



Café Démocrate – 04 / 11 / 2008

La crise financière : *Causes & conséquences*



Quelques articles répondant à des questions récurrentes

Titrisation, Hedge Funds et Effet Levier... Définitions

Source : Alternatives Economiques, numéro 274, Novembre 2008

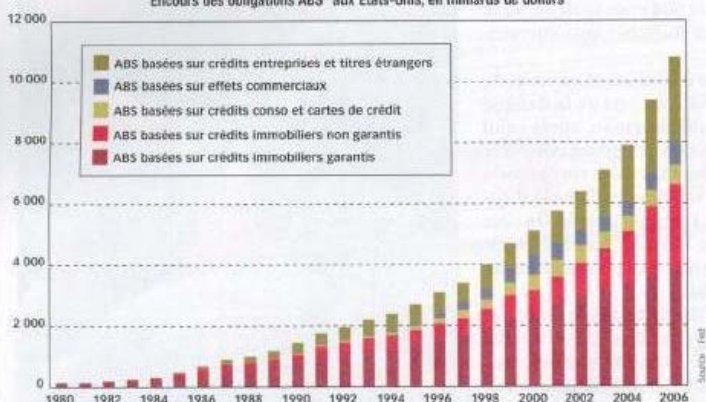
L'explosion de la titrisation

La logique de la titrisation est de transformer une créance bancaire en un titre pouvant faire l'objet de transactions. Par exemple une banque accorde des prêts immobiliers. Au lieu de conserver ce crédit à son bilan, elle le vend à un organisme financier qui, après avoir formé un pool de crédits, émet en contrepartie des titres de dettes qui seront vendus à des investisseurs (d'autres banques, des assureurs, des fonds de pension, de grandes entreprises, des hedge funds...).

Née dans les années 70, cette technique

s'étend à une vaste gamme de créances dans les années 80. Tous les types de crédits peuvent être titrisés : les prêts hypothécaires, les prêts aux entreprises, les prêts pour financer des fusions-acquisitions ou des LBO, les prêts à la consommation, les découverts de cartes de crédit, etc. Tous ces titres forment la grande famille des ABS (*Asset Backed Securities*, en français « valeurs mobilières adossées à des actifs »). Dans le cas particulier des crédits hypothécaires, on parle de MBS (*Mortgage Backed Securities*). ■

Encours des obligations ABS* aux Etats-Unis, en milliards de dollars



* Asset Backed Securities, en anglais valeurs mobilières adossées à des actifs

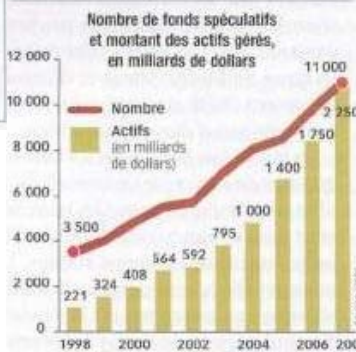
Sale temps pour les « hedge funds »

La recomposition en cours du paysage financier ne touche pas seulement les banques. Par une ironie de l'histoire, alors que les *hedge funds* (les fonds spéculatifs) sont souvent source d'instabilité financière par leurs arrivées et leurs retraits massifs et rapides de capitaux, cette fois, ce sont eux qui en sont les victimes ! Sur le seul mois de septembre, les investisseurs qui leur confient leur argent pour profiter de leurs stratégies risquées à haut rendement ont retiré de leurs mains 43 milliards de dollars.

Dans un marché où plus personne ne veut prêter aux autres et où le prix des actifs risqués a chuté, les fonds spéculatifs se retrouvent coincés de

trois côtés : ils perdent leurs paris et encaissent des pertes ; ils n'accèdent plus aux prêts qui leur permettaient de parier des sommes importantes ; et les investisseurs qui alimentaient leur capital retirent désormais leurs fonds. Résultat : selon certaines estimations, environ 1 000 *hedge funds* devraient faire faillite durant cette crise, soit pratiquement 10 % des 11 000 et quelques fonds en activité. 3 000 à 5 000 emplois auraient déjà été supprimés, un nombre qui devrait monter jusqu'à 10 000, sur les 150 000 que compte cette industrie financière dans le monde.

L'histoire des *hedge funds* montre que ce sont généralement les fonds les plus petits (avec un capital inférieur à 150 millions de dollars) qui ont la mortalité la plus élevée. Mais cette crise a tout de même fait souffrir les plus gros, sachant que les 100 plus grands établissements concentrent les trois quarts des actifs gérés. Enfin, pas tous. Mais ceux qui ont parié sur la baisse des Bourses ont vu leurs gains progresser de plus de 5 % durant le mois de septembre. Les fonds spéculatifs ne vont donc pas tous disparaître avec la crise. A la fin de 2007, ils géraient encore plus de 2 000 milliards de dollars. Il faudra les surveiller de plus près. ■



Le miracle de l'effet de levier

L'effet de levier est le nom donné au mécanisme qui permet à un opérateur (banque d'investissement ou autre) de dégager des rentabilités très élevées à partir d'un capital de départ limité. La méthode : mobiliser non seulement son propre argent mais aussi des sommes empruntées pour se lancer dans des opérations risquées à la rentabilité bien supérieure au taux d'intérêt exigé par les prêteurs.

Prenons l'exemple d'un investisseur qui dispose d'un capital de 2 millions d'euros. Il emprunte 8 millions d'euros au taux de 5 %.

Avec les 10 millions ainsi réunis, il se lance dans une opération risquée, mais qui lui rapporte 10 %, soit un million. Une fois payés les intérêts de 0,4 million, il lui reste 0,6 million, à rapporter à son capital de départ, deux millions, ce qui fait une rentabilité sur capitaux propres de 30 %.

Evidemment, quand le risque se concrétise, non seulement la rentabilité n'est pas au rendez-vous, mais vous pouvez ne plus être à même de rembourser vos emprunts. Il est alors urgent de fermer boutique... ■

Ph. F.

Quelques questions sur la crise financière

Sources : Aujourd'hui en France n°2514, 26 octobre 2008, www.lemonde.fr.

1) Comment est née la crise financière ?

C'est du petit marché des subprime, du nom de ces crédits hypothécaires américains risqués, que tout est parti. Parce que des banquiers ont octroyé des crédits immobiliers à des ménages aux revenus très modestes peu solvables en calculant leur capacité d'emprunt sur la valeur de la maison achetée. Tant que les prix immobiliers progressaient ce système fonctionnait. Mais lorsque l'immobilier a commencé à se replier aux Etats-Unis en 2007, l'effet pervers de cette mécanique s'est enclenché. Les ménages n'ont plus été capables de rembourser leurs emprunts, et les établissements de crédit qui les avait accordés se sont effondrés. La crise s'est ensuite diffusée à tout le système financier par le canal de la titrisation, cette technique née dans les années 1970 consistant à transformer des prêts bancaires en obligations achetées par les investisseurs du monde entier.

La crise est, d'une manière plus générale encore, la conséquence des excès observés sur le marché du crédit aux Etats-Unis. Dans les années 1990, la politique monétaire très souple – c'est-à-dire des taux d'intérêt très bas, rendant le crédit très peu cher – menée par le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Alan Greenspan, avait conduit à la formation d'une bulle spéculative à la Bourse de New York, notamment sur les valeurs Internet. Celle-ci avait fini par éclater au printemps de l'année 2000.

Après ce krach, la politique monétaire de la Fed a de nouveau été assouplie pour permettre à l'économie américaine de se relever. Après les attentats du 11 septembre 2001, les taux d'intérêt ont même été abaissés à 1 %. Cette réduction du coût de l'argent a certes permis de stimuler la consommation des ménages américains, leurs achats de logements et les investissements des entreprises. Mais elle a aussi permis aux financiers de multiplier les mécanismes d'emprunts de plus en plus sophistiqués et de plus en plus audacieux. "Les crédits ont agi comme des stéroïdes pour doper la croissance américaine. Mais il y a eu overdose. L'Amérique est aujourd'hui en cure de désintoxication", explique Joseph Stiglitz, économiste, Prix Nobel d'économie en 2001.

2) Pourquoi la crise n'en finit-elle pas ?

La crise dure parce qu'elle concerne désormais l'ensemble des crédits et non plus seulement le cadre étroit des crédits immobiliers à risque américains. Tous les types de crédits (automobiles, à la consommation, etc.) qui avaient été titrisés sont désormais touchés, soit un marché de plusieurs dizaines de milliers de milliards de dollars, très supérieur à celui du seul compartiment des subprime (1 300 milliards). De la même façon, elle n'affecte plus seulement les établissements qui avaient accordé des crédits immobiliers à risque aux Etats-Unis. Elle touche tous les acteurs financiers qui ont investi, par le biais de la titrisation, dans les marchés du crédit (banques, hedge funds, assureurs, fonds de pension, fonds communs de placement...).

Par ailleurs, la crise est alimentée par le sentiment de défiance qui perdure sur les marchés interbancaires. Plus personne ne sait trop précisément quelle est l'exposition des banques aux valeurs titrisées qui elles-mêmes ont bien du mal à être cotées ! Dans ces conditions, les banques

rechignent à se prêter de l'argent entre elles, inquiètes à l'idée de ne pouvoir récupérer leurs fonds. Cette paralysie du marché monétaire grippe tout le système financier.

Les mécanismes de la crise financière

1 De la titrisation...

Inventé dans les années 1970 aux États-Unis, ce mécanisme consiste à **transformer des créances (crédits) ou des flux financiers (loyers, assurances, intérêts) en « titres » ou produits d'investissement.**

⊕ Permet d'éliminer un risque en encaissant de l'argent frais

⊖ Le risque ne disparaît pas, il est reporté sur l'investisseur qui achète le titre.

2 ...à la crise du subprime

Depuis plusieurs années, les banques américaines accordent trop facilement des prêts immobiliers à des ménages aux revenus modestes. Ces prêts sont consentis à des **taux d'intérêt variables**, généralement bas et fixes les deux premières années, puis s'ajustant aux taux du marché sur le reste de la période d'emprunt. Dès 2005, certains taux montent jusqu'à 18%. Dans le même temps le marché immobilier s'affaïsse. Ainsi, des **milliers de ménages ne peuvent plus rembourser leur prêts**. En conséquence, **certain établissements de crédit font faillite**, faute de pouvoir se rembourser sur les maisons hypothéquées : **c'est la crise du subprime.**

3 La diffusion du risque

Les banques deviennent frileuses. Les prêts ne sont accordés qu'à des taux prohibitifs, **ce qui freine les investissements et la croissance**. Dans un contexte difficile de crise mondiale des matières premières, de retournement immobilier, de chute du dollar et de hausse du pétrole, **la crise devient globale.**



4 Faillite des grands établissements

L'**internationalisation** des risques du marché fait que de grands établissements non américains sont victimes de ce contexte partout dans le monde. Les plus touchés sont les banques, les assureurs, les investisseurs, les « hedge funds »...

5 Intervention des institutions

Pour enrayer la crise, **les banques centrales et les autorités publiques injectent des milliards de liquidités sur les marchés déprimés.** Les banques centrales renflouent certains établissements (Bear stearns, Northern Rock, Merrill Lynch, AIG...) et d'autres font faillite (Lehman Brothers).

3) Faut-il craindre un effet dominos sur les banques ?

Si Lehman Brothers, la cinquième banque d'affaires des États-Unis, a pu brutalement faire faillite, si la valeur de cette institution vieille de cent cinquante ans a pu s'évaporer en quelques semaines, alors, en théorie, aucune banque cotée en Bourse dans le monde ne peut s'estimer à l'abri. Ce constat doit être nuancé. Car les banques aujourd'hui les plus exposées et les plus fragiles sont aussi celles qui étaient hier les plus actives et les plus puissantes sur les marchés financiers. C'est le cas des grandes banques d'investissement de Wall Street (Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs...) qui exerçaient une domination sans partage dans ce domaine d'activité.

Les banques européennes, si l'on excepte les grands établissements suisses (UBS, Crédit suisse), étaient beaucoup moins spécialisées, ce qui aujourd'hui les protège. Au moins en partie. Elles bénéficient aussi de leurs activités de banque de détail qui elles restent très rentables et qui leur permettent d'éponger les pertes qu'elles ont pu subir avec leurs investissements hasardeux sur les marchés des subprime. De façon plus spécifique, les banques françaises possèdent, en outre, des ratios de solvabilité élevés, ce qui leur garantit en théorie une bonne résistance face aux chocs financiers.

Au-delà des craintes sur les banques d'affaires de Wall Street, c'est maintenant les inquiétudes sur les assureurs américains qui se font jour. Notamment sur AIG, dont le portefeuille d'actifs était lui aussi massivement investi en valeurs "titrisées".

4) Faut-il redouter un krach boursier mondial ?

"Les marchés, lorsqu'ils sont livrés à eux-mêmes, sont susceptibles de se laisser aller jusqu'aux extrémités de l'euphorie comme du désespoir", écrit le financier milliardaire américain George Soros, dans son ouvrage *La Vérité sur la crise financière* (Denoël). Or, à voir les faillites bancaires se multiplier et la récession menacer l'économie des Etats-Unis et en Europe, les investisseurs ont de quoi perdre espoir.

Pourtant, si cette crise financière est de l'avis des experts sans doute la pire depuis la grande crise de 1929 qui avait fait s'effondrer Wall Street de 46 % en deux mois, jusqu'ici, les marchés tiennent. Techniquement, un krach correspond à une baisse de plus de 10 % d'un indice en une séance. Or, à New York ou en Europe, les pires épisodes de panique se sont jusqu'ici traduits par des baisses relativement canalisées à moins de 7 %.

"Depuis le krach de 1987, il existe des garde-fous qui empêchent les marchés de reculer trop vite, trop fort", explique Jean-Louis Mourier, analyste chez Aurel. En outre, l'abondance de liquidités mondiale, provenant notamment des pétrodollars et des injections d'argent par les banques centrales, évite des purges trop violentes.

Aujourd'hui, les investisseurs parlent davantage de "krach rampant". C'est-à-dire d'une baisse continue du marché, sans rebond. Depuis janvier, la Bourse de Paris a ainsi reculé de 25,74 %, et celle de New York de 17,70 %. Les places des pays émergents relativement épargnées n'échappent pas non plus à la correction. Les places de Shanghai et de Bombay ont perdu 61,72 % et 34,77 % de leur valeur en neuf mois. Aujourd'hui, la plupart des investisseurs s'attendent à ce que ce mouvement de baisse généralisée se poursuive, compte tenu de la détérioration de la situation de l'économie réelle. Moins de croissance, donc moins de profits pour les entreprises.

5) Pourquoi le reste du monde est-il touché ?

Contrairement à ce qu'on avait pu espérer au départ, la crise des subprime ne s'est pas limitée au territoire américain. "*Les Etats-Unis ont réussi à exporter leurs problèmes partout dans le monde*", remarque un gérant. M. Stiglitz observe, lui, que, dans une économie globalisée, il était illusoire de penser que le nuage des subprime ne franchisse pas les frontières des Etats-Unis.

L'accélération de la mondialisation financière, au cours des dernières décennies, a rendu inévitable ce type de contamination. Tout choc dans un pays - a fortiori aux Etats-Unis - se fait immanquablement ressentir partout sur la planète. Une sorte d'effet papillon. Des investisseurs du monde entier possédaient des dettes américaines titrisées. La Banque centrale de Chine détient ainsi 380 milliards de dollars de créances sur Fannie Mae et Freddie Mac. Et, pour la petite histoire, l'une des premières victimes de la crise des subprime aura été, dès l'automne 2007, une petite ville du nord de la Norvège, dont la gestion financière était un peu trop audacieuse.

6) Comment la crise financière affecte-t-elle l'économie réelle ?

Après avoir longtemps fait preuve de résistance, ce qu'on appelle l'économie réelle (la production industrielle, les investissements, l'emploi, etc.) a fini par être rattrapée par la crise financière. Le taux de chômage remonte depuis plusieurs mois aux Etats-Unis, tandis que la zone euro et le Japon ont enregistré des taux de croissance négatifs au deuxième trimestre.

La crise financière – dont l'impact vient s'ajouter à celui de la flambée des matières premières – s'est diffusée à travers plusieurs canaux. Le premier est le renchérissement du crédit. Malgré les efforts des banques centrales pour apaiser les tensions sur le marché monétaire, les taux d'intérêt ont monté. Il est devenu plus coûteux pour les entreprises mais aussi pour les particuliers de se financer. Par ailleurs les banques, plus prudentes, ont elles-mêmes accordé moins facilement des crédits. Ce mécanisme, que les spécialistes désignent sous le nom de credit crunch (pénurie de crédit) est un frein puissant aux investissements et à la consommation, donc à la croissance.

Un autre canal de diffusion de la crise financière est celui de l'effet patrimonial. La chute des marchés boursiers et de l'immobilier constitue une destruction de richesses qui là encore pèse sur le comportement des ménages et des entreprises.

Enfin, de façon plus générale, l'instabilité du système bancaire et la crainte d'assister à un effondrement en cascade d'établissements de crédit pèsent sur le moral de tous les agents économiques. Ces derniers préfèrent attendre, avant de prendre des décisions, que la tempête se calme. D'où un risque de paralysie de l'économie.



7) Les pays émergents peuvent-ils résister ?

La crise financière, qui ébranle les économies des grands pays industrialisés, a jusqu'ici relativement épargné les pays émergents. Au sein des "BRIC" (Brésil, Russie, Inde et Chine), la croissance ne montre pas de signes d'essoufflement marqué. Elle reste très élevée, notamment en Chine où elle flirte avec la barre des 10 %.

Contrairement aux précédentes crises, qui avaient mis en évidence la dépendance des pays du Sud aux pays du Nord, la crise des subprime semble révéler une plus grande autonomie de ces nouvelles puissances économiques. Celle-ci s'expliquerait notamment par la progression du niveau de vie des populations locales et la constitution d'une classe moyenne qui consomme davantage. Selon la Banque mondiale, en Asie de l'Est, le taux de pauvreté, de 80 % en 1981, le plus élevé du monde, est tombé à 18 % en 2005.

L'idée selon laquelle la Chine et les autres grands pays émergents pourraient résister à la crise des subprime n'est toutefois pas partagée par tous les économistes. *"L'affaiblissement du capitalisme américain est un fait, mais les pays émergents sont plus fragiles qu'on ne le croit"*, tempère Jacques Mistral, économiste et membre du centre d'Analyse économique (CAE). Selon lui, la Chine notamment est encore très sensible aux fluctuations des économies occidentales. Les marchés américain et européens sont les premiers débouchés des exportations de produits "made in China".

8) Quelles solutions à la crise ?

Les économistes sont unanimes pour dire qu'on ne pourra pas enrayer une crise d'une telle ampleur en agissant uniquement sur la liquidité, c'est-à-dire en injectant de l'argent dans le circuit financier mondial, pour permettre aux banques de se financer. Toute la régulation du système financier mondial doit être repensée.

Le débat se focalise autour de quelques grandes idées : la suppression des zones de non-régulation dans la sphère financière (les établissements de crédit hypothécaire américains) ; la mise en place de règles strictes pour les agences de notation qui évaluent les risques de crédit des entreprises (méthodologie, transparence, etc.) ; l'assouplissement des normes comptables internationales, assises sur la valeur de marché des actifs, qui ont accentué les effets de la crise ; le remplacement du G7 par un G20 associant les pays émergents, à même d'aider l'économie mondiale à sortir de la crise grâce à leurs excédents de liquidités ; en Europe, la mise en place d'une supervision bancaire européenne calquée sur le système européen de banques centrales et dialoguant avec les autres superviseurs mondiaux...

Mais dans l'immédiat, il faut trouver une solution de sortie de crise. Deux écoles s'affrontent. L'une prône la mutualisation des pertes via la mise en place de systèmes de défaisance géants, qui permettront d'amortir les pertes. L'autre s'en remet à une gestion de la crise au cas par cas, en fonction du risque que représente une banque pour la stabilité d'ensemble du système financier.

360 milliards pour les banques... Qui paye ?

Source : www.lci.fr

Qui va payer pour le plan de sauvetage des banques ? Où vont les 360 milliards promis par Nicolas Sarkozy ? Les impôts vont-ils augmenter ?

Retour sur le plan du gouvernement en trois questions.

Combien pour ce plan ?

C'est au total une somme de 360 milliards qui est mobilisée – mais pas nécessairement dépensée – par l'Etat. Elle recoupe deux mécanismes très différents. Le premier, à hauteur de **40 milliards**, servira à renforcer le capital des banques qui le demandent. Eric Woerth, le ministre du Budget l'a reconnu : c'est bien une dépense qui va accroître la dette publique.

Le deuxième à hauteur de **320 milliards n'est pas une dépense sèche mais une garantie** qui permettra aux banques de se refinancer au quotidien. Elle permettra aux investisseurs qui ont perdu confiance dans les banques de leur prêter de l'argent en bénéficiant d'une garantie de l'Etat, un emprunteur qui rassure, pour être certains de récupérer leur mise...

Qui va payer ?

L'Etat ! Et donc les contribuables... Mais les pouvoirs publics, Nicolas Sarkozy le premier, insistent pour faire passer le message qu'**ils n'ont pas signé un chèque en blanc** aux banques. Le gouvernement met donc en avant les contreparties qui accompagnent chaque volet du plan et qui, à terme et si tout se passe bien, permettront à l'Etat de récupérer ses billes. La ministre de l'Economie Christine Lagarde explique mardi, sur RMC Info, que le gouvernement a "*construit le mécanisme*" du plan de soutien aux banques "*pour que non seulement cela ne coûte pas, mais pour que cela rapporte à l'Etat*".

S'agissant des **40 milliards** d'investissement dans le capital des banques, le nouvel organe de refinancement recevra des assurances de la part des établissements de crédit sous formes d'actifs, restitués une fois les opérations de refinancement achevées. En clair, l'Etat recevra un apport en actions correspondant à son investissement qu'il pourra revendre plus tard, idéalement en faisant une plus-value. Les banques seraient par ce procédé partiellement nationalisées jusqu'à ce que leur santé financière s'améliore.

S'agissant de la garantie de **320 milliards** allouée aux banques, elle devrait être rentable, selon Christine Lagarde qui a détaillé ce mécanisme. "*Aujourd'hui la garantie de l'Etat vaut beaucoup, parce que les gens savent qu'ils peuvent avoir confiance. Le taux auquel on va emprunter sera donc relativement bas*", a expliqué la ministre. "*En revanche, le taux auquel on va prêter (aux banques, ndlr), sera plus élevé. Si bien que, pour faire simple, entre les deux, on réalise une marge*", a-t-elle ajouté.

Les impôts vont-ils augmenter ?

"*Promis, juré, il n'en est pas question*" répètent, comme un seul homme, les dirigeants de la majorité depuis l'annonce du plan. "*Le contribuable sera gagnant*", avait d'ailleurs martelé Nicolas Sarkozy en le détaillant. Le Premier ministre François Fillon a abondé dans ce sens en déclarant lundi soir sur TF1 qu'il ne comprend "*aucune hausse d'impôt*".

Mais où trouver alors les **40 milliards** qui serviront à recapitaliser les banques ? En empruntant... Eric Woerth a bien dû admettre que ce volet du plan "*augmentera la dette*" de l'Etat s'il est utilisé. La conséquence ? Si la dette augmente, elle atteignait déjà 1209 milliards d'euros fin 2007, les charges d'intérêts vont augmenter. Et comment les payer sans augmenter les impôts? **En s'endettant davantage...** Une pratique dont la France se passerait bien : avant même l'annonce du plan de soutien bancaire, la dette publique française était attendue à 65,3% du PIB fin 2008, au delà du plafond de 60% autorisé par le pacte de stabilité européen.

Pour ne pas alourdir encore la dette transmise aux générations futures, l'Etat est condamné à faire une bonne opération financière et donc à miser sur un rétablissement rapide des banques françaises. Il pourrait alors rembourser ses dettes lorsqu'elles seront tirées d'affaire. Faute de quoi il faudra expliquer aux jeunes adultes de 2030 qu'ils payent les impôts qu'ont refusés leur parents, bien entendu dirigés par une classe politique irresponsable....

Les 10 chantiers de la régulation financière

Source : Alternatives Economiques, numéro 274, Novembre 2008

« *Il faut changer le fonctionnement du système, il faut changer les règles du jeu, il faut changer la régulation.* » En pleine panique boursière, le directeur général du Fonds Monétaire International (FMI), Dominique Strauss-Kahn, appelait début octobre à ne pas manquer l'étape suivante : remettre de l'ordre dans la finance. Celle-ci a pris une place démesurée dans le capitalisme contemporain : le secteur financier représentait 10% des profits des entreprises américaines dans les années 70 contre 40% en 2006. Et ses dérapages nous coûtent trop cher. L'objectif politique prioritaire des mois qui viennent doit être de produire de nouvelles normes qui permettront sinon d'éviter, du moins de limiter considérablement la possibilité d'une nouvelle crise. Comme l'avouait sans fard le 17 octobre dernier Lord Turner, le patron de la Financial Services Authority (FSA), le régulateur financier britannique, « *pour le dire franchement, nous faisons de la supervision au rabais* » !

Ce sera un vrai combat que d'imposer de nouvelles lois aux financiers. Certains d'entre eux, relayés par de nombreux économistes, nous incitent déjà, au nom de l'idée triviale selon laquelle l'économie a besoin des banques et des marchés financiers, à ne pas trop les contraindre. Et à se contenter de vagues appels à plus de transparence à des gens dont le métier est de gagner de l'argent sur la complexité et l'opacité ! A l'inverse, nationaliser l'ensemble du système bancaire mondial n'est pas non plus la panacée : souvenons-nous des errements du Crédit Lyonnais.

Doit-on revenir sur la libre circulation des capitaux pour éviter la contagion internationale des crises ? La question est désormais posée par des économistes influents comme Dani Rodrik, qui considère que les inconvénients l'emportent sur les avantages. En attendant de voir comment évoluera le débat politique sur la question, l'économie de marché capitaliste ne peut fonctionner sans finance pour distribuer du crédit et soutenir l'investissement. Mais celle-ci doit être sérieusement encadrée, afin qu'elle serve la croissance et l'emploi.

Est-ce possible ? On peut d'ores et déjà constater que pas moins de dix chantiers de régulation sont ouverts. Quatre sont cruciaux : encadrer les banques pendant les périodes d'euphorie, renforcer les politiques de maîtrise des risques, encadrer le marché des produits financiers sophistiqués et s'attaquer aux paradis fiscaux. Au-delà des aspects techniques, si ces chantiers se traduisent par des décisions politiques fortes, même sans un « nouveau Bretton Woods », la finance peut être maîtrisée.

Sauf décision inattendue de la série de sommets internationaux censés se réunir à partir du 15 novembre, la plupart des négociations doivent trouver leur aboutissement lors d'une conférence du G7 en avril 2009. D'ici là, les batailles diplomatico-économiques vont faire rage pour définir les nouvelles tables de la loi financière. Une partie de l'avenir du capitalisme va se jouer dans les mois qui viennent. Tour d'horizon des piliers possibles d'une régulation de finance.

1/ Moins de crédits pour la spéculation

Le problème

Les crises financières importantes résultent de l'éclatement des bulles, dont la formation est nourrie par une distribution excessive de crédits par les banques. Par exemple, les banques offrent des financements qui permettent d'acheter des maisons ou des actions, ce qui pousse la demande et fait monter les prix. De quoi justifier l'obtention de nouveaux crédits, gagés sur la valeur croissante des maisons ou des actions, qui permettent d'acheter plus grand ou plus d'actions... Jusqu'au moment où le mouvement s'inverse et la bulle éclate.

Les propositions

Pour éviter cela, il faut que les banques soient contraintes, lorsque tout va bien, à ne pas distribuer l'argent n'importe comment. Pour ce faire, il faut les toucher au portefeuille : en leur imposant des coûts supplémentaires quand leurs crédits prennent des proportions excessives dans tel ou tel type d'acteurs financiers (les *hedge funds* par exemple). Une telle action préventive de politique monétaire est essentielle. Elle devrait être imposée par les autorités de supervision. Pendant les périodes d'euphorie, celles-ci demanderaient aux banques de mettre davantage de capital de côté, qui ne leur rapporte rien. Y compris si elles décident de se débarrasser ensuite de leurs crédits en utilisant différentes méthodes, comme la titrisation, pour les sortir de leur bilan. Ce sera l'un des piliers du futur contrôle des banques. Reste à fixer la barre des contraintes en capital à un niveau réellement dissuasif pour éviter la formation des bulles.

2/ Un meilleur contrôle dans les banques

Le problème

De l'affaire Kerviel à la crise des subprime, en passant par les 600 millions d'euros perdus par la Caisse d'Épargne le mois dernier, les banques ont montré que leurs dispositifs internes de contrôle des risques étaient insuffisants. Les modèles statistiques qu'elles utilisent prennent notamment très mal en compte les événements exceptionnels, précisément ceux dont il faudrait se protéger.

Les propositions

Est-ce à dire, comme l'affirme le chercheur Frédéric Lordon, que « *le contrôle des risques est une chimère* » et qu'il ne faut rien en attendre ? Non. La mesure des risques est autant affaire d'analyses quantitatives. En clair, les modèles statistiques utilisés par les banques, aussi sophistiqués soient-ils, ne remplaceront jamais le bon sens stratégique pour juger des limites acceptables de la prise de risque. Pour cela, les banques doivent payer leurs contrôleurs interne aussi bien que leurs traders (qui doivent eux même être moins payés, voir point n°5) ; elles doivent disposer de systèmes d'information capables de leur fournir en quelques heures l'état de leur exposition totale aux risques pris, ce qui n'est pas le cas à présent ; elles doivent enfin discuter au niveau du conseil d'administration. Un bon contrôle des risques est possible : de l'américaine Goldman Sachs à la française BNP Paribas, certains dirigeants de banques ont su dire non face à la pression de ceux qui leur demandaient de s'engager sur des produits financiers à haut rendement, mais dont ils maîtrisaient mal les risques.

3/ Encadrer les marchés de produits dérivés

Le problème

Les produits dérivés répondaient, à l'origine, au besoin des entreprises et des investisseurs de se protéger contre les variations des taux de change, des prix du pétrole, etc. Leur rôle a évolué à partir des années 90 : ils permettent aujourd'hui de « casser » les différents risques – risque de non remboursement, risque de change, risque de variation des taux d'intérêts, etc. – liés à n'importe quel actif financier, pour faire de chaque risque un nouvel actif financier avec un prix, échangeable par les investisseurs sur un marché. C'est ainsi que les produits dérivés ont répandus les risques liés aux prêts des subprime dans l'ensemble du système bancaire mondial. Ils ont également été impliqués dans de nombreuses crises ces dix dernières années. Un mois après la faillite de Lehman Brothers, on ne sait toujours pas qui a perdu combien.

Les propositions

L'existence de marchés dits « de gré à gré », c'est-à-dire dont les conditions sont laissées à la libre négociation des investisseurs entre eux, pose problème dans la mesure où les transactions restent opaques, un opérateur peut prendre des risques excessifs. Les Etats-Unis ont donc demandé que l'ensemble des transactions sur les produits dérivés passe par des marchés organisés, où les conditions d'échange respectent des règles qui assurent une plus grande sécurité.

Les transactions passent par une chambre de compensation, une sorte de notaire qui enregistre ce que chacun achète et vend et qui établit tous les jours le solde. Il est alors demandé à ceux dont la position est débitrice de laisser à la chambre une garantie pour montrer qu'ils ont de quoi payer. Cela permet, d'une part, de connaître les risques pris par chaque opérateur et, d'autre part, d'assurer que celui-ci est solvable. La chambre de compensation Eurex avait ainsi vu et signalé à la société générale quelques transactions bizarres de Jérôme Kerviel.

Les grandes banques mondiales, toutes actrices importantes de ces marchés, ont accepté le principe de la chambre de compensation. Plusieurs projets concurrents se mettent actuellement en place ; ils devraient être opérationnels dans les mois qui viennent. Restera à s'assurer que les garanties demandées sont suffisamment élevées. Et que les transactions seront enregistrées avec un minimum d'erreur et rapidement (ce n'est pas toujours le cas dans les chambres de compensation existantes).

Cette évolution sera-t-elle suffisante ? Les régulateurs devront limiter les marchés qui pourront rester non organisés et les surveiller de près. Dans les années 30, le Congrès américain a fait fermer certains marchés de produits dérivés que les parlementaires trouvaient trop spéculatifs. Limiter la dissémination et l'opacité des risques financiers est un enjeu majeur de régulation. C'est l'un des domaines où les pouvoirs publics doivent se montrer les moins conciliants.

4/ S'attaquer aux paradis fiscaux

Le problème

En plus de faire perdre d'importantes recettes fiscales aux Etats, les paradis fiscaux sont également des paradis réglementaires, où il est possible aux établissements financiers de s'installer pour mener leurs opérations sans contrôle. La meilleure régulation financière sera sujette trop facilement aux contournements si les paradis fiscaux peuvent continuer à œuvrer comme bon leur semble.

Les propositions

« *Des trous noirs comme les centres off-shore ne doivent plus exister* » a lancé le 14 octobre dernier le Premier Ministre François Fillon dans une déclaration à l'Assemblée Nationale. « *Leur disparition doit prélude à une refondation du système financier international.* » On peut s'attaquer, avec succès, aux paradis fiscaux. Une mesure immédiate consisterait à ce que les gouvernements qui ont apporté leur garantie aux dépôts des particuliers auprès des banques précisent que cette garantie ne concerne pas les dépôts effectués dans les filiales situées dans les paradis fiscaux. L'île de Man, Jersey, Guernesey, etc. n'ont pas les reins assez solides pour apporter ce genre de garanties.

Les gouvernement allemand et français poussent actuellement à un renforcement de la directive européenne sur l'épargne, qui oblige le fisc des pays de l'Union à informer le pays d'origine des placements d'un non-résident ou bien, pour les pays qui souhaitent conserver leur secret bancaire, à imposer une retenue à la source de 20% sur les intérêts des placements. La France et l'Allemagne veulent supprimer cette seconde possibilité et rendre obligatoire l'échange d'information. La directive doit également être appliquée aux fondations, aux trusts, etc., et pas seulement aux individus ; et concerner tous les produits financiers complexes destinés, même indirectement, à contourner les règles fiscales.

Il faut aussi relancer la directive européenne sur les « prix de transfert », prix auxquels les multinationales s'échangent des biens et des services. Ceux-ci sont en effet souvent utilisés pour faire apparaître des profits sur les territoires les moins taxés. Cette directive doit voir le jour cette année, mais elle est repoussée après le NON irlandais au référendum européen. Elle consiste à établir une base fiscale consolidée au niveau européen. Les profits des firmes seraient taxés en une seule fois et le produit de la taxe redistribué entre les différents pays d'implantation selon des critères à déterminer (quantité du capital investi, chiffre d'affaire, etc.), comme c'est le cas aux Etats-Unis et au Canada.

Enfin, la crise financière ayant ouvert le débat sur le changement des normes comptables internationales (voir le point n°7), il faut en profiter pour exiger des multinationales le *reporting* pays par pays : chaque firme devra rendre transparent dans quels pays elle est présente, ce qu'elle fait, le montant de ces actifs et le nombre de personnes employées, comment s'établissent les relations intergroupe, ses profits avant impôts, etc. Le Parlement européen a déjà demandé à la Commission d'agir en ce sens. Les investisseurs le souhaitent, George Soros en tête, ne voulant pas être surpris par la soudaine mauvaise publicité, liée à l'utilisation des paradis fiscaux, des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Trois sénateurs américains ont déposé l'an dernier un projet de loi très dur contre les paradis fiscaux. L'un d'entre eux s'appelle... Barack Obama. S'il est élu, il y a de grandes chances qu'il agisse. Une action coordonnée des Etats-Unis et de L'Europe, à condition que le Royaume Uni s'y associe, ouvrirait des temps très durs pour les paradis fiscaux.

5/ Encadrer les rémunérations

Le problème

Les *traders* qui prennent des risques sur les marchés financiers touchent de gros bonus lorsqu'ils font gagner de l'argent à leurs investisseurs... et de moins gros lorsqu'ils perdent. Ainsi, selon l'institut CEBR, les bonus délivrés à la City londonienne devraient baisser de 58% cette année par rapport à l'an dernier, mais s'établir tout de même à 4,5 millions d'euros... Une incitation à risquer gros ! Et si l'établissement fait faillite et que les actionnaires chassent le PDG, celui-ci part généralement avec un gros paquet, sans subir les conséquences de sa mauvaise gestion.

Les propositions

Les plans de sauvetage gouvernementaux des banques de nombreux pays, dont la France, imposent l'abandon des parachutes dorés pour les patrons dont les établissements auront besoin d'argent public. Aux Pays-Bas, les législateurs viennent de mettre en place une forte imposition des primes de départ, des compléments de retraite et des *stock-options* des dirigeants. Aux Etats-Unis, les patrons qui font plonger leur entreprise pourraient même être obligés de redonner une partie des rémunérations obtenues, une politique du *clawback* (« récupération ») qui fait horreur aux dirigeants et aux *traders*, qui seraient obligés de rendre une partie de leurs gains passés en cas de perte. Toutes ces politiques vont dans le bon sens sur le plan éthique, mais il ne faudrait pas que les gouvernements s'en contentent comme politique de régulation de la finance.

6/ Réformer les agences de notation

Le problème

Les agences de notation donnent des notes aux emprunts et autres titres financiers émis par les entreprises, les banques, les Etats, etc., en fonction du risque qu'il y a à détenir ces titres. Mais ce sont ceux qui veulent être notés qui paient pour l'être ! Les entreprises qui émettent des titres risqués font alors le tour des agences de notation pour savoir laquelle leur donnera la meilleure note et retiennent la plus conciliante. C'est ainsi que les produits financiers risqués liés aux subprime ont reçu des avis excellents, envoyant le message aux investisseurs qu'ils pouvaient les acheter sans risque. Une situation d'autant plus dommageable que les régulateurs internationaux ont fait de ces avis un des piliers de la régulation internationale, en conseillant aux investisseurs de s'y référer.

Les propositions

Des Etats-Unis à l'Union Européenne, les pouvoirs publics ont menacé les agences de notation d'une stricte régulation publique. Ce qui a incité les acteurs privés, par l'intermédiaire de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), qui regroupe les régulateurs boursiers de la planète, à proposer à la mi-2008 un code de bonne conduite aux agences de notation. Les régulateurs financiers attendent désormais sa mise en œuvre. Ils souhaitent que les pratiques de notation deviennent plus transparentes, que les notes des produits financiers sophistiqués soient différentes des autres, etc. Là encore, ces évolutions vont dans le bon sens, mais sont loin d'être fondamentales. Les investisseurs savaient pertinemment qu'ils achetaient des produits financiers ayant certes reçus des bonnes notes, mais tout de même très risqués. Des agences de notation parfaites, ce qu'elles ne seront jamais, n'empêcheraient pas de fortes prises de risque. Les investisseurs ne pourraient simplement plus se cacher derrière les agences pour se justifier.

7/ Changer les normes comptables

Le problème

Les normes comptables appliquées aux Etats-Unis et celles appliquées en Europe reposent sur le principe de la « juste valeur », c'est-à-dire que les entreprises doivent être évaluées en tenant compte du prix du marché des actifs qu'elles possèdent, de manière à permettre aux investisseurs de connaître leur véritable valeur marchande. Mais, lorsque le prix des titres financiers liés aux subprime s'effondre ou que la valeur du capital s'écroule en Bourse, les banques doivent le traduire aussitôt dans leurs comptes, ce qui les fragilise rapidement. Et les forcent à chercher du capital ou à se débarrasser des actifs dont le prix baisse, ce qui les fait encore baisser et ajoute à la crise. Problème supplémentaire : quand plus personne ne veut acheter ou vendre un produit financier dont la valeur est incertaine, comme cela a été le cas ces dernières semaines, quel est son prix de marché ?

Les propositions

Les autorités politiques ont carrément violé les autorités comptables le mois dernier. Le régulateur comptable américain a permis à ses banques de mettre de côté l'application de la règle de la « juste valeur », ce qui a suscité une demande des banques européennes dans le même sens. Depuis 2005, les normes comptables appliquées aux sociétés cotées en Europe sont celles de l'International Accounting Standards Board (IASB), une organisation de droit privé dominée par les grands cabinets comptables anglo-saxons. Après force réticence, l'IASB a fini par céder sous la pression politique européenne, le 14 octobre dernier, permettant aux entreprises d'abandonner partiellement la juste valeur pour étaler dans le temps l'impact de la baisse des marchés sur leurs comptes. C'est un recul important pour l'IASB, que selon son directeur, Sir David Tweedie, a justifié en disant qu'il valait mieux que les comptables le décident plutôt que les politiciens !

8/ Réguler les fonds spéculatifs

Le problème

Avec leur horizon courts et leurs techniques agressives – comme la vente « à découvert à nu » de titres, c'est-à-dire sans les détenir, qui a contribué à la panique boursière avant d'être interdite – les *hedge funds*, ou fonds spéculatifs, introduisent beaucoup de volatilité sur les marchés financiers. Enregistrés en très grande majorité dans les îles Caïmans, un paradis fiscal, ils prennent des risques excessifs pour maximiser leurs profits.

Les propositions

« *Il faut tuer les hedge funds les plus sales et réglementer les autres* » aurait déclaré le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson à la mi-octobre. Une régulation des fonds spéculatifs sans s'attaquer aux paradis fiscaux d'où ils opèrent serait vouée à l'échec. Mais si les fonds mis à leur disposition par les banques sont encadrés, si les paradis fiscaux sont mis au tapis et les produits dérivés mieux régulés, il ne leur restera pas beaucoup de terrain de jeu !

9/ Une autre politique de liquidité est possible

Le problème

Pour exercer leurs activités, les banques disposent de capitaux propres, de dépôts – pour les banques disposant d'un réseau –, d'emprunts à court ou moyen terme qu'elles se font entre elles ou auprès d'investisseurs, et enfin, d'emprunts auprès de la Banque Centrale. Les banques d'affaires jouent avec l'argent que leur confient les investisseurs, se financent beaucoup auprès des autres établissements financiers. Cela leur permet de jouer entre 10 et 30 fois plus que leur capital de base. Quand les marchés se bloquent, faute de confiance entre établissements, les banques, et plus encore les banques d'affaires, n'ont plus accès à la liquidité nécessaire et leur activité se grippe.

Les propositions

Les régulateurs souhaitent que les banques suivent de près leurs besoins potentiels de liquidités, qu'elles disposent en permanence d'actifs de qualité susceptibles d'être apportés aux banques centrales en cas de problème pour obtenir un refinancement, et qu'elles calculent le niveau de liquidités dont elles auraient besoin pour y faire face, etc. Autant de bonnes résolutions, pour l'instant non contraignantes. Et qui visent juste à fixer un cadre de gestion du risque de liquidité, sans contrainte quantitative précise. Si on en reste là, ce sera largement insuffisant.

10/ Une nouvelle gouvernance de la finance mondialisée

Le problème

La mondialisation des activités financières des établissements privés a été beaucoup plus rapide que celle de la coordination politique nécessaire pour la réguler. La crise a démontré la nécessité de réponses coordonnées des gouvernements pour être efficaces.

Les propositions

Les Européens souhaitent une conférence financière internationale de grande ampleur, du type de celle qui a eu lieu en 1944 à Bretton Woods pour fonder les piliers de la régulation financière de l'après guerre. Les Américains ont proposés une série de réunions de moindre ampleur. En attendant, la crise actuelle a donné une place prépondérante à une institution internationale peu connue, le Forum de stabilité financière. Né en 1999, il regroupe les autorités financières des douze grands centres financiers (dont le France) et de toutes les institutions internationales ayant trait à la régulation financière. Le Forum s'est imposé comme le cerveau central de la réflexion des régulateurs face à la crise. Plus visible, le FMI revendique une place particulière comme institution de surveillance des systèmes financiers, de l'analyse des contagions internationales des crises et de centre d'alerte et de propositions.

Quelle que soit l'architecture finale qui sortira dans els mois qui viennent, ont peut être sûr que la finance internationale et les modes de son contrôle politique auront changé de visage. Pour le meilleur ? A suivre...