013. Car à présent, les pertes sont fiscalisées, directement et indirectement. Dans l'État français actuel, non seulement l'impôt sur les bénéfices est payé deux fois par les actionnaires, de manière totalement illicite [(4)], mais, qui plus est, l'État français impose directement et indirectement les pertes. Il n'y a pas un seul État au monde, mise à part la France, qui maltraite à ce point l'investissement en capital. C'est la nouvelle doctrine du perdant-perdant (les gains éventuels sont imposés au-delà de toute raison ; les pertes ne sont plus prises en compte pour leur montant réel, voire même pas du tout prises en compte). Le premier ministre est ainsi allé en février 2013 jusqu'à refuser rétroactivement, en dépit de la parole donnée, à la banque Crédit agricole la prise en compte d'une perte de 840 millions d'euros, par application d'un amendement à la loi des finances pour 2012 afin de restreindre, voire d'interdire, la possibilité de déduire les moins-values à court terme résultant de la cession de titres, reçus en contrepartie d'un apport au profit d'une filiale en difficulté (ici la banque grecque Emporiki, cédée pour un euro symbolique en 2012 après recapitalisation). Un recours est pendant devant le Conseil d'État. Pourquoi aller prendre des risques importants pour ensuite être traité fiscalement de la sorte? Autant aller voir ailleurs. En ce sens, on apprenait début juin 2013 que l'attractivité de la France est "en perte de vitesse" et que la France a accusé un recul important de 13 % des implantations internationales en 2012 contre une moyenne de 3 % sur 44 pays d'Europe, selon un baromètre du cabinet d'audit Ernst and Young. Le déclin est encore plus marqué en termes d'emplois, avec une baisse de 20 %, selon les résultats de la 12e édition intitulée "France : dernier rappel". Ce n'est que la conséquence logique d'une politique fiscale sur le

4. Voir notre article De l'illégalité de la suppression de l'avoir fiscal. In: LPA, 2006, n° 65. p. 4.

capital devenue irresponsable et repoussante. En lésant à ce point les intérêts des investisseurs, c'est le bien commun que lèsent les politiques français. Comme l'écrit pertinemment Raymond Aron, à propos de l'œuvre de Durkheim, «… le socialisme exprime des protestations ou des revendications de la classe ouvrière mais le problème social ne se réduit pas au malheur et aux espoirs de la classe ouvrière »[5]. Ce n'est pas le nombre qui dicte la clé de la justice.

7. L'imposition directe des pertes en bourse

L'imposition directe passe par la taxe sur les transactions financières, dont la mise en place est progressive. L'investisseur qui en a assez d'attendre depuis 13 ans un rétablissement hypothétique de la bourse française, et qui liquide son portefeuille à perte (plusieurs millions de particuliers sont sortis de la bourse récemment en vendant à perte la totalité de leurs portefeuilles) risque de devoir payer la taxe sur les transactions financières. Cette taxe s'applique sur les transferts de propriété, ce qui signifie qu'elle ne s'applique pas sur les opérations en service de règlement différé. Elle porte pour l'instant sur l'achat d'actions françaises cotées à Paris, dont la capitalisation dépasse 1 milliard d'euros. Son taux, au départ fixé à 0,1%, a été doublé le 1er août 2012. Mais les investisseurs se sont rapidement adaptés, soit en arrêtant de placer leur argent sur les actions françaises concernées, soit en achetant des produits dérivés, qui répliquent la performance des titres mais échappent à la taxe. Le projet controversé de taxe à l'échelle européenne élargit le domaine d'application, puisque toutes les transactions sur instruments financiers sont censées être affectées.

8. L'imposition indirecte des pertes en bourse

L'imposition indirecte des pertes, qui date de l'année fiscale 2013, est encore plus choquante. Plus les pertes seront anciennes (la bourse française s'effondre depuis 13 ans), plus leur montant pris en compte fiscalement par rapport aux gains éventuels sera plafonné. Les pertes sont donc indirectement fiscalisées en ce qu'elles ne viennent plus s'abattre pour leur totalité sur les gains éventuels. Plus la perte sera ancienne, moins son montant fiscal pris en compte sera important. La part plafonnée est donc bien fiscalisée.

Techniquement, le système est le suivant. La loi de finances du 29 décembre 2012 pour 2013 a mis en place un régime fiscal faisant de la France le pays le plus hostile au monde en matière de fiscalité sur le capital. Non seulement les bénéfices sont imposés deux fois (une première fois à 34 % auprès de la société émettrice, une seconde fois jusqu'à près de 70 % auprès de l'actionnaire pour le dividende distribué), contrairement au principe d'égalité devant l'impôt, mais de surcroît, les revenus du capital sont à présent davantage taxés que les revenus du travail, avec des taux de prélèvement totaux (impôt sur le revenu des personnes physiques + prélèvements sociaux + impôt de solidarité sur la fortune) pouvant friser les 70 %. Mieux encore, l'abattement pour durée de détention va s'appliquer non seulement aux plus-values, mais aussi aux moins-values. Plus les titres seront anciens, moins les pertes seront prises en compte, à cause des abattements par durée de détention (20 % pour durée de détention de deux à quatre ans ; 30 % pour durée de détention de quatre à six ans; abattement plafonné à 40 % pour durée de détention de plus de six ans). On aboutit ainsi à cette situation invraisemblable, où il faut combiner cession de titres anciens en plus-values (abattement de 40 %) avec cession de titres récents en moins-values (0% si durée de détention inférieure à 2 ans ; abattement de 20 % sur les pertes si durée de détention de deux à quatre ans ; de 30 % si durée de détention de quatre à six ans; abattement plafonné à 40 % des pertes si durée de détention de plus de six ans ; conseil donné par A. Pando[6]) pour limiter les injustices créées délibérément par ce système. Mais comment y parvenir puisque la bourse française n'a cessé de s'effondrer depuis 13 ans, passant de 7000 points en 2000 à 3600 points et quelques courant avril 2013?

9. La réaction tardive des autorités européennes et les dérives de la spéculation à effet de levier

Avec un retard extrêmement préjudiciable, les ventes dites à découvert ont été mises en cause à l'automne 2008 à l'échelle européenne, mais seulement de manière partielle et temporaire[7]. La spéculation sans couverture est illégale, interdite[8] et la totalité des pertes est à présent pour le professionnel qui a accepté de tels ordres, peu importe le comportement et l'expérience du donneur d'ordre[9]. Il aura fallu près de 10 ans pour que cette évidence soit dûment jugée en justice, 10 années de gâchées, 10 années d'accumulation des pertes. Les marchés dérivés à très fort effet de levier permettant de spéculer à la baisse n'ont pas encore été remis en cause, mais la Commission de Bruxelles a annoncé son intention de poursuivre les abus en la matière, car elle a pris conscience, grâce à l'Allemagne, que les produits dérivés permettent de faire de la manipulation de cours. Certains ont prétendu que la vente à découvert n'était pas la cause de la crise, qui reposait sur des paramètres économiques [10]. Plusieurs affaires, dont certaines ont donné lieu à des décisions de justice, qu'on ne peut nier, sauf à nier le réel, ont montré, bien au contraire, que les règles juridiques favorisant la spéculation à la baisse permettaient la manipulation des cours, sans aucun rapport avec la réalité économique. Et qu'on arrête de répéter à l'envi que la vente dite à découvert serait bénéfique en ce qu'elle permettrait la liquidité. C'est faux. Le prouvent les volumes des transactions qui se sont

5. Socialisme et sociologie chez Durkheim et Weber. In: Les sociétés modernes, PUF, 1983, p. 212.
6. Plus-values de cessions de valeurs mobilières : les réformes. In: LPA, 2013, n° 68. p. 3.
7. Voir déjà notre article De l'illégalité de la vente « à découvert ». In: LPA, 2009, n° 12.
8. Voir notre article La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme. In: Bulletin Joly Bourse, 2000. p. 521.
9. Voir Com. 26 mars 2013. In: Bulletin Joly Bourse, 2013. p. 285; et notre note, qui récapitule plusieurs affaires récentes et le montant des pertes, toutes pour le professionnel teneur de compte.
10. Sur la démonstration de l'efficacité réelle, chiffres à l'appui, de la limitation partielle de la spéculation à la baisse, voir notre article Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse. In: RDBF, 2010, n° 2.

effondrés en France, plusieurs indicateurs le démontrant (20 millions d'euros en moyenne seulement sur les 40 valeurs du Cac 40 le jour de la fin du mois boursier de novembre 2012, pour la 5ème puissance mondiale, alors que les bénéfices annuels après impôts sont souvent proches des 80 milliards d'euros, source, Cercle finance; un autre signe révélateur qui ne trompe pas: la taxe sur les transactions financières rapporte deux fois moins que prévu, alors que son taux a été doublé par le nouveau pouvoir en place).

En fait de liquidité, à force d'avoir favorisé la spéculation à la baisse, les responsables ont fait fuir les investisseurs, et il ne se passe plus rien sur la bourse française (volumes d'achats en chute libre, plus d'introduction en bourse, plus d'offre publique d'achat), les banques étant même obligées de licencier une partie de leurs traders, devenus inutiles. En fait de liquidité, voici un commentaire de Cercle finance à propos d'une journée de cotation ordinaire à la Bourse de Paris courant mai 2013: « Les volumes d'échanges donnent le vertige: 550 millions d'Euros négociés en l'espace des 6 heures et demi de cotations, c'est digne d'une bourse d'un pays émergent pas encore introduite dans les circuits financiers majeurs ».

L'affaire Zhang, tout d'abord, en 2006[11]: un simple particulier, grâce à une utilisation habile des règles de droit, arrivait à fausser complètement les cours de bourse de plusieurs sociétés de la bourse française, allant jusqu'à représenter 40 % des transactions journalières (30 % rien que pour Alstom); il a été condamné, lui et ses complices, à 9 millions d'euros d'amende. Importante, cette affaire l'est, car elle montre que l'axiome de l'atomicité des marchés est périmé. Si un seul particulier, avec des moyens rudimentaires, peut à ce point manipuler les cours de bourse, que dire des hedge funds, de leur force de frappe, et de l'utilisation du trading haute fréquence[12], combinée au recours aux plate-formes privées ?

L'affaire Gaz de France-Suez en janvier 2007: un seul ordre de bourse, transmis par un simple particulier, sans la couverture nécessaire, et exécuté à l'étranger par contrepartie dans des conditions opaques, a provoqué l'arrêt de toute la cotation du Cac 40 pendant la matinée du 8 janvier 2007, et une destruction de richesses en termes de capitalisation boursière se chiffrant à plusieurs milliards d'euros pour le groupe attaqué, Gaz de France. La seule perte portée sur le compte du client s'est élevée à 6 482 319 euros. A l'époque, le titre se traitait entre 35 et 40 euros, avant la fusion avec le groupe Suez (qui a lieu le 22 juillet 2008). Le total des deux ne vaut plus aujourd'hui, en bourse, que 15 euros (courant 2013). GdF-Suez valait près de 45 euros au plus haut. 45-15 = 30 x 2 321 714 249 (nombre de titres) = 70 milliards d'euros de destruction de richesses en termes de capitalisation boursière pour ce seul groupe, l'un des leaders mondiaux dans l'énergie, sans aucun rapport avec la « bulle internet », dont le capital est détenu largement par l'État français lui-même (38 %). Pour mémoire, l'actif net comptable de ce groupe est de 28 euros par action, et le price earning ratio n'est que de 9 pour un rendement annuel de 10 %. A cause de son effondrement en bourse, ce groupe vaut moins à présent que sa dette, de 41 milliards d'euros, laquelle n'a pas subi le même sort que celui de sa capitalisation boursière, tombée à 37 milliards.

L'affaire Kerviel, ensuite, début 2008, dans laquelle ce spéculateur arrive à construire, grâce aux effets de levier, une position de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards d'euros, à lui tout seul; le montant des pertes a été de 4,9 milliards d'euros. En 2013, les procédure judiciaires sont toujours en cours.

Puis l'affaire dite de l'Ecureuil (nom de la Caisse d'épargne), en octobre 2008, dans laquelle des employés de la Caisse d'épargne ont réussi à détruire près de 800 millions d'euros, pour une somme initialement investie de 10 millions d'euros sur les marchés dérivés actions ; l'effet de levier avoisine les 400. L'État français, nécessairement affecté par l'énormité des pertes (plan d'aide de 360 milliards d'euros pour 6 banques françaises) est le seul responsable des règles qu'il a fixées lui-même pour gouverner la bourse: extrême faveur envers la spéculation à la baisse et la destruction, autorité de contrôle financée par ce qui détruit l'économie, principe de valorisation au jour le jour selon le cours de bourse, suppression de l'obligation de concentration des ordres, laxisme envers le trading dit haute fréquence, mise en place d'une fiscalité repoussante.

L'incroyable affaire Volkswagen encore, le 27 octobre 2008, qui établit de manière définitive et irréfutable que le cours de bourse est le fruit de manipulation de cours liées aux ventes dites à découvert, conséquences de règles juridiques absurdes, sans aucun rapport avec une quelconque réalité économique. A cause du rachat forcé d'attaques à la baisse « à découvert », appelé techniquement corner, le cours de bourse de l'action Volkswagen passe en quelques heures de 200 euros à près de… 1000 euros, sans aucun rapport avec la réalité économique. Ce groupe est ainsi devenu à l'époque, en quelques heures, la première cotation mondiale, avec une valeur en bourse de 310 milliards d'euros, 100 fois plus que son concurrent General Motors. L'onde de choc a affecté plusieurs places boursières dans le monde, dont la France et les USA; les pertes estimées pour les spéculateurs à la baisse ont été de l'ordre de 25 milliards d'euros, avec une rumeur insistante de 4 milliards d'euros uniquement pour l'une des grandes banques françaises, pertes liées à l'inversion, en quelques heures seulement, de positions spéculatives à la baisse à effet de levier (vendre x fois le bien d'autrui en pariant sur la baisse et la destruction). Pour ceux qui spéculaient avec un effet de levier x 5, leur perte a donc atteint 2500 % (5 x 500 %). En Allemagne, un milliardaire, qui avait pris des positions à effet de levier à la baisse contre Volkswagen, ruiné, se suicide en janvier 2009, en se jetant sous un train.

L'affaire Thomson enfin, groupe renommé par la suite

11. Que nous avons commentée; voir notre article Manipulation de cours : comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées comme Alstom en représentant jusqu'à 41 % des transactions journalières afin de provoquer des baisses artificielles. In: LPA, 2006, n° 258.
12. Sur lequel voir notre article Estoppel et ordres de bourse. In: Bulletin Joly Bourse, 2012, p. 613.

Technicolor, au printemps 2009: l'interdiction pure et simple de toute attaque à la baisse imposée par l'un des créanciers du groupe, Société générale, via la banque en ligne Boursorama, provoque un rebond de plus de … 300 % du titre, sans aucune réaction de la part de l'AMF. Cette liste n'est pas close, d'autres affaires s'y sont ajoutées, impliquant toutes les effets de levier et le laxisme des règles juridiques (l'économie est secondaire par rapport au droit), telles les affaires du Libor ou encore l'affaire dite de la Baleine de Londres, en 2012.

10. Et après la crise

La presse a estimé à 25 000 milliards de dollars, sur deux années seulement, le montant des destructions liées à la crise actuelle. La somme est tellement énorme qu'elle est difficilement imaginable. Elle doit être rapprochée du montant des Credit Default Swaps, de 26 000 milliards de dollars fin 2011[13], soit après l'année 2008. L'expérience a prouvé que les CDS ne servent à rien lorsqu'il s'agit de couvrir un actif sous-jacent, ils n'ont d'utilité que pour spéculer à effet de levier, sans aucun objectif de couverture. A titre de comparaison, le PIB de la France est de l'ordre de 2000 milliards d'euros, et les sociétés du Cac 40 valaient, début mars 2009, environ 600 milliards d'euros, soit moins du tiers du PIB de la France, pourtant 5ème puissance mondiale. La France est dans une situation particulière par rapport aux USA, à l'Allemagne, à l'Angleterre, au Japon. Depuis 13 ans, la bourse française baisse plus et monte moins que les autres places, avec pour conséquence le fait que le pays ne s'est pas encore rétabli lorsque la crise actuelle commence en 2007. Pour éviter des défaillances en chaîne, les autorités ont injecté des milliers de milliards de dollars dans le système, aussi bien aux USA (près de 4 000 milliards de dollars dans le cadre du Quantitative Easing décidé par M. B. Bernanke), que dans l'Union européenne, de la part des banques centrales, du FMI, et des États eux-mêmes, avec un début de mouvement de nationalisations partielles des banques. Par exemple, quatre États de l'UE, dont la France, ont annoncé un plan d'aides aux banques de 2 000 milliards de dollars. En agissant de la sorte, les autorités ont tiré les leçons du krach de 1929. Mais elles commettent de nouvelles erreurs, qui seront lourdes de conséquences dans quelques années. Il est en effet dangereux de continuer à alimenter les spéculateurs en liquidités et en baissant les taux d'intérêt, sans traiter les causes de la crise, à savoir la faveur envers la spéculation à la baisse. Seuls certains effets sont traités, mais pas les causes de la crise. C'est le syndrome du fond de la baignoire béant, qu'on essaye de remplir en déversant d'énormes quantités d'eau. On peut croire un temps le problème résolu, mais ce n'est qu'une apparence doublée d'une illusion: dès que le flot se tarit, la baignoire se vide immédiatement, et des richesses colossales sont englouties à jamais en pure perte.

11. L'heure des choix pour le futur

Au point où nous sommes arrivés, plusieurs choix sont possibles, dont plusieurs comportent un risque important de rechute. Comme dans une partie d'échecs, il reste peu de coups à jouer, et certains débouchent sur l'échec et mat. Le sort de la Grèce devrait donner à réfléchir, qui n'appartient plus, à cause de son effondrement économique, à la liste des pays développés depuis juin 2013, mais à celle des pays émergents.

Ainsi, le pouvoir politique peut décider de:

Ne rien faire; c'est l'échec assuré, pire qu'en 1929; les causes (la faveur envers la spéculation à la baisse) ne sont pas traitées, et la crise repartira de plus belle dans un avenir proche; il en résultera faillites, saisies, licenciements et expulsions en masse.

Continuer à alimenter le marché en liquidités, sans traiter les causes; ce plan est dangereux en ce qu'il ne garantit pas le rétablissement, et se trouve exposé au risque non nul d'assèchement des liquidités; que se passera-t-il, dans un ou deux ans, si le plan actuel échoue, que les liquidités injectées ont été détruites, et que les États ne parviennent plus à compenser les pertes, alors que les plans de relance représentent en monnaie constante 100 fois le montant du plan Marshall?

Faire ce qu'on aurait dû faire depuis plus d'une décennie, combattre la spéculation à la baisse, en généralisant de manière définitive l'interdiction de la vente d'x fois la chose d'autrui et en rétablissant l'interdiction des put warrants sur actions, supprimée de manière irresponsable en 2001; a priori intéressante, cette solution est lourde de deux périls qui la rendent telle quelle impraticable: 1/ la reproduction pour toute la cote de ce qui est arrivé dans l'affaire Volkswagen, les spéculateurs à la baisse liquidés cristallisant des pertes colossales, de plusieurs dizaines de milliards d'euros dans les comptes des banques, pertes auxquelles il serait très difficile de faire face; 2/ sachant qu'ils peuvent investir sans risquer de se faire laminer, les fonds souverains pourraient éprouver la forte envie de faire main basse sur les grands groupes, dont les cours de bourse sont des cours de faillite, avec des valorisations tellement basses que quelques années de bénéfices seulement (de 7 à 10 selon les groupes) suffisent à payer l'addition; dans ce scénario, la France perd toute souveraineté économique.

Afin d'éviter un tel résultat, deux remèdes sont envisageables: soit laisser un délai aux spéculateurs pour dénouer leurs attaques à la baisse, avant l'interdiction totale et définitive de ces pratiques, sous peine de sanctions pénales sévères en cas de violation; mais cette solution laisse subsister le risque important de perte de la souveraineté économique de la France; soit nationaliser toute la cote, supprimer ensuite les règles juridiques favorisant les attaques à la baisse, pour réintroduire en bourse quelque temps plus tard les sociétés nationalisées; a priori dispendieux, ce plan ne coûte en réalité

13. IOSCO. The Credit Default Swap market, juin 2012.
14. Voir surtout notre livre La vérité sur l'effondrement de la bourse. Paris: Éditions Mare et Martin, écrit en 2003, publié seulement en 2007.
15. Voir son article fondamental, Progrès technique, progrès économique, progrès social. In: Les sociétés modernes, PUF, 1962. p. 427, spécialement pp. 430 et ss.

pas très cher; fin octobre 2008, 80 % des sociétés du Cac 40 pouvaient être nationalisées en totalité pour la somme ridicule de 350 milliards d'euros (ridicule, cette somme l'est, si on la compare au PIB de la France, 5ème puissance mondiale, de 2 000 milliards d'euros, ou encore aux capitalisation boursières de Google ou Apple, qui lui sont supérieures), soit guère plus que les sommes estimées pour un fonds souverain à la française (200 milliards d'euros), et moins que le montant du plan d'aide aux banques (360 milliards d'euros). On rappellera aussi qu'en 2007, les 40 sociétés du Cac 40 ont réalisé un bénéfice net après impôts de 100 milliards d'euros, ce qui donne une idée du degré de sous-valorisation des sociétés françaises et de la bourse française. Encore faudrait-il avoir les moyens financiers d'un tel plan.

Plus modestement, défaire ce qui a été fait juridiquement de manière irresponsable depuis 2001: interdire la spéculation à la baisse via les produits dérivés, rétablir l'obligation de concentration des ordres, interdire le trading haute fréquence, rétablir une fiscalité sur le capital attrayante (rétablissement de l'avoir fiscal, baisse importante de l'impôt sur les sociétés, de 35 % à 20 %, et retour aux taux d'imposition des plus-values boursières du début des années 2000, soit 16,9 % forfaitaire), afin de rétablir par des règles juridiques responsables la confiance du public et des investisseurs étrangers dans le fonctionnement de la bourse française.

Pour conclure, un point paraît certain. Le temps ne joue pas pour nous, mais contre nous. Le degré de destruction de la crise actuelle est le fruit du laxisme juridique que nous dénonçons depuis 2001[14]. C'est une illusion de croire que la science économique permettra de sortir de la crise actuelle. Car la crise est juridique avant d'être économique. Selon la loi de Aron[15], les moyens de destruction l'emportent de très loin sur les capacités de reconstruction dans la société industrielle et technicienne. Cela vaut aussi pour les techniques de spéculation à la baisse, qui sont juridiques et uniquement juridiques (il faut une hausse de 100 % pour compenser une baisse de 50 %, de 10 000 % pour une baisse de 99 %). Le temps de tergiverser est un luxe au-delà de nos moyens. L'eau monte très vite (plus de 100 milliards d'euros de nouvelle dette par an pour la France, avec une dette publique de l'ordre de 100 % du PIB ; la France devra faire près de 80 milliards d'euros d'économie par an pour ramener son déficit public à 0,5 % du PIB, en application des règles européennes de stabilité budgétaire; montant du déficit public à fin avril 2013: pratiquement 68 milliards d'euros en seulement 4 mois), et le temps de la noyade est de plus en plus proche.

¿Adónde va la bolsa de valores francesa?

Dr. Laurent Ruet(*)

« Entre la compra y la venta se desliza el pecado »
Eclesiastés, 27: 2

1. Cada uno [1]

La bolsa francesa está enferma, y Francia está enferma de su bolsa. Algunos añadirían que el hombre enfermo de Europa, es Francia. Las personas no son conscientes, pero todo en su vida, depende de la actividad de las empresas que cotizan en bolsa, sufre las consecuencias y se rige por sus evoluciones, y si este no es el caso, significa que están completamente excluidos de la sociedad y el progreso como se entienden hoy en día. Lo que beben, lo que comen, lo que leen, lo que escuchan, sus diversiones, sus redes sociales, sus vacaciones, su trabajo, sus impuestos, todo depende directa o indirectamente de los productos, servicios y resultados de las sociedades cotizadas en bolsa, y por consiguiente, de la bolsa misma. Algunos ejemplos: el agua del grifo, el agua embotellada, las bebidas alcohólicas fuertes, el tabaco, los yogures, las compras en el supermercado para alimentarse, el cuidado personal, los viajes, en metro, en tren, en carro, sobre las carreteras, en barco, en avión, la música, el teléfono, la computadora, el internet, la televisión, el cine, todo el entretenimiento, la publicidad, la energía, sea cual sea su origen, petróleo, gas, carbón, nuclear, electricidad, la sociedad de consumo, la sociedad de comunicación, la sociedad de entretenimiento, el derecho a una cuenta bancaria, la cobertura de salud, los medicamentos, los planes de pensiones, el acceso al crédito, por ende a lo inmobiliario, la mayoría de estos productos y servicios están cubiertos y llevados a cabo por empresas cotizadas en bolsa y únicamente por ellas. Eran, en Francia, en todo o en parte, hace tan sólo unos años, servicios públicos. Por ende, una especie de servicio público universal. Así, la Bolsa se ha convertido en una especie de servicio público de los tiempos modernos.

Si su vida en general, su calidad, sus perspectivas, ahora dependen mucho de la bolsa, las personas deberían preocuparse por su funcionamiento, su evolución, su futuro previsible, ya que les afectará directamente, no deberían desinteresarse. Sin embargo, este no es el caso. La mayoría de las personas ignoran por completo en qué ha devenido la bolsa de valores, cómo funciona, por qué la bolsa francesa ha colapsado desde hace 13 años, sin recuperación alguna (en el año 2013, habría hecho falta una alza media del 90

(*). Profesor de Paris X Nanterre La Défense y Director del Master 2 profesional Derecho Procesal de Negocios. El Profesor Ruet cuenta con una amplia bilbiografía, con 4 libros y alrededor de 140 publicaciones en 18 editores y revistas especializadas diferentes, que cubren varias áreas de investigación, como Derecho Civil, Derecho Procesal, Derecho Comercial, Reales, Derecho Internacional, Derecho Bancario y Financiero.

1. Artículo traducido del original por Juan Manuel Indacochea: RUET, Laurent. Où va la bourse française?

%, sólo para borrar las pérdidas promedio desde 2000), a diferencia de otras grandes plazas mundiales (EE.UU. con una alza histórica, Japón desde 2013 con una alza del 80 % en 6 meses, China, Alemania con una alza histórica, Inglaterra también con una alza histórica) y la ausencia de debates públicos sobre las verdaderas causas de la crisis permite a los mecanismos que han hecho posible la ruina general, sobrevivir y generan otras destrucción. De lo que la gente tiene conciencia, es de un mal recuerdo, ligado a 1929, y de una preocupación, en relación a la crisis actual. Entre los dos, hay un toda una evolución, que es importante describir. Más allá de la crisis actual, hay un después, cuyo contenido dependerá de las decisiones tomadas por el poder político.

2. Un mal recuerdo

En el imaginario colectivo de los habitantes de la tierra, existe un eco de un miedo relacionado con el crash de 1929. Visualmente, son cuerpos que caen de los edificios, multitudes de personas harapientas haciendo cola en el comedor social, los éxodos en las carreteras, luego de la Segunda Guerra Mundial, y casi tres décadas para recuperarse del choque de 1929. Al día siguiente del crash, muy rápidamente, las autoridades estadounidenses analizaron las causas de la crisis y los factores agravantes. Varios reflexionan y adoptan leyes para evitar que, en el futuro, se reproduzca un escenario similar. Podemos mencionar al menos dos, el Federal Securities Act y el Glass Steagall Act en 1933. Uno preveía severas penas privativas de libertad para combatir las manipulaciones en curso, mientras que establecían límites a las técnicas de la especulación a la baja, el otro imponía la división de riesgos a los bancos, con un célebre adagio, un mercado, una regla, una autoridad. La reacción es de naturaleza jurídica, se trata de malas normas jurídicas combinadas con la negativa de las autoridades de la época a inyectar liquidez en el sistema para evitar las quiebras bancarias en cadena que han contribuido al nacimiento de la crisis, y después a su agravamiento. Cuando se ha demostrado que las reglas del juego están mal (un árbol se juzga por sus frutos), se cambian, se rescriben, para aprender de las lecciones del pasado, se acepta ser cuestionado, se aceptan los errores.

3. El establecimiento progresivo de nuevas normas jurídicas que condujeron a la crisis actual

Las leyes que rigen el funcionamiento de la bolsa francesa experimentaron una reforma total desde finales de los años 1980, por lo que no es posible comparar la crisis actual con las crisis del pasado. Las reglas no son las mismas, y algunas prohibiciones fueron suprimidas en los años 2000 (eliminación de la prohibición de put warrants sobre acciones francesas en 2001; supresión del Glass Steagall Act en 1999).

Todo ha cambiado: la naturaleza de la bolsa, que ya no es un lugar, sino que a partir de 1999 se convirtió en una persona, que se cotiza ella misma en bolsa; la concepción misma del funcionamiento de la bolsa, del cálculo de la cotización de la acción en bolsa, Francia había renunciado en 2004, debido a la Directiva llamada MIF (Mercados de instrumentos financieros), del 21 de abril de 2004, que entró en vigor en 2007, de su concepción plurisecular del tipo de confrontación de órdenes de bolsa, abandonando la cotización por demanda (que requiere su concentración en un solo lugar, lo que garantiza la justicia del precio) en beneficio de la cotización por precio de la acción, que se corresponde con el modelo de Inglés. La autoridad de control de la bolsa, se convirtió en Francia en agosto de 2003 una autoridad muy poderosa, que concentra todas las funciones: la creación de reglas, la función de supervisión, de enjuiciamiento y de sanción, de alguna manera una acumulación de las funciones de regulación, de policía y de justicia. La entidad supervisora francesa, llamada AMF (Autoridad de Mercados Financieros, Autorité des marchés financiers, fusión de varias autoridades precedentes, incluida la célebre Comisión de operaciones de bolsa y el Consejo de mercado financieros) es financiada por aquellos a los que debe controlar y por los productos más especulativos. Mejor aún, el reglamento de la AMF autoriza expresamente a sus miembros fijar la remuneración que se pagan ellos mismos. No es de sorprender que la AMF haya sido condenada en repetidas ocasiones por el Consejo de Estado en 2007, por violación de derechos humanos y falta de imparcialidad. ¿Qué confianza puede depositar el público en una autoridad encargada de protegerlo, cuando ésta se financia con los que especulan a la baja y los que destruyen los fondos públicos?

Peor aún, se cometen nuevos errores. Los EE.UU., bajo la influencia del presidente George W. Bush y el ex presidente de la FED, Alan Greenspan, decidieron abandonar las reglas establecidas por el Glass Steagall Act, la división de riesgos en los bancos y el adagio un mercado, una regla, una autoridad. Este error contribuirá determinantemente al colapso de los bancos estadounidenses en 2008. A continuación, los EE.UU., todavía bajo influencia de Greenspan, comienzan a practicar una política de dinero barato, permitiendo a los fondos especulativos (hedge funds o fondos de cobertura) endeudarse sin tener en cuenta la realidad e implementar operaciones colosales con efecto palanca. Los EE.UU., la Unión Europea, Francia, comienzan a fomentar la creación masiva de productos titirizados (los famosos subprime, en tecnicismo estadounidense), y en Francia a partir de 2003, su difusión al público a través de la gestión colectiva (seguros de vida, fondos del mercado monetario, obligatorios, acciones) se vuelve colosal.

Pero, sobre todo, a partir de finales de los años 1990, aparecen nuevas técnicas de especulación, de naturaleza únicamente jurídica, con un efecto de palanca muy fuerte, lo cual no podía existir antes debido a la ausencia de modelos matemáticos, y su descubrimiento progresivo (algoritmos). Aquí reside uno de los aspectos del problema: la existencia de la llamada venta al descubierto, combinada con los mercados de derivados. La llamada venta al descubierto consiste en vender x veces la propiedad de otro. Si se vende lo que no se tiene necesariamente se vende la propiedad de otro. Sin embargo, según con el Código civil francés, la venta de cosa ajena está normalmente prohibida y sancionada con la nulidad[2]. La ley económica de oferta y demanda está necesariamente afectada por tales normas jurídicas, que

2. Artículo 1599: « La venta de la cosa ajena es nula: puede dar lugar a indemnización si el comprador ignoraba que la cosa pertenecía a un tercero ».

permiten y favorecen la manipulación de las cotizaciones. En Francia, el apalancamiento máximo es 5 x el Cac 40 (mercado regulado). Por tanto, se puede vender 5 veces el bien de otro, sin tenerlo, lo que provoca necesariamente la disminución del precio de la acción de bolsa, sin que la recompra pueda compensar la caída (hace falta una alza de 100 % para compensar una baja de 50 %), salvo en un caso excepcional, donde los títulos vendidos son más numerosos que los títulos en circulación. Permitiendo tales actos contra legem, el legislador no tiene en cuenta las advertencias de la Biblia: "Entre la compra y la venta se desliza el pecado"[3].

4. La legalización de los productos derivados que permiten especular a la baja

Por último y sobre todo, el legislador francés comete un error increíble a finales de 2001, con la ley llamada Murcef del 11 de diciembre de 2001: empezó a promover la especulación a la baja levantando la prohibición que siempre había pesado sobre los put warrants, productos derivados que permiten especular a la baja contra empresas francesas, y sin ningún objetivo de cobertura del activo subyacente[4]. Es decir, desde comienzos de 2002, los bancos de todo el mundo inundaron Francia de productos cotizados en mercados de derivados, llamados warrants, con un muy alto nivel de apalancamiento (x 10, x 30, x 100, etc) permitiendo que los especuladores realicen ataques a la baja muy violentos contra las empresas francesas, sin ningún objetivo de cobertura. El impacto fue tan violento que al mismo tiempo Japón adoptó normas en sentido inverso[5]. La sanción fue inmediata y brutal para todo el país: el Cac 40 perdió un 50% en tan solo un par de semanas a principios de 2002, mucho después de la burbuja llamada del Internet (a principios del 2000), y mucho antes de la guerra de Irak (2003). La bolsa francesa comenzó a caer en el 2000. En marzo de 2009, volvió al mismo nivel de 1994, más de una década fue así destruida. En abril de 2013, la bolsa francesa continuaba arrastrándose por debajo de su máximo histórico, se requería un aumento del 90 % para eliminar el promedio de las pérdidas desde el año 2000, mientras que las otras plazas importantes volaban de records en records[6]. El perjuicio causado por esta reforma absurda se multiplicó por otra reforma, implementada en la misma época: tomar como valor, para los fondos propios, no el valor del activo neto, sino la cotización diaria de la acción. Había que ser irresponsable para combinar este método de evaluación con el amparo de la especulación a la baja. Los efectos fueron terribles para los bancos y las compañías de seguros financieros, a causa de los ratios de solvencia. La combinación de estas normas provocó mecánicamente su insolvencia, con la obligación de recapitalizarlos masivamente, pero en vano, ya que la causa, la especulación a la baja no fue abordada. Un ejemplo permite comprender la magnitud del desastre, el Crédit Agricole, que con 64 billones de euros de fondos propios, no valía en bolsa más que alrededor de 20 billones de euros, con una cotización de 9 euros. Este banco terminó por ver caer su cotización en bolsa a 3 euros en el verano de 2012, cuando su récord histórico había sido de casi 30 euros en 2007. Por tanto, la gente tiene motivos para estar preocupada.

5. La preocupación ligada a la actual crisis y sus consecuencias fiscales

Las empresas francesas atacadas en bolsa desde finales de 2001 se defendieron como pudieron: multiplicaron los planes sociales de despidos, deslocalizaron la producción, redujeron los gastos en investigación-desarrollo, evasión fiscal gracias al derecho europeo y la jurisprudencia del TJUE, pérdida de competitividad[7], utilización de beneficios para la recompra de acciones emitidas con la finalidad de destruirlas, el capital que se destruyó a sí mismo. La recaudación fiscal directamente relacionada con el la bolsa de valores, lógicamente, se cayó. En tiempos normales, hasta el año 2000, la bolsa francesa aportaba directamente al Estado francés 1,5 puntos porcentuales del PIB (con tasas de imposición razonables de 16,9 %, muy por debajo del nivel actual), aproximadamente 30 billones de euros al año para un PIB anual actual de 2000 billones de euros. Pero desde hace 13 años, la bolsa francesa se ha reducido en casi 7000 puntos en septiembre de 2000 y 3600 puntos durante abril de 2013. El país nunca se recuperó de la caída de la bolsa, que persiste desde finales del 2000. El desastre fiscal vinculado a la caída de la bolsa, que dura desde el año 2000, se hace aún más difícil para el Estado y las regiones, empeorándose en la actualidad con la corrección de las inversiones inmobiliarias. Esta evolución nefasta resulta aún más paradójica si se tiene en cuenta que los beneficios de las empresas del Cac 40 (la principal bolsa francesa) se ha disparado en el mismo período: 15 billones de euros en 1997, para un Cac 40 de menos de 3000 puntos; 100 billones de euros después de impuestos en 2007, para un Cac 40 de 5400 puntos en septiembre; 87 billones en 2010, para un Cac 40 que cae el mismo año por debajo de 3500 puntos; de 78 billones en 2011, para un Cac 40 que cae durante ese año a 2600 puntos. Debido a la acumulación de pérdidas y de sus consecuencias fiscales en el presupuesto del Estado, en Francia se decidió fiscalizar en 2012 y 2013.

6. La neutralización fiscal parcial de las pérdidas ligadas a la bolsa

Normalmente, las pérdidas en bolsa no están afectadas con impuestos, y una vez ocurridas, es decir, una vez admitidas las ventas a pérdida en efectivo, bajo la ley francesa, son deducibles en su totalidad durante 10 años sobre todos

3. Eclesiastés, 27: 2.
4. Habíamos comentado en aquella época el mencionado proyecto de ley, escribiendo que si dicha ley pasaba, sus efectos serían muy destructivos para la economía francesa en general; véase nuestro artículo Commentaire du projet de loi dite Murcef. En: Bulletin Joly Bourse, juillet 2001, p. 339.
5. Sobre este nexo, ver nuestro artículo Du principe de rivalité. En: Dalloz, 2002, p. 3086.
6. Dow Jones en Wall Street, Dax en Alemania, Footsie en Londres... por ejemplo, en mayo de 2013, fuimos testigos de la 20ª alza en Alemania, la 15ª alza consecutiva en Londres, el FT- 100 de vuelta a su cenit absoluto de enero 2000, records históricos en Wall Street, una serie de alzas nunca antes vista en 210 años de historia del mercado británico, nada más que 4 semanas de alzas sin consolidación en Frankfurt. Fuente: Cercle finance.
7. Ver al respecto, el informe de la OCDE del 19 de marzo de 2013.

los superávits futuros. Los ejemplos previamente citados proporcionan cuestionamientos de orden sociológico en cuanto a su importancia. La caída vertiginosa, por su alcance y duración, de la bolsa francesa desde hace 13 años, repercute así en los ingresos fiscales del Estado. Ocultar esta verdad, negarse a admitirla desde hace 13 años, no cambia las cosas. No se gravan las pérdidas...

Cuando el Estado se resignó a tomar sólo una parte de sus pérdidas ligadas al colapso de France Telecom, del cual es el mayor accionista, desinteresándose completamente de su destino (la acción pasó de 220 euros en 2000 a... 7 euros en 2013), lo cual ha causado pérdidas históricas en las cuentas de la Caja de depósitos y consignaciones (Caisse des dépôts et consignations) y del Fondo estratégico de inversión (Fonds stratégique d'investissement) en 2012. En otras palabras, el tratamiento fiscal de las pérdidas repercute en los ingresos fiscales del Estado. Pero ya no más a partir de 2012 y 2013. Dado que ahora, las pérdidas son gravadas, directa e indirectamente. En el Estado francés actual, no sólo el impuesto sobre los beneficios es pagado dos veces por los accionistas, de manera totalmente ilegal[8], sino que, encima, el Estado francés grava directa e indirectamente las pérdidas. No hay ni un solo Estado en el mundo, con excepción de Francia, que maltrate a este punto la inversión de capital. Es la nueva doctrina de perder-perder (las eventuales ganancias se gravan más allá de toda racionalidad, las pérdidas no son tenidas en cuenta por su valor real, e inclusive no son tenidas en cuenta en absoluto). El Primer Ministro, en febrero de 2013, llegó a negar retroactivamente, a pesar de haber dado su palabra, al banco Crédit Agricole, tener en cuenta una pérdida de 840 millones de euros, de acuerdo con una enmienda a la Ley de Finanzas de 2012 para impedir la deducibilidad de las pérdidas en el corto plazo resultantes de la cesión de títulos, recibidos en contraprestación de un aporte en favor de una filial en dificultad (en este caso el banco griego Emporiki, se vendió por el precio simbólico de un euro en 2012 después de recapitalización). Hay un recurso pendiente ante el Consejo de Estado. ¿Por qué tomar riesgos significativos para luego ser tratado de esta manera a efectos fiscales? Hay mucho que buscar en otras partes. En este sentido, nos enteramos a principios de junio de 2013, que el atractivo de Francia está "estancándose" y que Francia ha sufrido una disminución significativa del 13% de inversiones internacionales en 2012 contra una media del 3 % con respecto a 44 países Europa, según un barómetro de la empresa de auditoría Ernst & Young. El declive es aún más pronunciado en términos de puestos de trabajo, con una disminución del 20 %, de acuerdo con los resultados de la 12ª edición titulada "Francia: último recordatorio". Esto no es más que la consecuencia lógica de una política fiscal sobre el capital que ha devenido irresponsable y repulsiva. Dejando de lado en este punto los intereses de los inversores, es el bien común lo que perjudican las políticas francesas. Como acertadamente ha escrito Raymond Aron, a propósito de la obra de Durkheim, "... el socialismo expresa protestas y reclamos de la clase obrera pero el problema social no se reduce a la desgracia ni a las esperanzas de la clase obrera"[9]. No es la cantidad la que determina la clave de la justicia.

7. La imposición directa de las pérdidas en bolsa

La imposición directa se da a través del impuesto sobre las transacciones financieras, cuya aplicación es progresiva. El inversionista que está cansado de esperar durante 13 años una recuperación hipotética de la bolsa francesa, y que liquida su cartera a pérdida (varios millones de particulares salieron de la bolsa de valores recientemente mediante la venta a pérdida de la totalidad de sus carteras) arriesga tener que pagar el impuesto sobre las transacciones financieras. Este impuesto se aplica a las transferencias de propiedad, es decir, no se aplica a las operaciones que implican un pago diferido. Ella se aplica por ahora a la compra de acciones francesas cotizadas en París, cuya capitalización bursátil supera el billón de euros. Su tasa establecida inicialmente en 0,1%, fue duplicada el 1 de agosto de 2012. Pero los inversionistas se adaptaron rápidamente, ya sea dejando de invertir su dinero en las acciones francesas afectadas, ya sea mediante la compra de instrumentos derivados, que reproducen la performance de los títulos pero que escapan al impuesto. El controversial proyecto de impuesto a nivel europeo amplía el ámbito de aplicación, ya que todas las transacciones de instrumentos financieros son susceptibles de ser afectadas.

8. La imposición directa de las pérdidas en bolsa

La imposición indirecta de pérdidas, que data del año tributario de 2013, resulta aún más chocante. Mientras más antiguas sean las pérdidas (la bolsa francesa se ha venido cayendo desde hace 13 años), menor será el monto fiscal que se tome en cuenta para compensar las eventuales ganancias. Por ende, las pérdidas son indirectamente gravadas en el sentido de que ya no vienen a deducirse en su totalidad de las eventuales ganancias fiscales. Mientras más antigua sea la pérdida, menos importante será el monto tomado en cuenta. De esta manera, se grava la pérdida.

Técnicamente, el sistema es el siguiente. La Ley de Finanzas del 29 de diciembre de 2012 para 2013 estableció un régimen fiscal que convierte a Francia en uno de los países más hostiles del mundo en términos de impuestos sobre el capital. No sólo los beneficios se gravan dos veces (una vez al 34% a la sociedad emisora, una segunda vez a cerca del 70 % al accionista por el dividendo distribuido), lo cual no solo resulta contrario al principio de igualdad ante el impuesto, sino que además, los ingresos de capital son ahora gravados, al igual que las rentas del trabajo, con tasas impositivas totales (impuesto sobre la renta de personas físicas + contribuciones sociales + impuesto de solidaridad sobre el patrimonio) que pueden llegar al 70 %. Peor aún, la imposición por período de posesión se aplicará no sólo a las ganancias, sino también a las pérdidas. Mientras los títulos sean más antiguos, las pérdidas fiscales serán menos tenidas en cuenta, a causa de las reducciones por período de posesión (20 % para un período

8. Véase nuestro artículo De l'illégalité de la suppression de l'avoir fiscal. En: LPA, 2006, n° 65, p. 4.
9. Socialisme et sociologie chez Durkheim et Weber. En: Les sociétés modernes, PUF, 1983, p. 212.

de posesión de dos a cuatro años, 30 % para el período de posesión de cuatro a seis años; reducción tope de 40 % para el período de posesión de más de seis años). Esto nos lleva a esta situación increíble, donde es necesario combinar la cesión de títulos antiguos en ganancias (reducción del 40 %) con la cesión de títulos recientes en pérdidas (0 % si el período de posesión es menor a 2 años, reducción del 20 % sobre las pérdidas si el período de posesión es de dos a cuatro años, del 30% si el período de posesión es de cuatro a seis años; con una reducción límite del 40 % del monto de las pérdidas fiscales si el período de posesión es de más de seis años; según el consejo dado por A. Pando[10]) para limitar las injusticias creadas deliberadamente por este sistema. Pero, ¿cómo lograrlo si la bolsa francesa no ha cesado de hundirse desde hace 13 años, pasando de 7000 puntos en el 2000 a 3600 y tantos puntos en abril de 2013?

9. La reacción tardía de las autoridades europeas y los derivados de la especulación con efecto palanca

Con un retraso extremadamente perjudicial, las llamadas ventas al descubierto han sido cuestionadas en el otoño de 2008, a nivel europeo, pero sólo parcial y temporalmente [11]. La especulación sin cobertura es ilegal, prohibida[12] y todas las pérdidas corren ahora por cuenta del profesional que ha aceptado tales órdenes, independientemente del comportamiento y la experiencia del mandante de la orden [13]. Han hecho falta casi 10 años para que esta evidencia sea debidamente juzgada ante los tribunales, de 10 años desperdiciados, 10 años de pérdidas acumuladas. Los derivados con un efecto de apalancamiento muy alto que permiten especular a la baja aún no han sido cuestionados, pero la Comisión de Bruselas ha anunciado su intención de sancionar los abusos en este ámbito, ya que tomó conciencia, gracias a Alemania, que los productos derivados permiten la manipulación de las cotizaciones en bolsa. Algunos han pretendido alegar que la venta al descubierto no fue la causa de la crisis, que se basa en parámetros económicos[14]. Varios casos, algunos de los cuales han dado lugar a sentencias judiciales, que no pueden ser negados, salvo para negar la realidad, mostraron, por el contrario, que las normas jurídicas que favorecen la especulación a la baja permiten la manipulación de las cotizaciones, sin relación alguna con la realidad económica. Y se debe dejar de repetir una y otra vez que las llamadas ventas al descubierto serían beneficiosas en el sentido que permitirían la liquidez. Esto es falso. Lo demuestra el volumen de transacciones que se cayeron en Francia, lo demuestran varios indicadores.[15]

En términos de liquidez, a fuerza de haber favorecido la especulación a la baja, los responsables han ahuyentado a los inversores, y ya no pasa nada en la bolsa francesa (volúmenes de compra en caída libre, no más ofertas públicas iniciales (OPI), no más ofertas públicas de compra), los bancos estaban incluso obligados a despedir a algunos de sus traders, se han vuelto inútiles. En términos de liquidez, podemos citar un comentario del Cercle finance a propósito de un día de cotizaciones típico en la Bolsa de París en mayo de 2013: "Los volúmenes de comercio producen vértigo: 550 millones de euros negociados en el espacio de 6 horas y media de cotizaciones, esto es digno de la bolsa de un país emergente que aún no ingresado en los principales circuitos financieros".

El caso Zhang, tempranamente en 2006[16], un simple particular, gracias a la hábil utilización de las normas de Derecho, llegó a distorsionar completamente las cotizaciones bursátiles de varias empresas de la bolsa francesa, llegando a representar 40 % de las transacciones diarias (30 % sólo por Alstom), fue condenado, él y sus cómplices, a pagar 9 millones de euros de multa. Este caso es importante porque demuestra que el axioma de la atomicidad de los mercados ha expirado. Si un simple particular, con medios rudimentarios, puede manipular a tal punto las cotizaciones en bolsa, ¿qué se podría decir de los hedge funds, de su fuerza de choque, y del uso del trading de alta frecuencia[17] combinado con el recurso a plataformas privadas?

El caso Gaz de France-Suez en enero de 2007: una sola orden de bolsa, transmitida por un simple particular, sin la cobertura necesaria, y ejecutada en el extranjero como contraprestación bajo condiciones opacas, provocó la paralización de toda la cotización del Cac 40 durante la mañana del 8 de enero de 2007, y una destrucción de riquezas en términos de capitalización bursátil equivalente a varios billones de euros para el grupo atacado, Gaz de France. La única pérdida registrada en la cuenta del cliente asciende a 6'482,319 euros. En ese momento, el título se cotizaba entre 35 y 40 euros, antes de la fusión con el grupo Suez (celebrada el 22 julio de 2008). El total de los dos vale hoy en día en bolsa, sólo 15 euros (en 2013). GDF-Suez valía cerca de 45 euros en su máximo. 45-15 x 30 = 2,321'714,249 (número de valores) = 70 billones de euros de destrucción de riquezas en

10. Plus-values de cessions de valeurs mobilières: les réformes. En: LPA, 2013, n° 68, p. 3.
11. Véase nuestro artículo De l'illégalité de la vente « à découvert ». En: LPA, 2009, n° 12.
12. Véase nuestro artículo La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme. En: Bulletin Joly Bourse, 2000, p. 521.
13. Véase Com. 26 mars 2013. En: Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 285; y nuestro comentario, que recapitula varios casos recientes y la cantidad de pérdidas, todas por parte del poseedor profesional de la cuenta.
14. Sobre la prueba de la eficacidad real, chiffres à l'appui, de la limitación parcial de la especulación a la baja, véase nuestro artículo Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse. En: RDBF, 2010, n° 2.
15. 20 millones de euros en promedio sólo por los 40 valores del CAC 40 el día de fin del mes bursátil de noviembre de 2012, para la quinta potencia mundial mientras que las ganancias anuales después de impuestos son a menudo cerca de 80 billones de euros, fuente: Cercle de finance; otra señal que nunca falla: el impuesto sobre las transacciones financieras recauda dos veces menos de lo esperado, mientras que su tasa fue duplicada por el nuevo gobierno actual.
16. Que hemos comentado; véase nuestro artículo Manipulation de cours: comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées comme Alstom en représentant jusqu'à 41 % des transactions journalières afin de provoquer des baisses artificielles. En: LPA, 2006, n° 258.
17. Véase al respecto, nuestro artículo Estoppel et ordres de bourse. En: Bulletin Joly Bourse, 2012, p. 613.

términos de capitalización bursátil para éste grupo, uno de los líderes mundiales en energía, sin relación con la "burbuja del Internet", cuyo capital en gran parte es propiedad del Estado francés mismo (38 %). Para recordar, el activo neto contable de este grupo es de 28 euros por acción, y el price earning ratio es de sólo 9 por una rentabilidad anual del 10 %. Debido a su colapso en la bolsa de valores, este grupo ahora vale menos que su deuda, de 41 billones de euros, la cual no ha sufrido la misma suerte que su capitalización bursátil, que se cayó a 37 billones.

El caso Kerviel, a principios de 2008, en el cual el especulador llegó a construir, gracias al efecto de apalancamiento, una posición de decenas de billones de euros, para él solo; la cantidad de pérdidas fue de 4,9 billones de euros. En 2013, los procesos judiciales siguen su curso.

Además, el caso conocido como el Ecureuil (nombre de la Caja de Ahorros), en octubre de 2008, en el cual los empleados de la Caja lograron destruir casi 800 millones de euros, por una suma inicial de 10 millones de euros en los mercados de derivados de acciones; el efecto palanca es de alrededor de 400. El Estado francés, necesariamente afectado por la enormidad de las pérdidas (plan de rescate de 360 billones de euros para 6 bancos franceses) es el único responsable de sus propias reglas que él mismo fijó para regir la bolsa: favoreciendo en extremo la especulación a la baja y la destrucción, dando autoridad de control financiero a quien destruye la economía, estableciendo el principio de valoración diaria de la cotización en bolsa, eliminando la obligación de concentración de órdenes, actuando con laxismo hacia el trading llamado de alta frecuencia, estableciendo una imposición repulsiva.

Además tenemos el increíble caso Volkswagen, del 27 de octubre de 2008, que establece definitiva e irrefutablemente que la cotización de bolsa es el resultado de la manipulación de cotizaciones ligadas a las ventas llamadas al descubierto, consecuencia de normas jurídicas absurdas, ajenas a toda la realidad económica. Debido a la recompra forzada de ataques a la baja "al descubierto", técnicamente llamado corner, la cotización en bolsa de la acción de Volkswagen pasa en pocas horas de 200 euros... a casi 1000 euros, sin relación alguna con la realidad económica. Este grupo se convirtió así en aquel momento, en pocas horas, en la primera cotización mundial, con un valor bursátil de 310 billones de euros, 100 veces más que su rival General Motors. La onda de choque ha afectado a varias plazas bursátiles en todo el mundo, entre ellas Francia y los EE.UU., las pérdidas estimadas para los especuladores a la baja fueron de 25 billones de euros, con un rumor insistente de 4 billones de euros únicamente para una de los grandes bancos franceses, pérdidas ligadas a la inversión, en tan sólo unas horas, de posiciones especulativas a la baja con efecto de palanca (vender x veces la propiedad de otro apostando por la baja y la destrucción). Para aquellos que especulan con un apalancamiento x 5, su pérdida ha alcanzado el 2500 % (5 x 500 %). En Alemania, un multimillonario que había tomado posiciones con efecto de palanca a la baja contra Volkswagen, arruinado, se suicidó en enero de 2009, arrojándose bajo un tren.

Finalmente, el caso Thomson, grupo rebautizado como Technicolor, en la primavera de 2009: la prohibición pura y simple de todo ataque a la baja impuesto por uno de los acreedores del grupo, Société générale, a través de banca en línea Boursorama, provocó un rebote de más de... 300 % de la acción, sin ningún tipo de reacción por parte de la AMF. Esta lista no está cerrada, otros casos se han añadido, implicando todos los efectos de apalancamiento y el laxismo de las normas jurídicas (la economía es secundaria en relación con el Derecho), tal es el caso Libor o también el caso llamado de la Ballena de Londres, en 2012.

10. Y después de la crisis

La prensa ha estimado en 25 000 billones de dólares, en tan sólo dos años, la cantidad de destrucción ligada a la crisis actual. La suma es tan grande que es difícil de imaginar. Debe ser cercana a la cantidad de Credit Default Swaps, de 26 000 billones de dólares a finales de 2011[18], ya sea después de 2008. La experiencia ha demostrado que los CDS son inútiles cuando se trata de cubrir un activo subyacente, que sólo son útiles para especular con efecto de apalancamiento, sin fines de cobertura. A fines de comparación, el PBI de Francia es de 2000 billones de euros, y las empresas cotizadas en el Cac 40 valían a principios de marzo de 2009, unos 600 billones de euros, menos de un tercio del PBI de Francia, que sin embargo es la quinta potencia mundial. Francia se encuentra en una situación particular en comparación con los EE.UU., Alemania, Inglaterra, Japón. Desde hace 13 años, la bolsa francesa se cae cada vez más y crece menos que en otros lugares, con el resultado de que el país todavía no se ha recuperado de la crisis actual que comenzó en 2007. Para evitar una cadena de quiebras, las autoridades inyectaron miles de billones de dólares en el sistema, tanto en los EE.UU. (alrededor de 4000 billones de dólares bajo el Quantitative Easing decidido por M. B. Bernanke) como en la UE, en los bancos centrales, en el FMI y en los mismos Estados, con un debut temprano de nacionalizaciones parciales de bancos. Por ejemplo, cuatro Estados de la UE, entre ellos Francia, han anunciado un plan de ayuda a los bancos a 2000 billones de dólares. Al hacerlo, las autoridades han aprendido las lecciones de la crisis de 1929. Pero han cometido errores nuevos, que tendrán grandes consecuencias en los próximos años. En efecto, es peligroso seguir fomentando la especulación de liquidez y reduciendo las tasas de interés, sin abordar las causas de la crisis, es decir, el favorecer la especulación a la baja. Sólo ciertos efectos son tratados, pero no las causas de la crisis. Este síndrome del fondo de la tina abierta, que se trata de llenar vertiendo enormes cantidades de agua. Se puede creer por algún tiempo que el problema está resuelto, pero es sólo una apariencia, producto de una ilusión: cuando el agua se acaba, la tina se vacía inmediatamente, y riquezas colosales son perdidas para siempre.

18. IOSCO. The Credit Default Swap market, junio de 2012.

11. 11. La hora de elegir para el futuro

Hasta el punto en que hemos llegamos, varias opciones son posibles, muchas de los cuales representan un riesgo significativo de recaída. Al igual que en una partida de ajedrez, quedan pocas juagadas a jugarse, y algunas finalizan en una derrota o un jaque mate. El destino de Grecia debería hacernos reflexionar, dado que ya no pertenece, a causa de su colapso económico, a la lista de los países desarrollados desde junio de 2013, sino a la de los países emergentes.

Por tanto, el poder político puede decidir:

No hacer nada, lo cual es un fracaso seguro, peor que en 1929; las causas (el favorecer la especulación a la baja) no son tratadas, y la crisis empeorará en un futuro próximo; dará lugar a quiebras, ejecuciones, despidos y expulsiones en masa.

Continuar abasteciendo el mercado con liquidez, sin abordar las causas; este plan es peligroso, ya que no garantiza la recuperación, y está expuesto al riesgo de una crisis de liquidez; qué pasará en uno o dos años, si el plan actual falla, cuando la liquidez inyectada haya sido destruida, y que los Estados ya no sean capaces de compensar las pérdidas, mientras que los planes de recuperación en moneda constante sean 100 veces el monto del Plan Marshall?

Hacer lo que se debería haber hecho hace más de una década, combatir la especulación a la baja, generalizando definitivamente la prohibición de la venta de x veces la propiedad de otro y la restaurando de la prohibición de put warrants sobre acciones, eliminada de manera irresponsable en 2001; a priori interesante, esta solución padece de dos peligros que la vuelven impracticable: 1/ la reproducción a toda la costa de lo que sucedió en el caso Volkswagen, los especuladores a la baja liquidados cristalizando pérdidas colosales, de varias decenas de billones de euros en cuentas bancarias, pérdidas que serían muy difíciles de superar, 2/ sabiendo que ellos pueden invertir sin correr el riesgo de llegar a ser abatidos, los fondos soberanos podrían sentir la tentación de aprovecharse de los grandes grupos, cuyas cotizaciones de bolsa son cotizaciones de quiebra, con valorizaciones tan bajas que tan sólo algunos años de resultados favorables (de 7 a 10 según los grupos) bastarían para pagar la diferencia; en este escenario, Francia perdería soberanía económica.

A fin de evitar tal resultado, hay dos opciones posibles: bien dar un plazo a los especuladores para detener sus ataques a la baja, antes de la prohibición total y definitiva de estas prácticas, so pena de severas sanciones penales en caso de violación; pero esta solución mantiene el riesgo que implica la pérdida de soberanía económica de Francia; bien nacionalizar todo el mercado, luego derogar las normas jurídicas que favorecen los ataques a la baja, para reintroducir algún tiempo después las empresas nacionalizadas a la bolsa; costoso a priori, este plan en realidad no cuesta mucho; a finales de octubre de 2008, el 80% de las empresas del Cac 40 podrían haber sido nacionalizadas en su totalidad por la ridícula suma de 350 billones de euros (suma es ridícula, en comparación con el PBI de Francia, quinta potencia mundial, de 2000 billones de euros, o también con la capitalización bursátil de Google o Apple, que son superiores), poco más que la suma estimada para un fondo soberano a la francesa (200 billones de euros), y menos que el monto del plan de ayuda para los bancos (360 billones de euros). También debemos recordar que en 2007, las 40 empresas del Cac 40 lograron un beneficio neto después de impuestos de 100 billones de euros, lo que da una idea del grado de devaluación de las empresas francesas y de la bolsa francesa. Pero habría que disponer de los medios para llevar a cabo un plan de este tipo.

Más modestamente, deshacer lo que se ha hecho jurídicamente de manera irresponsable desde 2001: prohibir la especulación a la baja a través de productos derivados, restablecer la obligación de concentración de órdenes, prohibir el trading de alta frecuencia, restablecer la imposición fiscal sobre el capital atractivo (reinstaurar de la posibilidad para el accionista de deducir una parte de los dividendos de acciones, disminuir de manera significativa el impuesto sobre las sociedades –renta de tercera- del 35% al 20 %, y volver a las tasas de imposición de beneficios bursátiles de inicios de los años 2000, de 16,9 %), a fin de restablecer mediante normas jurídicas responsables la confianza del público y de los inversionistas extranjeros en el funcionamiento de la bolsa francesa.

Para concluir, un punto parece seguro. El tiempo no juega en nuestro favor, sino en nuestra contra. El grado de destrucción de la crisis actual es fruto del laxismo legal que venimos denunciando desde 2001[19]. Es una ilusión creer que la ciencia económica permitirá salir de la crisis actual. Debido a que la crisis es jurídica antes que económica. Según la ley de Aron[20], los medios de destrucción son muy superiores a las capacidades de reconstrucción en la sociedad industrial y técnica. Esto también se aplica a las técnicas de especulación a la baja, que son jurídicas y únicamente jurídicas (hace falta una alza del 100 % para compensar una baja del 50 %, una alza del 10,000 % para una baja del 99 %). El tiempo de aplazar las cosas es un lujo que está más allá de nuestros medios. El agua sube muy rápido (más de 100 billones de euros por año de nueva deuda para Francia, con una deuda pública equivalente al 100% del PBI; Francia deberá economizar alrededor de 80 billones de euros al año para reducir su déficit público al 0,5 % del PBI, según las normas europeas de estabilidad presupuestaria; monto del déficit público a fines de abril de 2013: prácticamente 68 billones de euros en sólo 4 meses), y la hora del ahogamiento está cada vez más cerca.

19. Véase sobre todo nuestro libro La vérité sur l'effondrement de la bourse. Paris: Éditions Mare et Martin, escrito en 2003, publicado recién en 2007.
20. Véase su artículo fundamental, Progrès technique, progrès économique, progrès social. En: Les sociétés modernes, PUF, 1962, p. 427, especialmente pp. 430 y ss.