

L'Allemagne et la France face à la crise d'hyperspéculation globale

« L'idée de fonder une stratégie sur la valeur des actions est insensée. » J. Welch, ancien Président de General Electric, mars 2009.

« On a vendu des produits si complexes que personne ne les comprenait, et surtout pas ceux qui les achetaient. » St. Green, Président, HSBC, mars 2009.

« Je ne me sens absolument pas responsable de ce qui s'est passé. » H. Greenberg, ancien Président de AIG, avril 2009.

Au moment où les regards se sont tournés-en avril 2009- vers les Chefs d'Etat réunis en G.20 à Londres, on avait encore peine à imaginer l'immensité du cataclysme financier, économique et social qui s'était abattu sur le monde depuis 2007. Alors que les prophètes de la mondialisation heureuse vantaient les mérites des rééquilibres transnationaux en cours, l'édifice financier se fissurait déjà, fragilisant l'immobilier nord-américain du fait de ses financements à taux variables et de ses modalités de transfert de risques par voie de titrisation. On venait pourtant de traverser la bulle des hautes technologies qui avait divisé par 2 les indices boursiers entre 2000 et 2002. Chacun jurait de ne plus se laisser prendre à l'extrapolation infinie des profits à base d'innovations géniales à portée planétaire... Pourtant, les comportements n'avaient guère tendance à changer – en dépit de la succession des crises (1987, 1993, 1997, 2002) – en matière de transparence d'informations sur fond d'opacité financière, de rémunérations exorbitantes de dirigeants ou encore de paradis fiscaux à confidentialité garantie. Les bons apôtres de la gouvernance et du développement durable, les auditeurs si fiers de leurs normes comptables internationales, les chantres de l'éthique d'entreprise ou de l'investissement socialement responsable (ISR) n'avaient certes pas empêché la faillite d'Enron et de Parmalat ou encore le sauvetage in extremis, par les deniers publics, de France Telecom. Le Sarbanes-Oxley Act aux Etats-Unis (2002) ou la loi sur la sécurité financière en France (2003) auraient pourtant dû rétablir la confiance dans ces marchés à forte volatilité. Certains faisaient bien observer que les vrais gagnants étaient ceux qui savaient sortir à temps, comme au jeu de mistigri.

* G. Valin.



Et voilà que depuis l'été 2007, les choses sont allées de mal en pis. Aux pertes colossales des institutions financières autrefois les plus prestigieuses (estimées par le FMI à -400 milliards \$US en août 2007, -1400 milliards \$US en octobre 2008, et aujourd'hui à -2200 milliards \$US, dont presque la moitié concernerait la zone euro), répondent, dans la plupart des pays concernés, des surenchères incroyables en termes de plans de relance. Un peu comme si aux errements financiers invraisemblables devaient répondre – en temps réel – des sacrifices équivalents imposés aux contribuables et aux épargnants, victimes expiatoires dans la main de gouvernants tributaires de leur cote médiatique. A y regarder de près, les réactions des pays concernés n'ont pas été homogènes, et particulièrement au sein du couple franco-allemand. Aussi n'est-il pas sans intérêt de retrouver, de 2007 à 2009, les fils directeurs de cette gigantesque crise transnationale selon ses multiples dimensions économiques, financières et sociales. Il sera alors possible d'apprécier les attitudes des divers acteurs, à la lumière des divers courants de pensée ambiante ; la pandémie de la méfiance généralisée (voir tableau 1) a suscité diverses vocations de thérapeutes dans les services d'urgences : anesthésistes, homéopathes, chirurgiens... Ainsi apparaissent aujourd'hui quelques voies de bon sens non encore explorées, conduisant à de questions simples restées sans réponses : tout ou partie de la crise auraient peut-être pu être évités !

La crise financière transnationale en 2007 : des réactions en chaîne résultant d'une spéculation débridée

Les premiers symptômes d'une crise à laquelle personne ne voulait croire – sauf quelques rares personnalités comme R. Shiller ou J. Stiglitz – apparaissent au début de l'été 2007 sous la forme de la baisse de notations de certains instruments financiers issus des « subprimes » nord-américains. Les agences de notation (Moody's et Standard and Poor's aux Etats Unis, Fitch en Europe) établissent pour le compte d'investisseurs institutionnels une revue de détail de certaines dettes (obligations, mais aussi diverses formes de produits dérivés) en vue d'en évaluer les risques de défaut (non remboursement du capital ou des intérêts). A l'époque, il s'agissait principalement des CDO (Collateralized Debt Obligations), c'est-à-dire de titres représentatifs de créances bancaires, notamment immobilières. Ces titres sont librement négociés sur des marchés de gré à gré (« Over The Counter », OTC, voir tableau 2) entre institutions financières, pour diversifier le risque des bilans des banques. Composés de portefeuille de créances à risques variables, ces CDO (voir tableau 3) font partie des principaux vecteurs de titrisation (transformation d'un ensemble de crédits en titres négociables), en vue de répartir les risques entre le plus grand nombre d'acteurs possibles... Or, il se trouve que le marché mondial de la titrisation a connu un développement considérable au cours de la période 1995-2005, à partir de la plupart des grandes places financières. D'autre part, le marché immobilier américain avait été dopé par les déclarations des Présidents Clinton et Bush en faveur d'une « civilisation de propriétaires ». La politique d'argent bon marché de Mr Greenspan favorisait les prises de risques à court terme par effet de levier. La hausse des taux de l'année 2006 devait aggraver les réactions en chaîne, tout au long des maillons de la titrisation. On découvrait, à cette occasion, une dramatique opacité, vouant à l'échec toute tentative sérieuse de traçabilité, et par conséquent, de valorisation réaliste des CDOs.

La banque Bear Sterns sera la première victime : ses hedge funds (fonds spéculatif d'arbitrage) avaient lourdement investi en CDOs et perdu l'essentiel de leur valeur. Les hedge funds échappent à toute réglementation, et sont souvent localisés dans des paradis fiscaux. Ils ont longtemps servis des rendements annuels très élevés (de l'ordre de 15 à 20 %), sans avoir à justifier et à communiquer le détail de leurs opérations. Au milieu de l'été 2007, les hedge funds géraient de façon « alternative », c'est-à-dire non traditionnelle, presque 2 trillions (milliers de milliards) \$US contre 16,5 trillions \$US pour les mutual funds traditionnels (de type OPCVM : SICAV, FCPE,...). La croissance exponentielle – et non contrôlée – des hedge funds depuis le début de la décennie 1990 leur avait permis d'afficher des rendements annuels supérieurs d'environ 4 % à ceux de la gestion traditionnelle. Mais quel a été le prix de cette sur-performance en termes de risques pour les parties prenantes ? C'est ce que la communauté financière, et après elle les dirigeants politiques souvent ignorants des réalités des marchés financiers, n'allaient pas tarder à découvrir en apprenant que cette catégorie de produits toxiques avaient envahi les portefeuilles de placements de la plupart des banques, aussi bien dans les gestions pour compte propre que pour compte de tiers. Cette contamination, source de méfiance réciproque entre banquiers, jetait un doute sur leur solvabilité et leur propension à se faire crédit mutuellement. Cette attitude de méfiance allait être marquée par des approches fortement teintée de nationalisme économique et financier.

Aux Etats-Unis, B. Bernanke, nouveau Président de la Fed (Federal Reserve Bank) décidait, le 10 août 2007, d'injecter 24 milliards \$US dans le circuit bancaire, puis de baisser les taux de refinancement de 5,25 % à 4,75 % ; la BCE (Banque Centrale Européenne) ouvrait au même moment les vannes des liquidités interbancaires (95 milliards €), mais en maintenant son taux directeur, en vue de lutter contre une hypothétique inflation. Il en résultait une forte dévalorisation du dollar contre euro, yen et même yuan chinois lequel se trouvait revalorisé bien malgré lui... En Grande Bretagne, la Banque Northern Rock, largement polluée par divers produits toxiques, voyait s'allonger à l'automne 2007 la liste des clients soucieux de récupérer leurs avoirs, condamnant l'institution à demander une aide d'urgence à la Banque d'Angleterre. En Allemagne et en France, les autorités monétaires continuaient à faire confiance à leurs systèmes bancaires supposés mieux « immunisés » que les autres.

C'est dans ce contexte disparate mais déjà inquiétant qu'est intervenu le fiasco du premier G7 de crise à Washington, le 19 octobre 2007. Les dirigeants politiques se sont contentés de relever le désordre monétaire en gestation, regrettant la glissade du dollar et invitant les banques à plus de transparence. L'Allemagne et la France s'opposent alors notoirement sur les mesures à prendre. Quant aux prévisions alarmistes du FMI, dirigé par Dominique Strauss Kahn, elles paraissaient bien pessimistes... Dans ces tristes conditions, l'année 2007 s'achèvera sur la démission du Président de Merrill Lynch, l'une des premières banques américaines : ses activités de trading, sources de profits spéculatifs considérables se sont effondrées, faute de liquidité des marchés de produits toxiques divers. En Europe continentale, la BCE continue alors à lutter contre une hypothétique inflation, contraignant les exportateurs à rechercher une productivité inaccessible en raison de la cherté de l'euro, tout en pensant que la ligne Maginot des normes de solvabilité européennes (Bâle 2, Solvency 2) protégerait durablement nos institutions financières.



- Certains observateurs indépendants relèvent cependant déjà que :
- tout système financier est désormais transnational et tributaire des risques systémiques mondiaux ;
 - les banques ne sauraient survivre sans maintenir une liquidité permanente entre elles, ce qui suppose un minimum de confiance réciproque ;
 - la plupart des grandes banques sont désormais universelles et combinent des activités de prêts, de gestionnaires de capitaux (pour compte propre ou pour compte de tiers) et de banques d'affaires (opérations de haut de bilan), et ceci dans toutes les zones monétaires ;
 - la rentabilité sur fonds propres issue des activités de prêts est bien maigre, et vulnérable à toute perte de confiance interbancaire ;
 - et qu'enfin, il est difficile de ne pas céder à la pression des actionnaires, surtout si les rémunérations globales (fixes et variables, immédiates et différées) des dirigeants ou opérateurs de marchés virtuels s'avèrent très attractives grâce aux activités spéculatives... et corrélées à une communication proactive aux effets euphorisants !

De la panique financière aux craintes de récession économiques (janvier à septembre 2008) : des remises en cause dramatiques sans réponses convaincantes

Mais au fait, qui sont ces actionnaires si exigeants en termes de rendements à court terme ? Certains s'étonnent encore aujourd'hui du diktat, toujours en vigueur, des 15 % de rentabilité sur fonds propres. Historiquement, ce sont les fonds de pension anglo-saxons – ou leurs équivalents japonais, les mutuelles d'assurance vie internes aux zaibatsus – qui ont inclu ce type de clauses dans leurs mandats de gestion de capitaux. Gérant des engagements de long terme à l'égard de retraités présents ou futurs, ils devaient faire fructifier des capitaux considérables estimés aujourd'hui entre 15 et 20 trillions \$US. Ces fonds de pension doivent faire face à une équation actuarielle difficile à résoudre. Les rendements courants de leurs portefeuilles d'actifs (actions, obligations, immobilier, trésorerie) doivent en effet couvrir à la fois l'inflation et les coûts associés à l'allongement de la durée de la vie humaine. L'allocation des placements retenus et les résultats attendus doivent permettre de maintenir le niveau de vie des retraités en cours ou en préparation. Cette situation est encore aggravée par l'inadaptation des normes comptables les concernant, largement anachroniques (IAS 19 et FASB 87) : elles sont impropres à une gouvernance sociale éclairée des parties prenantes concernées. Les fonds de pension sont, aujourd'hui comme hier, les premiers investisseurs institutionnels sur les bourses « actions » mondiales, dont ils détiennent, directement ou indirectement, environ 1/3 de la capitalisation, loin devant les compagnies d'assurances, les fonds souverains, les hedge funds ou encore les actionnaires particuliers ou familiaux.

Le début de l'année 2008 sera marqué par la prise de conscience dramatique que risques et rendements ne sauraient cohabiter durablement au niveau de performances attendues : les illusions d'optique de la décennie précédente s'évanouissent... A l'initiative du gouvernement Bush, un premier plan de relance de 150 milliards \$US aux Etats Unis n'évite pas l'effondrement de la plupart des indices boursiers mondiaux. La Fed poursuit sa politique de baisse progressive des taux, sa référence centrale passant courant janvier 2009 à 3,50 % puis à 3 %, mouvement qui se poursuivra en mars (2,25 %) et avril (2 %). C'est dans ce contexte

d'extrême nervosité qu'intervient l'intermède lamentable de la perte de 5 milliards de la Société Générale : celle-ci provient des errements incontrôlés d'un jeune trader, J. Kerviel, et d'un premier nettoyage de portefeuille des produits structurés de type CDO notamment. Le doute qui avait déjà atteint la City de Londres, touche l'Europe continentale, en dépit des déclarations de bonne santé financière de la plupart des dirigeants de banque. Pourtant leurs convictions ne vont plus jusqu'à se faire confiance entre elles, les refinancements interbancaires se stérilisant peu à peu. Le G7 de Tokyo, début février 2008, reconnaît la gravité de la situation, dresse une liste des mesures souhaitables, avant que chacun ne rentre chez soi. Le mois de mars 2008 sera celui d'annonces de pertes considérables, en particulier dans le secteur automobile (General Motors : 38,7 milliards \$US). La banque Bear Sterns, au bord de la faillite, est reprise par J.-P. Morgan, aux Etats Unis. En Grande Bretagne, la banque Northern Rock, est nationalisée par le gouvernement britannique. Des critiques acerbes sont exprimées de toute part à l'égard des normes comptables internationales, bouc émissaire naturel et messenger des mauvaises nouvelles que nul ne veut entendre. Au moment où la France prend la présidence de l'Union Européenne (second semestre 2008), offrant au Président Sarkozy, une remarquable plateforme médiatique, la BCE use de son influence pour annoncer une hausse des taux directeurs passant de 4 % à 4,25 %, sur fond de craintes inflationnistes. Aux Etats Unis, la bataille électorale pour la présidence limite l'action du gouvernement Bush, qui devra pourtant faire face au pire des scénarii financiers.

Le second semestre 2008 va en effet être marqué par la prise en compte d'une situation de crise avérée, détériorant les résultats intermédiaires des institutions financières, comme des entreprises industrielles et commerciales. Plus d'une centaine de banques sont mises sous surveillance aux Etats Unis, en attente d'un éventuel soutien du FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), organisme garant des dépôts des épargnants. La crise s'accélère au retour de l'été, le système bancaire Nord-Américain naviguant entre les reprises d'urgence de certaines banques en grande difficulté (Merrill Lynch par Bank of America, Wachovia par City group,...) et les modifications statutaires de grandes banques d'affaires (Goldman Sachs, Morgan Stanley,...) désireuses d'accéder aux soutiens publics accordés aux banques commerciales. La mise sous tutelle des deux grandes institutions spécialisées dans le refinancement immobilier (Freddie Mac et Fannie Mae) provoque une panique grandissante à propos de la solvabilité globale du système. Les « covered bonds » (obligations garanties par des crédits immobiliers ou à des collectivités locales) sont lancés en catastrophe en vue de compenser le défaut de refinancement institutionnel.

Deux événements majeurs vont cependant dominer la scène financière, par leur ampleur et leur gravité, révélant la toxicité particulière d'une catégorie de produits dérivés négociés de gré à gré, les CDS (Credit Default Swaps ou contrats d'assurances émis par des institutions financières pour couvrir le risque de défaut des débiteurs). Il s'agit de la faillite de Lehman Brothers et de la prise de contrôle par la Fed de 80 % du capital du premier assureur mondial, AIG. Connue pour son agressivité commerciale, l'avidité de ses dirigeants et le brio de ses traders, Lehman Brothers, grand concurrent de Goldman Sachs (dont le Secrétaire d'Etat H. Paulson a été l'un des dirigeants les mieux payés aux Etats-Unis pendant de nombreuses années) va, en disparaissant, créer un cataclysme sans précédent, du fait notamment des CDS (voir tableau 4). Il s'agit d'un acteur majeur de la sphère financière



mondiale, en rapport d'affaires avec la plupart des institutions financières et des entreprises transnationales. Le 15 septembre 2008, la liquidation de Lehman Brothers permettra aux titulaires de CDS, d'exercer leur option de garantie du fait de la disparition des créances sur ce grand établissement ; l'ennui est que les vendeurs de CDS, tel AIG, n'avaient pas fait les provisions correspondantes... Ce marché des CDS était devenu considérable au plan mondial, ayant pratiquement été multiplié par 4 au cours des 5 dernières années (voir tableau 2) pour atteindre, selon les statistiques de la BRI, 57,3 trillions \$US en juin 2008. Il commence à se dire que l'engagement notionnel d'AIG – tous produits structurés confondus – pourrait atteindre 400 milliards \$US, l'essentiel ayant été vendu par la filiale londonienne de AIG Financial Products et par une banque française associée, plaçant ainsi ces opérations sous la supervision européenne. Ces nouvelles alarmantes sont d'autant plus significatives que les CDS constituent l'un des pions essentiels du mistigri transnational auquel se livrent certains des grands opérateurs financiers. Des lors, une prise de conscience brutale met en cause les modèles financiers d'évaluation des options, du fait de l'artificialité des hypothèses de calculs et des défauts de traçabilité qui les caractérisent. L'opacité des informations véhiculées par des génie – commerciaux sinon scientifiques – fait craindre des actions judiciaires de la part des clients lésés. Des lors, plus personne n'accepte la « patate chaude », les CDS non provisionnés, en prévision de nouveaux sinistres. Sur ce marché des produits dérivés OTC, il n'y a plus de liquidité. Ainsi le cataclysme – inattendu mais non imprévisible – prend la forme d'un coup de sifflet arrêtant brutalement la partie, alors que tous les acteurs se démenaient sur le terrain de jeu. Des lors la question est simple : qui va payer les coûts considérables – et encore sous-estimés – de ces comportements aberrants ?

Le trimestre noir (octobre à décembre 2008) : à la recherche de solutions nationales face à la crise mondiale

Aux Etats Unis, H. Paulson, influencé par le lobby bancaire, fait voter, en dépit de l'opposition véhémente de plusieurs prix Nobel prestigieux, un premier plan de relance de 700 milliards \$US, assorti de diverses contreparties à la charge des banques : il est alors prévu que l'Etat américain puisse racheter lui-même certains produits toxiques dans des conditions à définir, mais aux risques et périls du contribuable. En Europe, la Grande Bretagne fournit très vite une partie de la réponse en nationalisant Northern Rock, principe qu'elle va étendre à Royal Bank of Scotland, tout en modifiant par ailleurs les règles de la concurrence pour permettre le rachat de Halifax Bank par Lloyds TSB pour un montant de 15,4 milliards £. Le président en exercice de l'Union Européenne, Nicolas Sarkozy, tente d'incarner une réactivité à l'européenne et donne l'exemple en France : 360 milliards de soutien aux banques et premières mesures en faveur de l'automobile. Il se heurte alors aux réticences allemandes. Au delà des chocs de personnalités et de cultures, les enjeux ne sont pas perçus à partir de contextes identiques. La France a déjà été touchée par la quasi-faillite de Dexia, alors que l'Allemagne paraît encore indemne, avant tout soucieuse de ses grands équilibres macro-économiques, de ses exportations et de son *Mittelstand*.

Loin d'un Bretton Woods du XXI^e siècle, le G20 du 16 novembre 2008 adopte néanmoins une attitude coordonnée, bien loin d'un plan d'action, sous la forme des têtes de chapitres visant :

- le contrôle des agences de notation ;
- les rémunérations incitatives des cadres dirigeants ;
- le rôle des paradis fiscaux ;
- la production des normes comptables internationales ;
- la surveillance et la solvabilité des institutions financières ;
- l'association des pays émergents aux efforts antiprotectionnistes.

Il est prévu que les ministres des Finances du G20 se réunissent avant le 30 mars 2009 en vue d'un point d'étape précédant la réunion des Chefs d'Etat fixée au 2 avril à Londres.

Resté sans effet médiatique majeur, ce premier G20 de crise n'empêche pas de nouveaux accidents financiers : Fortis en Belgique et aux Pays Bas, Hypobank, puis les banques régionales en RFA. De fait, les chantiers amorcés à ce premier G20 se déclinent de façon différenciée suivant les grandes zones monétaires et culturelles, voire nationales. En RFA, le système bancaire n'est pas assez fragilisé pour qu'une coalition gouvernementale, soucieuse d'équilibre, tant politique qu'économique et social, succombe aux thérapeutiques d'urgence prônées par les ténors du secteur financier. Mr Steinbrück déplaçonne, dès le début d'octobre, la garantie des dépôts bancaires pour répondre aux craintes des épargnants. D'importantes manœuvres de corruption (VW, Siemens,...) sont portées à la connaissance du public en même temps que de graves fraudes dans les paradis fiscaux (Liechtenstein,...) : l'attitude des dirigeants économiques et syndicaux, voire l'efficacité de l'économie sociale de marché dans son ensemble, sont mises en cause. Le responsable des placements financiers d'Allianz, Joachim Faber, estime que : « *Le grand art financier est allé trop loin* » (« Die Finanzartistik ist zu weit gegangen »). La Dresdner Bank, bien mal en point, y compris du fait de ses aventures en Russie, est « promise » à la Commerzbank pour début 2009. Opposée à un plan de relance global, A. Merkel accepte en novembre un nouveau plan de relance limité à 23Mds € et visant à préserver un million d'emplois : soutien « vert » à l'automobile, garantie de crédit par KfW aux PME, taux d'intérêt réduit pour les travaux publics, amortissements dégressifs,... Ainsi se trouvent confortées, « mezzo voce », les mesures de 35 milliards € de soutien à la consommation décidées en octobre 2008 : réduction des cotisations chômage, aide au logement, déductions fiscales pour enfants à charge,... Encore faut-il préciser que ces chiffres « fédéraux » ne comprennent pas divers coûts de sauvetage tels que ceux de la BLB (31 milliards €), partagés avec les Länder, sans parler des garanties de refinancements interbancaires.

Désireux de répondre à, voire de solliciter les échos médiatiques, N. Sarkozy adopte une posture censée combiner colbertisme français et pragmatisme américain. C'est ainsi que la Société de financement de l'économie (SFEF) est chargée d'émettre avec la garantie de l'ETAT 265 milliards € pour rétablir la liquidité interbancaire. Par ailleurs, la Société de Prise de Participation de l'Etat (SPPE) va renforcer son image en innovant avec la multiplication de TSDI (Titres subordonnés à durée indéterminée). La commission Ricol est chargée de veiller à la fluidification de la distribution de crédit, en particulier en faveur des PME. L'ensemble du soutien aux banques permet d'annoncer ainsi 360 Mds d'effet de relance. Le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) est destiné à protéger le capital d'entreprises vulnérables en cas de baisse des valeurs boursières. Le FSI est doté au départ de 20 milliards € – dont 6 milliards de trésorerie –, le reste étant constitué d'apports de participations

de l'Etat (France Telecom, Air France, Renault) ou de la Caisse des Dépôts (Veolia, Accor, Schneider). Enfin les discussions budgétaires retiennent un ensemble de mesures destinées à favoriser l'investissement en priorité, et accessoirement, la consommation.

Face à tant d'interventions franco-allemandes, l'Union Européenne doit, de son côté, tenir compte de situations à la fois dramatiques et fortement diversifiées :

- l'envol du chômage espagnol (de l'ordre de 15 %), et l'écroulement des prix immobiliers, malgré une situation bancaire plutôt préservée et le lancement d'un fonds de 30 milliards € destiné à soutenir le crédit.
- la baisse unilatérale de la TVA au Royaume Uni (-2,5 %, le 24 novembre), simultanée avec la contrition des banquiers désormais qualifiés de « pyromanes financiers » ; entre temps, la livre a perdu 40 % de sa valeur par rapport à l'euro depuis 2001. Accompagnant les décisions de la Fed, la Banque d'Angleterre, baisse son taux directeur (3 % à 2 %, le 4 décembre).
- la chute dramatique de la plupart des monnaies n'appartenant pas à l'Euroland ; la Pologne, la Hongrie, mais aussi la Roumanie et les Pays Baltes sont frappés de plein fouet au moment où ils amorçaient un rattrapage économique significatif.
- tel n'est cependant pas le cas de la Finlande qui a imposé à ses banques un nettoyage comptable « à la paille de fer ».
- la volonté de l'Italie de concentrer ses efforts sur son industrie automobile... alors que ses acteurs financiers, plutôt optimistes, n'envisagent pas de demander un soutien aux pouvoirs publics, sans que l'on soit convaincu que le nettoyage comptable ait été réellement engagé...

Les attitudes de la BCE et de la Commission européenne pendant ce trimestre noir sont significatives en matière d'équilibre des pouvoirs (le fameux « balance of power » des anglo-saxons). La Banque Centrale Européenne doit en effet tenir compte à la fois :

- de son statut d'indépendance limitant ses initiatives au maintien du pouvoir d'achat de l'euro, et non, comme pour la Fed. US de la sauvegarde de la croissance et de l'emploi ;
- de l'inadaptation des critères de Maastricht en matière de déficits et d'endettement public, lesquels s'avèrent contre-productifs en cas de crise systémique ;
- d'entorses évidentes aux règles de la concurrence du fait des plans de soutien nationaux à leurs secteurs financiers et industriels ;
- des difficultés spécifiques des Etats de l'Union qui n'appartiennent pas encore à l'Euroland, soit 12 pays sur 27 ;
- et, bien entendu de l'interdépendance avec les autres pôles de la gouvernance mondiale : Etats-Unis, Japon, Bric..., eux-mêmes souvent en rivalités idéologiques avec les pays les moins développés mais parfois détenteurs de ressources énergétiques ou naturelles considérables.

La BCE, qui a généreusement ouvert la pompe à refinancement des banques (740 milliard € d'août 2007 à octobre 2008) accepte, le 8 octobre 2008, de se coordonner avec d'autres banques centrales. Elle baisse son taux directeur de 4,75 % à 3,75 %, alors que le principal taux de la Fed n'est plus que de 1,50 %. La récession aidant, les prix de l'énergie, pétrole en tête, se sont effondrés, provoquant un virage à 180° en direction d'une déflation potentielle. Quelques jours plus

tard (le 12 octobre), les quinze pays membres de la zone euro annoncent un plan d'aide au système financier européen de plusieurs centaines de milliards €.

Avant la fin de l'année 2008, la BCE baissera à nouveau deux fois son taux directeur, à 3,25 % le 6 novembre, et à 2,50 % le 3 décembre, de concert avec la Banque d'Angleterre. Ce début de coordination monétaire, par voie de baisse des taux d'intérêt et d'accès au refinancement des banques centrales auraient dû conduire à une distribution accélérée du crédit. Tel ne sera pas le cas pour cause de méfiance généralisée entre les divers acteurs financiers... ce qui ne laisse rien présager de bon en termes de consensus d'actions transnationales, mais bride à court terme les tendances inflationnistes.

Du côté de la Commission Européenne, la personnalité du Président en exercice, pendant ce trimestre noir, laisse peu de marges de manœuvre à E. Barroso. La Commission va donc s'affronter, non sans courage, à l'adaptation technique de diverses directives financières, déjà en cours de révision. La principale concerne la solvabilité des banques et le niveau de leurs fonds propres (« Bâle II »). Le cas des assurances paraît moins urgent (« Solvency II ») et ne devrait être finalisé qu'à l'horizon 2010, bien qu'une brutale remontée des taux à long terme, vraisemblable du fait des volumes d'émissions obligataires publiques et privées, puisse entre temps fragiliser leurs bilans. Pour les banques, les lignes directrices des évolutions envisagées sont les suivantes :

- obligation de conserver dans certaines limites (5 à 15 % ?) les risques de crédits souscrits, hors titrisation ;
- définition harmonisée des quasi-fonds propres convertibles en actions et susceptibles de conforter la solvabilité ;
- installation d'un collège de superviseurs réunissant les gendarmes bancaires (type « commission bancaire » en France) pour inspecter les 44 grandes banques paneuropéennes ;
- principe de limitation générale des rémunérations de dirigeants ;
- enregistrement et contrôle des agences de notation, en particulier en termes de conflits d'intérêt ;
- adaptation des normes comptables IASB, particulièrement pour la « fair value » des instruments financiers dérivés en situation d'illiquidité ;
- coordination des garanties de dépôts, en termes de plafond et de délai.

Le processus législatif propre à l'Union et les délais de transposition en droit national ne garantissent certes pas la réactivité de chacun des 27 Etats à court terme, mais ces avancées européennes présentent le mérite d'être ambitieuses et cohérentes... avant intervention de divers lobbies concernés. Compte tenu de l'étroitesse actuelle des marges de manœuvre de l'Union, il est vraisemblable que l'Euro-groupe, à la lumière des décisions du G20 d'avril 2009, à l'avenir, le relais d'une action plus volontariste, y compris face aux risques de dévaluations compétitives – volontaires ou non – d'autres zones monétaires. Si l'Union peine, en tant que pôle politique, à apparaître comme un acteur majeur en temps de crise, c'est qu'elle s'est trouvée débordée par les réactivités des politiques nationales : il ne lui restait plus qu'à assouplir les critères de Maastricht en espérant pour tous un retour à meilleure fortune après 2010. Il lui a fallu aussi fermer les yeux sur bien des entorses à la concurrence, notamment dans le domaine des banques et de l'automobile ou encore faire appel à la BEI (Banque Européenne d'Investissements) pour



soutenir les PME à hauteur de 30 milliards €. Ce n'est qu'in extremis qu'un Conseil Européen a pu sauver la face, le 12 décembre 2008, en envisageant une enveloppe communautaire initiale de 130 milliards, portée à 200 milliards € en faveur des programmes écologiques, des infrastructures ou de la sécurité énergétique.

Le premier trimestre 2009 : Déferlante de drames sociaux, pertes des entreprises et déficits publics dans un concert de déclarations d'intentions

Avec la nouvelle année a sonné l'heure des comptes et son cortège inévitable de mauvaises nouvelles, en termes de récession, de chômage et de niveaux de vie. Certaines équipes politiques ont été renouvelées, notamment aux Etats Unis où le Président Obama s'entoure de collaborateurs moins impliqués dans les désastres antérieurs. Th. Geithner, nouveau Secrétaire d'Etat au Trésor n'était pas aux premières lignes, bien qu'informé et compétent, en tant que Président de la Banque de Reserve de New York. Il proposera, non sans grandes difficultés politiques et sociales, un nouveau plan massif de soutien massif à l'économie américaine avoisinant les 5 % de PIB, niveau appelé à devenir un « benchmark » pour les pays à économies avancées. En revanche, la remise en ordre du système financier et son encadrement réglementaire ne figure pas dans ses priorités. En Europe, la présidence tchèque pour le 1^{er} semestre 2009 ne permet pas d'espérer un excès d'activisme de l'Union sur la scène internationale, laissant le champs libre à des initiatives d'Etats tels que l'Allemagne et la France qui unissent leurs forces pour promouvoir un contrôle réglementaire des activités financières sur une base transnationale.

La litanie des pertes bancaires dans le monde, et tout particulièrement au Japon, aux Etats-Unis et en Europe suffirait à éteindre toute lueur d'espoir à court terme. Contentons-nous de rappeler que plus de 110 milliards \$ en Europe et 250 milliards \$ aux Etats-Unis ont été injectés dans les capitaux propres des banques, depuis le début de la crise, pour maintenir une solvabilité minimale. Beaucoup pensent que le nettoyage des produits toxiques, sauf exception de certaines institutions prudentes ou vertueuses, n'en est qu'à ses débuts. Diverse opérations chirurgicales sont envisagées, sans qu'aucune ne s'impose pour le moment : cantonnement externes ou internes des produits toxiques, structures de « defeasance » (sous forme de « bad bank »), modification des règles d'évaluation, moratoire partiel ou global... Par ricochet, les assureurs, bien qu'investisseurs à long terme, mais souvent propriétaires de banques, sont également touchés. Face à ces dramatiques constats d'échecs pour rétablir la confiance, la Banque d'Angleterre, puis la BCE, baissent à nouveau leurs taux directeurs début janvier 2009 (respectivement à 1,5 % et 2 %).

Suite au rapport de La Rosière, la Commission européenne s'empare, fin février, du sujet central que constitue la supervision financière en Europe... et supposée inspirée le reste du monde. Il s'agit notamment de la création d'un comité européen du « risque systémique » dirigé par le Président de la BCE. Concernant les actifs toxiques encore dissimulés dans les bilans des banques, ce rapport recommande une transparence totale, ce qui suppose identification, évaluation suivant des règles communes, et potentiellement lourdes restructurations au sein du secteur financier. Les modes de rémunération des dirigeants, en particulier pour les institutions soutenues par les deniers publics, devront respecter des engagements précis. Ce canevas sert à la préparation des G20 de mars et avril, du point de vue Européen.

Angela Merkel et Nicolas Sarkozy, avec l'aide du secrétaire d'Etat aux Affaires Européennes, B. Le Maire, par ailleurs excellent germaniste, n'ont pas ménagé leurs efforts pour rapprocher les points de vue, à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe, avec une insistance particulière concernant l'encadrement des opérateurs financiers et la suppression des paradis fiscaux. La réunion du 27 février à Munich était encore peu chaleureuse, la France privilégiant les intérêts de l'Euroland et l'Allemagne un consensus élargi aux 27 Membres de l'Union. Urgence aidant, les points de vue se rapprocheront courant mars pour permettre d'afficher au G20 une position commune portant sur :

- la suppression des paradis fiscaux (en commençant par l'Europe !)
- l'enregistrement, le contrôle et la transparence des hedge funds ;
- la réglementation des agences de notation ;
- la rémunération des opérateurs financiers ;
- la gouvernance de l'IASB et les effets de procyclicité de certaines normes comptables internationales.

En dépit de la réactivité forte mais peu coordonnée des principaux Etats, la crise financière, économique et sociale est bien là pour tous. Le monde est entré en récession (-3 % prévus pour 2009), sans la déconnection espérée au profit des pays émergents, courant 2008. Baisse des prix immobiliers, explosion du chômage (8,5 % aux Etats-Unis, 16 % en Espagne,...), réduction des niveaux de vie des classes moyennes signent l'échec du retour de la confiance, au moins à court terme. Des rebonds d'activité devraient se produire, mais au prix d'un endettement public considérable. A long terme, l'injection massive de liquidités dans le système bancaire associé à une politique d'argent bon marché devrait provoquer des tensions inflationnistes durables et une faiblesse prolongée du dollar US.

Les principaux débiteurs, à commencer par les Etats, y trouveront leur compte, à moins que d'autres solutions de sortie de crise, plus innovantes, ne soient imaginées entre temps.

Thérapeutiques de crise, conflits d'intérêts et expertises indépendantes : une panoplie de solutions en formes de « sauve qui peut »

Les historiens des doctrines économiques ne pourront pas reprocher aux gouvernements des années 2007-2008 leurs défauts de réactivité, comme ce fut le cas au début de la grande crise de 1929-1936. Aujourd'hui, la diversité – voire l'incohérence – des réactions, au moins en termes de calendrier, s'expliquent par la variété des situations, notamment en Europe. Fière des performances de son « Mittelstand » et de ses capacités d'exportation, l'Allemagne s'étonnera en 2008 d'être touchée par une crise financière d'origine anglo-saxonne : elle cherchera avant tout à préserver ses grands équilibres économiques en relation avec son « Hinterland ». A l'inverse, la Grande-Bretagne qui tire tant d'avantages de la place financière de la City, se sent atteinte au cœur et, contre tout principe libéral, n'hésite pas à nationaliser. La France, à la recherche d'une prééminence culturelle perdue, succombe au dirigisme, voire à de nouvelles formes de nationalisme, rendant ainsi toujours plus floues les frontières entre sphères publique et privée. Les pays exclus de l'Euroland sont abandonnés, en dépit de leur fragilité, dans un ouragan monétaire où leur devise nationale peine à surnager...



La crise d'origine strictement financière (les « subprimes américains » d'août 2007) s'est muée en cauchemar économique et social pour l'ensemble de la planète. Ce cataclysme a pu se développer pour trois raisons principales : les déséquilibres structurels et croissants de l'économie mondiale, une absence flagrante de consensus efficace dans les thérapeutiques à suivre et la rémanence de multiples conflits d'intérêts particulièrement pervers nuisant aux recommandations de bon sens pourtant fournies avec la plus grande clarté. Les pays à économies avancées – et au premier rang desquels les Etats-Unis – ont financé le maintien de leur niveau de vie grâce aux efforts économiques, financiers et sociaux du reste du monde. Une partie significative de l'endettement des Etats Unis est financée par les grands pays exportateurs, comme la Chine ou le Japon, ou d'autres disposant de ressources naturelles et énergétiques. C'est ainsi que les premiers arrivés sur le lieu de naufrage de la finance américaine seront les fonds nourris de pétrodollars (Citigroup et Abou Dhabi en 2008,...). La mondialisation heureuse n'a pas eu lieu parce que les conditions générales favorables au transfert progressif des richesses n'a pas permis – en temps utile – l'avènement d'une classe moyenne dans la plupart des pays émergents. Les délocalisations au sein des entreprises transnationales ont certes, dans un premier temps, fourni les niveaux de rentabilité attendus par les fonds de pension anglo-saxons, mais le rattrapage de pouvoir d'achat n'a pas été à la hauteur dans ces mêmes pays émergents. Cette mondialisation hasardeuse, certes bien différente des précédentes qui avaient également échoué, reposait donc sur une utopie cruelle véhiculée notamment par l'OMC, dès lors que le partage des richesses et l'égalisation des niveaux de vie ne figuraient pas au programme des réalisations à court ou à moyen terme. On comprend mieux, dans ce monde hyper-médiatisé et nourrissant bien des ressentiments, combien un équilibre extrêmement précaire s'était installé, alors même que le pouvoir politique était devenu multipolaire. Dans la sphère économique, aucun consensus autre que le profit à court terme et la sortie du jeu « juste à temps » par les opérateurs chanceux, n'accroissaient la réputation des « élites » dirigeantes. Le cynisme individuel, plus que l'ingéniosité, le travail et l'épargne, faisaient les réputations des « happy few ». La contrition des banquiers londoniens ou new-yorkais devant leurs parlements, les aveux en forme de remords de J. Welch, ancien Président de General Electric ou de St. Green, Président de HSBC, confirmeraient, si besoin était, ce sombre diagnostic sur la nature humaine...

On saisit mieux, dans ces conditions, pourquoi les banques, conscientes de cette fuite en avant toujours plus rapide, mais non désintéressée, avaient une faible propension à se faire confiance entre elles, tout en devenant les conseils experts des gouvernements en période de crise ! Tirant l'essentiel de leurs résultats depuis une dizaine d'années de constructions spéculatives sans assise réelle, elles se savaient vulnérables, y compris dans leur fonction principale de distributeurs de crédit. Ce rôle clef de toute économie est légitimement soumis, comme les assurances, à une supervision des Etats. Suite à de graves défaillances de ces derniers, il revenait ensuite aux politiques de choisir leurs modes d'intervention selon trois thérapeutiques de crise que l'on peut rétrospectivement qualifier d'anesthésie, d'homéopathie ou de chirurgie. Chacune de ces thérapeutiques a été mise en œuvre suivant les circonstances, les intérêts et rapports de force en présence aux différentes étapes de la crise. De l'approche anesthésique relève notamment la mise en cause des normes comptables internationales, l'injection de capitaux sur les marchés monétaires inter-



bancaires et la réduction des taux directeurs. Cette anesthésie était réclamée par les « malades », alors que les pouvoirs politiques ne disposaient pas, en général, de l'expertise et d'un savoir faire autonome sur cette matière financière complexe. La crise d'hyperspéculation était, par ailleurs, habilement logée dans les comptes des institutions financières et s'avérait difficile à mesurer en termes de risques. Grâce à ces mesures anesthésiques, si le patient souffrait moins, il n'en restait pas moins malade.

L'homéopathie prend du temps, exige un traitement continu, mais peut avoir des effets bénéfiques à moyen terme. Ainsi, la culture de précipitation médiatique à laquelle peuvent difficilement résister les dirigeants économiques et politiques, les oblige à des exercices d'incantations permanentes. De G7 en G20, de G8 aux conseils européens, des recommandations du FMI à celles de l'OCDE, des réunions informelles entre Chefs d'Etat à celles de leurs ministres des finances, la pression médiatique ne s'est guère relâchée, créant un vacarme assourdissant. Les thèmes ne se renouvellent hélas pas autant et, faute d'action et de calendrier, les déclarations d'intention perdent de leur efficacité : agences de notation, plans de soutien aux secteurs, supervision financière, réglementation des marchés de gré à gré, des produits financiers, incitations fiscales et sociales... Avec l'homéopathie, la patience est vertu cardinale et il faut savoir espérer et ne pas attendre des résultats concrets, ce qui paraît difficile à accepter en cas de pandémie !

Enfin, les actes chirurgicaux rythment les grandes étapes de ces premières années de crise : faillite de Lehman Brothers, nationalisation d'A.I.G., regroupement des plus grandes banques américaines, mise sous contrôle d'une grande partie du secteur financier britannique, développement de fonds souverains... Dans la plupart des cas, les prescriptions postopératoires n'ont pas été explicitement formulées de sorte que l'injection d'argent public n'a pas bénéficié d'une traçabilité satisfaisante. Le cas A.I.G., marqué par la poursuite de rémunérations exorbitantes ou l'exécution de CDS au profit de bénéficiaires inattendus constitue un cas emblématique. Hélas, en dehors des parties prenantes directement concernées, les effets chirurgicaux sur l'économie réelle ne sont guère plus encourageants que l'homéopathie, voire l'anesthésie, certains pensant même qu'ils font le lit des futures crises. Le crédit ne repart pas, le chômage augmente : les niveaux de vie baissent, les bourses s'écroulent, l'endettement public s'envole. A se demander si le diagnostic vital ne s'impose pas, dans certains cas comme en Islande, à court terme ! Ainsi est-on conduit à relire ces premières années de crise à travers de nouveaux prismes, ceux que nous ont proposés certains experts indépendants, réputés peu suspects de conflits d'intérêts. Retenons en deux pour la clarté de leurs propos : le Professeur R. Shiller de Yale et le prix Nobel d'économie J. Stiglitz. Pour ces personnalités, le détournement récent des finalités et des pratiques, mais non des concepts de la finance de marché, souligne le dévoiement condamnable des comportements et milite en faveur d'une démocratisation de la finance, étape nécessaire à tout nouvel ordre mondial durable pour le XXI^e siècle.

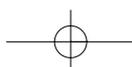
Autour de la fameuse, et si pertinente, formule qualifiant l'« exubérance irrationnelle » des marchés financiers à la fin des années 1990, le Professeur Shiller de l'Université de Yale privilégie une approche fondée sur la finance comportementale. La psychologie des opérateurs prime sur les modèles mathématiques dont il est, par ailleurs, l'un des plus fins connaisseurs. Les mécanismes financiers doivent donc, selon lui, être subordonnés à leur finalité humaine. Conscient de la fragilité des



équilibres sociaux, R. Shiller a imaginé un ensemble de systèmes d'assurances utilisant les techniques financières avancées pour corriger à la fois des déséquilibres mondiaux, la préservation des patrimoines et des revenus et, d'une façon plus générale, la solidarité entre les diverses régions de la planète et entre les catégories de consommateurs/épargnants plus ou moins favorisés (voir « The new Financial order »). Concernant la crise des subprimes qu'il avait largement anticipée, ses recommandations visent, en complément des mesures de sauvegarde à court terme, l'instauration d'une assurance contre la baisse des prix de l'immobilier (« Home Equity Insurance »), une assurance contre la baisse des revenus (« Livelihood insurance ») ou encore des prêts à remboursements adaptés aux fluctuations des revenus (« continuous work out mortgage »). Ces solutions inédites seraient construites à partir de nouveaux marchés d'options et de produits dérivés, sérieusement encadrés sur un plan réglementaire transnational. L'originalité de la position de R. Shiller repose donc sur la mise des marchés financiers au service de la demande sociale, à partir d'outils innovants mais imposant une véritable mutation en termes de transparence, de mesure et de contrôle prudentiel. Ces propositions ambitieuses passent par une réforme profonde des modes de réglementation et de gouvernance mondiale sur un plan politique, économique et social.

Joseph Stiglitz a souvent attiré l'attention sur les méfaits de la mondialisation conduite au pas de charge en vue de conquête de marchés, assimilable à des « razzias ». Il a été l'un des premiers pourfendeurs des excès d'un capitalisme mondial débridé conduisant à une comptabilité imaginative, une économie à risque systémique (« The roaring nineties », 2003). Comme R. Shiller, sa critique porte sur les pertes d'un idéal démocratique, ruinant l'égalité de chances, tant au sein des nations qu'entre nations. Mais, contrairement à R. Shiller, son approche est prioritairement macro-économique, influencée par ses responsabilités précédentes de Chef économiste du FMI. C'est ainsi qu'aujourd'hui, il souligne l'incapacité des Etats à prendre, et à mesurer, l'intensité de la crise et son coût final. Il souligne que sauver les banques, en tant qu'outils, et leurs clients, ne devait pas se confondre avec le soutien de leurs actionnaires. Socialiser les pertes aux frais du contribuable tout en privatisant les gains potentiels est plus inquiétant que de nationaliser, provisoirement, les banques. La reprise des actifs toxiques par des organismes d'Etat lui paraît une absurdité contribuant à retarder la restructuration du secteur bancaire dans son ensemble. Il propose donc une véritable purge du système financier actuel, tant au plan financier qu'humain, et la création de nouvelles structures susceptibles de distribuer des crédits sur des bases transparentes et à risques limités. Le soutien ruineux et myope des anciennes structures constitue à ses yeux la meilleure façon de « rater la relance », qui doit être conçue à partir d'un nouveau système monétaire international (SMI), utilisant une nouvelle monnaie de référence (les « greenbacks » mondiaux, dignes successeurs du « bancor » de Keynes).

Au-delà de ces deux grands types de recommandations, peu perceptibles du fait du vacarme médiatique mondial, les voix n'ont pas manqué en Europe, aux Etats-Unis comme en Asie pour développer les points de vue les plus divers. Certaines présentent l'avantage d'avoir été pré-monitrices (P. Jorion, F. Lordon,...), d'autres de fournir des diagnostics précis de la crise (M. Aglietta, O. Pastré,...) et d'autres encore d'évoquer en priorité le contexte humain et social de la mondialisation (Z. Baumann, J. Généreux,...), osant ainsi inverser la priorité des valeurs et l'ordre des facteurs. Un certain recul permet cependant de viser directement le cœur du



problème, à savoir les dérèglements financiers qui sont, par exemple, traités clairement par E. Bryis et H. Bourguinat (« L'arrogance de la finance »), ou encore C. Renouard et G. Giraud (« Vingt propositions pour réformer le capitalisme »). Il ressort de ce rapide panorama que des questions essentielles n'ont pas jusqu'ici trouvé de réponses, alors que le bon sens suggère quelques réactions compréhensibles par tous.

Quelques questions restées sans réponse et les réactions de bon sens qu'elle inspirent...

Face au vacarme médiatique, à l'efficacité décroissante des déclarations d'intention et à la montée d'un ressentiment généralisé à l'égard des « élites » dirigeantes économiques, politiques et sociales, le bon sens du commun des mortels ne trouve pas son compte, situation d'autant plus dangereuse que la propension des peuples à rechercher les boucs émissaires reste de grande actualité. Aussi doit-on légitimement appeler l'attention sur cinq questions essentielles restées encore sans réponse, à ce jour :

1. Le système financier a-t-il achevé la purge de ses produits toxiques et en connaît-on le coût global ?

Si aucun analyste sérieux ne se hasarde à répondre à cette question essentielle, c'est que :

- la définition des produits toxiques n'a pas été, aujourd'hui, établie précisément, les « CDO » et « CDS » n'étant que deux exemples parmi beaucoup d'autres, dans la variété des marchés dérivés de gré à gré, eux-mêmes très évolutifs ;
- les modalités d'évaluation sont douteuses, l'absence de liquidités de ces marchés de gré à gré conduit à mettre en cause l'artificialité des modèles mathématiques supposés servir de « fair value » (« juste valeur ») ;
- l'emballlement de ces marchés de gré à gré au cours des dernières années, comme le démontrent les statistiques BRI (voir tableau 2) ne conduit pas à l'optimisme à la lumière du cas A.I.G. (400 milliards d'en cours notionnels sur produits toxiques en 2007 et 200 milliards de soutien public déjà accordé sans retour à meilleure fortune). Selon les statistiques de la BRI, la valeur globale notionnelle des CDS s'élevait à 57,3 trillions (milliers de milliards) \$US, pour un total de produits dérivés négociés de gré à gré de 687 trillions \$US, fin juin 2008.

Aussi, plutôt que la mise en cause des normes comptables internationales (qui doivent cependant tenir compte des horizons de placement des divers opérateurs), les réactions les plus efficaces consisteraient à contraindre – via une coordination spécifique des organes de supervision – toute institution financière à déclarer, à son prix effectif d'acquisition, les contrats de gré à gré non dénoués et correspondant à une liste préétablie – et restrictive – de produits réellement toxiques. Arrêtée à une date déterminée (31 décembre 2008, par exemple), cet inventaire distinguerait précisément les opérations en cours pour compte propre et pour compte de tiers et ferait l'objet d'une recherche, certes difficile, de toutes les contreparties concernées. Les opérations en question seraient alors cantonnées dans les comptes des banques et institutions financières. Les « hedges funds » et autres opérateurs domiciliés dans



les paradis fiscaux seraient invités au même exercice à la même date ou, en cas de refus, exclus des opérations de moratoire ultérieur.

La laborieuse recherche des contre parties serait imposée, « à titre de punition », aux traders, repentants ou non, et pourrait aboutir à une annulation rétroactive des opérations qui n'auraient jamais dû avoir lieu : un sorte de travaux d'intérêt collectif (TIC) pour petit délinquant, en quelque sorte... sous contrôle juridictionnel transnational, en coopération étroite avec les « big four » de l'audit. Les annulations (ou en termes comptables : réconciliation , puis consolidation) de ces opérations seraient réputées de droit absolu et non susceptibles de contestations de la part de l'ensemble des parties en cause. Cette gigantesque remise à plat sous forme de moratoire interbancaire « antitoxique » permettrait de connaître, en termes notionnels seulement, ce qu'aurait représenté, en valeur absolue, la crise mondiale d'hyperspéculation. Une fois cette purge effectuée, les bilans des banques se trouveraient considérablement assainis, à l'exception des opérations réalisées dans les paradis fiscaux et non déclarées. Une partie significative, entre la moitié et le tiers des produits spéculatifs, de la décennie précédente, ne serait plus concevable pour l'avenir, ramenant l'évaluation des banques en bourse à un niveau sans doute supérieur à leur cotation actuelle, laquelle représente une perte des deux tiers de leur valeur environ, début 2009 par rapport au plus haut de 2007. A l'issue de ce premier round de la crise, les pertes accumulées du secteur bancaire se rapprochant du total de leurs bénéfices depuis le début de ce siècle, il ne s'agirait pas , en quelques sorte, de presque 10 années d'activité pour rien : quel gâchis phénoménal, sauf pour ceux qui, comme au mistigri, se sont retirés du jeu à temps !

2. Peut-on identifier les responsables de la crise et celle-ci pouvait-elle être évitée ?

Les opinions divergent sur ce point et forment une ligne de séparation idéologique entre ceux :

- qui plaident la faute collective impossible à démêler d'un écheveau que personne n'aurait « voulu » ;
- et ceux qui partent à la recherche des boucs émissaires les plus faciles à désigner : auditeurs, dirigeants de banques, traders, agences de notation.

Ce n'est pourtant que la nuit que tous les chats sont gris... sauf pour les paradis fiscaux listés par l'OCDE ! Un minimum de lumière ou de transparence exprimé en termes compréhensibles par tous révélerait à l'évidence que :

- au sein même du secteur financier, une minorité d'opérateurs est concernée par les produits toxiques, la majorité des salariés de banques de détail pouvant être « contaminés » bien malgré eux par la toxicité des produits que l'on faisait passer par leur guichet ;
- des défauts de contrôle interne majeurs se sont produits avec ou sans la complicité consciente des divers échelons hiérarchiques, mais plutôt par mimétisme, au sein des établissements bancaires et financiers ;
- les autorités de supervision, faute de compétence parfois, de moyens souvent et de coordination transnationale, toujours, se sont laissées abusées dans des proportions plus que surprenantes, aboutissant à une défaillance générale du système de supervision prudentielle ;

- mais certains avaient prévenu les dangers sans doute en partie évitable et avaient clairement exprimé leurs inquiétudes et suggéré des solutions.

Plutôt que d'engager des procès publics que la plupart des institutions judiciaires nationales auraient du mal à instruire faute d'expertise, voire de soutien politique durable, il paraît plus simple de créer et, par conséquent, de n'accorder un droit d'exercice professionnel sur les marchés financiers qu'à des opérateurs irréprochables en spécifiant les produits, eux-mêmes soumis, comme tout médicament, à une autorisation de mise sur le marché (AMM). Dans ce contexte, les opérateurs ou dirigeants « fautifs » seraient éliminés pour l'avenir des circuits financiers désormais placés sous une supervision élargie et invités à démêler, contre rémunération adaptée, des écheveaux opaques dont ils ont été les auteurs dans le passé.

3. Faut-il modifier les systèmes de rémunération des dirigeants et des traders ?

L'action des divers lobbies joue à plein sur cette matière hautement sensible comme on peut s'en douter. Il convient d'abord de remarquer que :

- la rémunération globale (fixe et variable, immédiate et différée) est aujourd'hui mal mesurée et a fortiori communiquée, tant en interne qu'en externe ;
- les comités de rémunération constituent le maillon faible des conseils d'administration pour cause de renvoi d'ascenseur, d'échelle de perroquet ;
- de graves dysfonctionnements ont affecté les systèmes de stock-option (back dating, absence de critères internes de performance, ...), ainsi que les fonds de pension (normes comptables inadaptées : IAS 19, FASB 87), ces rémunérations différées étant victimes de graves lacunes de gouvernance sociale.

Dans ce contexte plus qu'incertain favorisant les tentations de « mistigri », une réglementation transnationale (et non un effort supplémentaire de réglementation nationale) s'impose en vue des rétributions variables immédiates ou différées, à partir de normes comptables modernisées :

- non pas pour créer des recettes fiscales nouvelles au profit des Etats, ne bénéficiant d'aucune légitimité à ce titre ;
- mais pour définir des règles de partage équitable au profit de parties prenantes concernées à partir de la notion de projets d'entreprise ;
- en tenant compte spécifiquement des contributions effectives et des risques assumés, selon une approche transnationale ;
- et ceci sous le contrôle de comités de rémunérations intégrant des critères qualitatifs de discernement dans l'appréciation des performances, attendues et réalisées.

A titre de transition, les droits à lever des options ou les promesses de retraite en prestations définies attribuées antérieurement au 31.12.2008 pourraient être supprimés pour les opérateurs ou dirigeants n'étant plus autorisés à exercer leur profession sur les marchés financiers.

4. Le traitement transnational de la crise relève-t-il de la « réglementation » des Etats ou de la « régulation » des parties prenantes ?

Une remarque sémantique préalable s'impose, à laquelle ne manqueront pas d'être sensibles les lecteurs d'« Allemagne d'Aujourd'hui ». Dans les discours et notes écrites émanant des sources les plus diverses (Etats, administrations, autorités



indépendantes, entreprises, corps intermédiaires) la plus grande confusion règne dans l'usage de ces deux termes, soulignant le flou des frontières entre les responsabilités publiques et privées. Cette impropriété, consciente ou non, a puissamment contribué à diluer les responsabilités, complexifier les débats et autoriser des compromis diplomatiques inconsistants. En délimitant soigneusement la responsabilité de la sphère publique occupant les champs de la législation et de la réglementation, il devient possible d'identifier les responsabilités privées, laissant de côté les concepts vides de sens, comme la « soft regulation », issue d'un faux ami de langue anglaise.

Le partage des fonctions et des responsabilités étant ainsi précisé, il appartient aux Etats de notre monde multipolaire de déléguer, sous contrôle, à des instances supranationales appropriées les pouvoirs d'initiative et de sanction résultant d'un consensus qui reste à établir en matière d'action politique face à la crise. Les multiplications de structures intermédiaires (G7, G8, G20,...) et le retrait provisoire d'institutions anciennes (OCDE, OIT,...) sont à la fois les signes des rééquilibres en cours (au profit de l'Asie et de certains pays émergents à travers le FMI) et de l'inadaptation des structures de concertation face au pouvoir transnational de la finance et de grandes entreprises. Cette mutation doit à la fois éviter tout vide de pouvoir et la tyrannie « expertale ». Compte tenu de l'ampleur des stratégies à arrêter face au désarroi provoqué par la crise économique et sociale, la gouvernance mondiale ne sera améliorée que par un cadre législatif transnational dans le domaine financier et monétaire, évitant soigneusement le péril bureaucratique et procédurier au profit d'un contrôle global des principes et des comportements en temps réel.

5. La crise durera-t-elle longtemps ?

Tout est possible en l'état de la situation d'avril 2009. L'influence des lobbies, plus ou moins déclarés, éclairés et visibles, sur le fonctionnement des démocraties a jusqu'ici retardé l'action politique et sa coordination transnationale. La médiatisation constante des ressentiments laisse peu de marge aux gouvernements qui arrivent aux limites de leurs moyens d'actions budgétaires et monétaires.

Les pessimistes feront valoir que les dysfonctionnements graves du système financier ruineront les espoirs fondés sur les plans de relance, fussent-ils massifs et coordonnés. Les cortèges de licenciements, baisses de pouvoir d'achat, recherches de boucs émissaires et envolées des dettes publiques conduiront à des affrontements monétaires à base de nationalisme protectionniste.

Les optimistes tabletront sur l'orthopraxie d'une nouvelle génération de dirigeants et opérateurs privilégiant un bien commun redéfini et n'hésitant pas à balayer les conduites contraires à toute dignité humaine... y compris dans le secteur financier.

Eu égard aux circonstances passées, la vérité se situera probablement entre ces deux extrêmes, ce qui n'empêchera pas les errements récents de produire leurs effets sur l'activité au cours des deux ou trois années à venir, soit jusqu'aux environs de 2012. Il s'agit ici d'une reprise économique durable suivant sans doute de plusieurs semestres les rebonds artificiels créés par la débauche de moyens budgétaires et monétaires injectés en 2008 et 2009. A fortiori, plusieurs soubresauts, y compris à la hausse, des bourses actions, se produiront-ils vraisemblablement des

2010. Ces mouvements erratiques ne doivent pas être confondus avec un réel retour à meilleure fortune, incluant réduction significative du chômage, hausse du niveau de vie, rééquilibrages des échanges commerciaux et financiers sur un plan transnational et maîtrise de l'endettement public. Seule la détermination éclairée et coordonnée d'un nombre suffisant de dirigeants politiques, jouissant à la fois d'un pouvoir et d'un prestige durables, serait en mesure de modifier significativement cet horizon de crise.

**L'Europe, l'Allemagne et la France, face à la « déconnection »
faustienne des comportements économiques,
financiers et sociaux, à l'échelle mondiale**

Force est de constater qu'après un peu plus de 18 mois de crise systémique, il existe un consensus sur la nécessité d'une remise en ordre générale, mais non sur l'architecture d'un nouveau cadre économique, financier et social mondial. Le G20 des Chefs d'Etats du 2 avril 2009 a repris à son compte les têtes de chapitre du G20 précédent, en y ajoutant des moyens supplémentaires à la disposition du FMI ainsi que le principe d'une coordination de la supervision prudentielle du secteur financier. Il n'est pas question de calendrier, et les mesures envisagées restent soumises aux bonnes volontés nationales. Le système monétaire international est repoussé aux calendes grecques, en dépit des propositions de la Chine dans ce sens. Les destinations et les origines des capitaux mobilisables ne sont pas explicitement identifiées. Par contre, l'orchestration médiatique de la réunion de Londres est un modèle du genre, au plus grand avantage des 20 chefs d'Etats et de leurs ambitions électorales. Les marchés financiers « actions » n'ont pas manqué de saluer ces effets d'annonces, sans que se tendent les taux d'intérêt à long terme, ce qui en dit long sur les intentions sous-jacentes de création monétaire, promesse quasi-garantie d'inflation généralisée pour les années de sorties de crise. Il est vraisemblable que ce sont ces tensions inflationnistes à venir qui justifieront, à leur tour, la mise en place d'un système monétaire et financier transnational (SMFT), regroupant les fonctions de banques centrales et de supervision prudentielle. Ces avancées décisives en matière d'architecture financière globale reposeront sur le consensus identifiant la monnaie et ses outils de gestion comme un bien commun, nécessaire à la fois au financement de la croissance et au développement du lien social transnational.

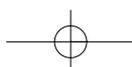
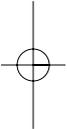
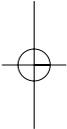
Les esprits les plus éclairés, mais rarement écoutés dans la pratique, comme le Prix Nobel A. Sen ne cessent de démontrer que l'économie est une science « morale » qui ne se réduit pas à un héritage occidental. Au-delà des arguments techniques et des discours de circonstance, ne faut-il pas reconnaître qu'une bonne partie des malheurs actuels proviennent d'une inversion aberrante des principes démocratiques appliqués à l'économie ? Les idéologies de marché, et a fortiori les innovations financières, ont dominé les comportements des individus de toute leur puissance technique au cours des décennies écoulées. Toute avancée technologique était considérée par les marchés comme un progrès, avant test de fiabilité, mesures des limites de l'épuration, et communication sur le partage des risques. C'est bien d'une inversion de l'ordre des facteurs que peuvent provenir, dans le courant du XXI^e siècle, de nouvelles attitudes inspirées par la sauvegarde et le partage équitable du bien commun, au premier rang desquels la monnaie. Cette mutation repose sur une analyse sans complaisance des multiples « déconnections » à l'origine des crises à



répétition que nous venons de vivre : marchés virtuels indépendants des réalités économiques et sociales, méconnaissance des réalités économiques de la part des dirigeants politiques, mépris du monde financier à l'égard des préoccupations sociales, fatuité arrogante des experts à vis-à-vis parties prenantes concernées, styles de vie des « élites » excluant ceux qui ne bénéficient pas des mêmes privilèges, hallucination collective et opportuniste d'opérateurs et de dirigeants financiers face aux défaillances des Etats en matière de supervision prudentielle... Le système éducatif et les activités de recherche, et tout particulièrement, les « business schools », portent une large responsabilité dans ces multiples déconnexions affectant les jeunes générations ; bien des jeunes professeurs, bons techniciens de leurs spécialités, mais souffrant de graves carences en matière de connaissances générales, se révèlent inaptes à tout effort de synthèse. Les meilleures de ces business schools se doivent d'intégrer certains aspects essentiels des « humanités » (histoire, philosophie, maîtrise de plusieurs langues,...), adaptées au monde moderne, dans leurs modalités de sélection et d'enseignement, et ceci dans le respect de la diversité culturelle.

L'Allemagne et la France, dont les rivalités mimétiques provenaient en large part d'un appétit impérialiste pour le partage du monde, ont payé – et fait payer – de deux conflits mondiaux leur incapacité à surmonter leurs instincts belliqueux. L'Europe a subi en première ligne le coût de ces guerres fraternelles et ne saurait exister aujourd'hui sans le parfait consensus de l'Allemagne et de la France face à la crise transnationale, en raison de la nécessité d'une coordination économique et financière. Leurs recommandations communes en vue du G20 de Londres constituaient un préalable nécessaire, mais bien insuffisant. Il n'y a pas aujourd'hui de modèle économique et social européen exportable en l'état dans le reste du monde. Par contre, le rééquilibrage de notre monde multipolaire en faveur des pays émergents, le refus d'une dictature idéologique des marchés, le souci de coopération équitable des parties prenantes peuvent constituer les piliers d'une stratégie mondiale d'avenir pour l'Europe, à l'initiative franco-allemande. Il y faut de l'imagination conceptuelle et de la volonté politique en vue de combler les failles démocratiques de la planète « finances ». Le rêve d'un nouveau Bretton Woods ou le recours aux méthodes keynésiennes n'y suffiront pas. La délégation par les Etats – ou groupes d'Etats – à des structures transnationales légitimes, compétentes et indépendantes des principaux groupes de pression – des moyens nécessaires à la mise en place d'un système monétaire et financier global s'imposera au cours de la prochaine décennie : c'est la condition d'un retour à des comportements économiques et sociaux soucieux du bien commun. La notion de conflit d'intérêt élargie, associée à une jurisprudence sans faille au regard des sanctions souhaitables, complètera ce dispositif. C'est dans un tel espace transnational, auquel les marchés de capitaux et les entreprises ont eu accès avant les Etats, qu'une réglementation pertinente et cohérente permettrait ensuite à une gouvernance économique financière et sociale de s'épanouir, dans le respect de la dignité humaine. Les divers corps intermédiaires y retrouveront leur véritable utilité, dans un contexte élargi apte à résoudre les conflits transnationaux en temps réel, à partir de principes communément admis.

Selon cette nouvelle approche globale reposant sur un système de contre-pouvoirs, toute innovation technologique relevant du domaine économique et financier est appelée à être mise sous contrôle en vue de sa finalité humaine et sociale. Ce



contre-feu aux causes de la crise d'hyperspéculation de 2007-2008 réordonne les comportements en rendant inacceptable tout défaut de maîtrise des innovations financières, en particulier si elles reposent sur des hypothèses artificielles, des tests de validité insuffisants, voire sur des processus opaques de communication, de comptabilisation ou d'évaluation. Les germanistes familiers du deuxième Faust se souviendront, en forme d'épilogue, des aventures prémonitoires d'« Homunculus ». Demi-créature inachevée issue de la fiole de Wagner, sous l'œil complaisant de Mephisto, Homunculus abandonne son créateur à ses chères études et part chercher, loin du laboratoire : « Or, honneur, longue vie, saine et sauve, et science et vertu, peut-être bien aussi ». Son périple dans une « petite partie du monde » le conduira vers le Peneïos, près du fleuve des dieux. On connaît la suite : découvrant avec Galatée la puissance des sentiments, la fiole de Homunculus se brise contre le char marin, provoquant un cataclysme qui a raison de son existence. Mephisto avait pourtant prévenu Wagner : « Nous finissons toujours par dépendre des créatures que nous avons créées » et Homunculus, dès sa conception avait déclaré : « *L'univers suffit à peine à ce qui est naturel, mais ce qui est artificiel exige un espace protégé* ». Si la chaîne des causes à effets reliant l'ambition « déconnectée » des apprentis-sorciers aux désastres collectifs qu'ils provoquent, reste une constante du comportement humain, le monde actuel et ses interdépendances ne se limitent plus à la Grèce, voire au Peneios... D'ailleurs plus qu'à une fiole virtuelle et au char de Galatée, nos génies contemporains de l'opacité financière feraient d'avantage penser à de jeunes titulaires de permis de conduire à qui des Wagner, adeptes de Faust et de Mephisto, auraient confié des « formules 1 » dépourvues de systèmes de freinage et à rayon de braquage limité : n'est pas Schumacher qui veut !

L'Union Européenne, fidèle à son idéal historique de réconciliation interne et de marché commun, éprouve désormais ses limites, mais doit – et peut – saisir l'opportunité d'accès à de nouvelles responsabilités mondiales. Les effets d'échelle considérables séparant, dans un monde multipolaire, un univers technologique et financier déjà globalisé, des pouvoirs politiques nationaux, imposent une mutation globale. Plus que de leurs rivalités passées, c'est de leur contribution commune à ce nouvel équilibre économique et politique au service de l'homme que l'Allemagne et la France doivent aujourd'hui se préoccuper, à partir de leurs racines européennes. L'économie sociale de marché de W. Eucken et les trente glorieuses de J. Fourastié ont correspondu aux environnements économiques, nationaux et sociaux de leur époque. Il reste aujourd'hui à créer, en termes politiques transnationaux, les conditions optimales de développement d'une « économie personnaliste de marché », à laquelle la France et l'Allemagne ne sauraient faire défaut, à l'aube du XXI^e siècle.

(15 Avril 2009)

Bibliographie (sélective et... subjective)

Dans le vacarme médiatique propre à toute crise, c'est le chaos – et la volatilité des opinions – qui dominant. Je propose ici quelques auteurs qui, selon moi, mériteraient des meilleures notes de discernement et de créativité... dans la durée ! Quelques sources officielles sont également mentionnées.

AGLIETTA M. : La crise, Michalon, 2008 ; avec Sandra Rigot : Crise et rénovation de la finance, Odile Jacob, 2009.

Banque Centrale Européenne, Bulletin mensuel, janvier, 2009.
 Banque des Règlements Internationaux – B.R.I. : Rapports annuels.
 BAUMANN Z. : Le coût humain de la mondialisation, Pluriel, 2008.
 BOURGUINAT H. et BRIYS E. : L'arrogance de la finance, La découverte, 2009.
 Centre des professions financières : L'année des professions financières vol. 4, 2009.
 Documentation française : Crise : la faute à... la finance ? Janvier 2009.
 Financial Stability Review, décembre, 2008.
 GÉNÉREUX J. : Les vraies lois de l'économie, Seuil, 2005.
 GIRAUD G. et RENOARD C. : 20 propositions pour réformer le capitalisme, Flammarion, 2009.
 JORION P. : La crise : des subprimes au séisme planétaire, Fayard 2008 ; Investing in a post-Enron world, Mc Graw Hill, 2003.
 LORDON F. : Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières, Raison d'agir, 2008.
 SEN A. : L'économie est une science morale, La découverte, 2003.
 SIMON Y. et LAUTIER D. : Les 100 mots des marchés dérivés, PUP, 2009.
 SHILLER R. : Irrational exuberance, PUP, 2000 ; the new financial order, PUP, 2003 ; The sub-prime solution, PUP, 2008.
 STIGLITZ J. : Globalization and its discontent, WW. Norton, 2002 ; The roaring nineties, WW. Norton, 2003 ; Making globalization work, WW. Norton, 2006.

Tableau 1. Le cycle de la méfiance.
 De la crise financière à la récession / dépression

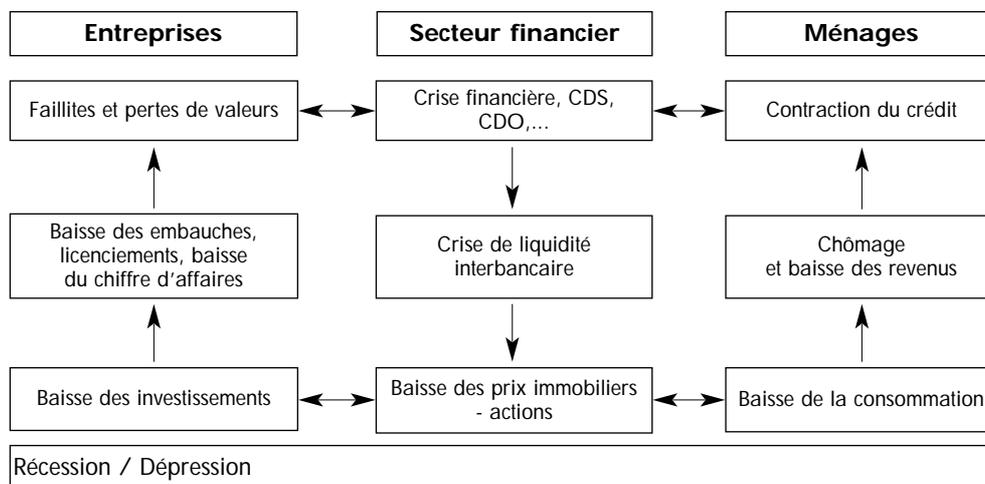


Tableau 2. Instruments négociés de gré à gré.
 Valeur notionnelle selon BRI (en milliards \$US)

	Décembre 2005	Juin 2006	Décembre 2006	Juin 2007	Décembre 2007	Juin 2008
Total	297.666	370.178	414.845	516.407	595.341	683.725
Dont CDS	13.908	20.352	28.650	42.580	57.894	57.325

Tableau 3. CDO – Collateralized Debt Obligation.
Schéma simplifié

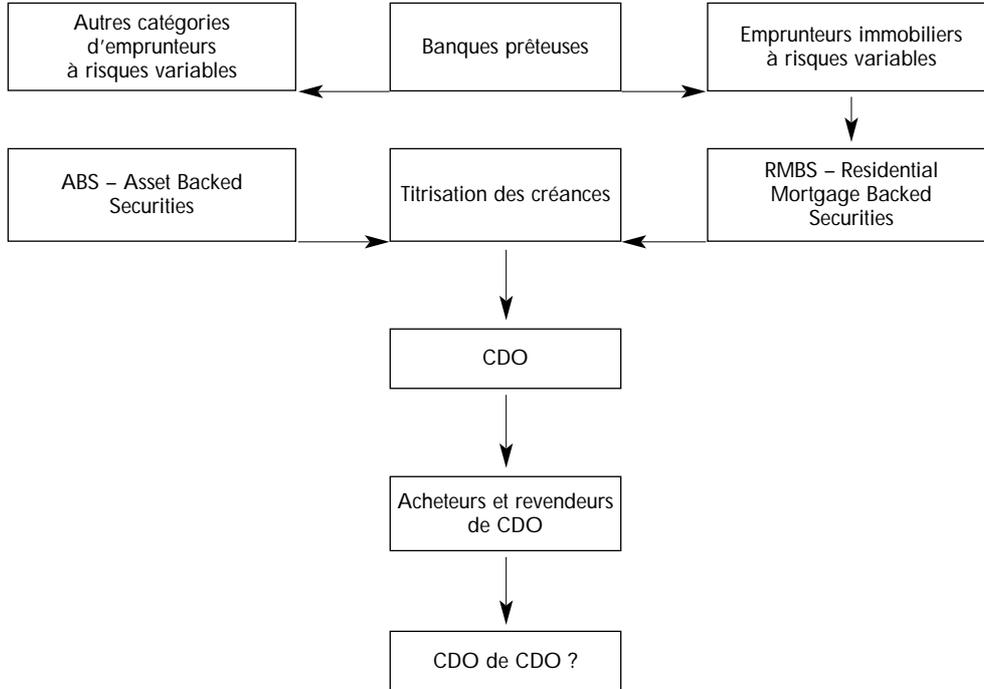


Tableau 4. Credit Default Swap (CDS).
Schéma simplifié

