REFGOV

Reflexive Governance in the Public Interest

Corporate Governance

La crise financière : de la genèse à l'apocalypse

By Robert Cobbaut

Working paper series : REFGOV-CG-37

La crise financière : de la genèse à l'apocalypse

Après avoir décrit la montée en puissance de la « finance de marché », produit de la déréglementation financière des années 80, et en avoir caractérisé le substrat idéologique, nous proposerons un diagnostic de la crise qui s'est déclarée en été 2007 pour déboucher à l'automne 2008 sur une situation qu'on peut qualifier d'apocalyptique. Nous énoncerons enfin ce que nous considérons comme les conditions de fond et les modalités nécessaires d'une solution durable.

Robert COBBAUT

La « finance de marché » : mode d'emploi.

Pour se faire une idée juste de l'ampleur de la conversion mentale que requiert une réforme efficace du système financier, on ne peut se dispenser de retracer les phases de l'évolution historique qui a abouti au séisme qui s'est produit à l'automne dernier.

Sous l'Ancien Régime (avant la révolution de 1789), le droit commun du financement de l'entreprise était celui de la société de personnes, dont les associés sont solidairement responsables sur l'intégralité de leur patrimoine. Conséquence logique, la cession de ses parts par un associé à un tiers doit être approuvée par tous les autres associés. Il est clair qu'un tel régime juridique ne favorise pas la concentration des masses importantes de capital financier que demandaient les projets de grande ampleur en quoi a consisté la «révolution industrielle». Un instrument juridique nouveau, la «société anonyme» (SA), a donc été conçu afin de pouvoir agglutiner autour de vecteurs de capital importants l'épargne d'investisseurs plus modestes. Deux conditions devaient être remplies pour attirer ces derniers : d'une part, pour répondre à leur degré plus élevé d'aversion vis-à-vis du risque, une *responsabilité patrimoniale limitée* au montant de leur mise ; d'autre part, pour leur permettre de remobiliser leur épargne en cas de besoin, assurer la *liquidité* de leur placement par la création d'un marché de seconde main, la Bourse. La première de ces deux conditions étant jugée exorbitante, la SA fut au départ un régime d'exception, soumis à l'autorisation préalable du pouvoir exécutif et réservé aux projets de grande taille ayant un objectif jugé d'intérêt général.

À côté de ce mode nouveau de financement en fonds propres, le financement des entreprises par l'endettement était réalisé pour l'essentiel par les banques dans le dispositif dit d'«intermédiation financière classique» ou «finance indirecte» : la banque collecte l'épargne du public et, après lui avoir fait subir diverses transformations (d'échéance, de nature juridique,...), la prête aux entreprises. Les deux caractéristiques majeures de ce système sont que la banque «porte» le risque de crédit, appelé aussi risque de contrepartie, jusqu'à l'échéance de l'emprunt et exerce par conséquent la surveillance des débiteurs au nom de ses déposants (*delegated monitoring*).

On se situe alors dans une phase de l'évolution du système capitaliste où la recherche, jugée indispensable, d'une plus grande liquidité du placement financier, c'est-à-dire d'une réversion facile et rapide vers la forme monétaire, est contrebalancée par une gestion vigilante des risques et en particulier du risque d'insolvabilité.

Dans le souci de favoriser l'esprit d'entreprise en élargissant la possibilité pour les investisseurs de dissocier leur patrimoine privé des ressources qu'ils affectent à la création d'entités productives, la SA devint dans les années 1860 un régime de droit commun largement accessible (nombre minimum d'associés fixé à sept, capital minimum peu élevé). Le revers de cette médaille fut une croissance importante du nombre d'entreprises cotées en Bourse qui ouvrit un champ de plus en plus large à une activité de spéculation, c'est-à-dire de placements à court et même souvent à très court terme n'ayant d'autre objectif que de tirer profit de fluctuations des cours qui peuvent n'avoir aucun rapport avec celles de la valeur économique créée – dans une perspective de long terme – par les entreprises émettrices. C'est là la rançon de la liquidité. Celle-ci doit donc être gérée et calibrée de manière à en minimiser les effets pervers. Or, on constate que, dès 1936, le fameux économiste anglais J.M. Keynes jugeait indispensable, au vu des événements récents, de jeter l'anathème sur le «fétichisme de la liquidité».

Parallèlement au développement du marché boursier, les banques avaient connu un mouvement d'intégration de toutes les fonctions bancaires dans un modèle de «banque universelle», à la fois banque de dépôts (collecte de l'épargne et dispensation de crédit) et banque d'investissement (investissement dans tous types d'actifs financiers et en particulier en participations en capital propre dans le secteur productif). Après le krach de 1929, de nombreuses banques tombèrent en faillite du fait de la chute des cours de leurs participations industrielles et de la baisse drastique des revenus de celles-ci, d'autant plus qu'une politique monétaire inopportunistement restrictive les avait privées des concours en liquidités qui auraient permis à la majorité d'entre elles de se tirer d'affaire. Par contre, de nombreux pays¹ jugèrent bon de recloisonner le marché bancaire en interdisant de cumuler l'appel public à l'épargne et l'activité de banque d'affaires.

Le modèle qui vient d'être décrit à grands traits est resté jusque dans les années 1970 la forme structurelle dominante de part et d'autre de l'Atlantique, pendant que se développait le régime «fordiste», caractérisé par l'industrialisation de la production des biens de consommation et son corrélat le développement de la consommation de masse, dont le pendant sur le plan financier fut la «bancarisation» massive de la population, liée à l'extension des réseaux d'agences bancaires, et son corrélat principal, l'institutionnalisation du crédit à la consommation.

¹ Glass-Steagal Act de 1933 aux Etats-Unis, Arrêté Royal de 1935 en Belgique, etc. Sous l'impulsion de l'Allemagne, qui ne l'avait jamais aboli, le modèle de la «banque universelle» est néanmoins devenu le modèle de référence de ce qui allait devenir la zone euro.

Comme c'est souvent le cas, le mouvement suivant fut impulsé par l'évolution de la technologie, en l'occurrence les possibilités offertes par la «télématique», fruit des effets cumulatifs des avancées en matière d'informatique et de télécommunications, dont le secteur financier fut le premier à bénéficier. Une série d'innovations – marchés continus informatisés d'actifs financiers, réseaux de communication sécurisés pour les systèmes de paiement, généralisation de la monnaie électronique – en assura la globalisation qui fut elle-même la condition de possibilité de deux mutations majeures.

La première de ces mutations est le passage d'un « régime de débiteurs » (intermédiation financière classique par les banques, décrite plus haut) à un « régime de créanciers » (finance de marché sans intermédiation ou finance directe). À côté du crédit classique, et de manière croissante, la banque (ou des banques en «syndicat» pour les grosses opérations) agit en tant qu'intermédiaire technico-commercial pour placer dans le marché (institutions financières diverses dont les compagnies d'assurance, organismes de placement collectif en valeurs mobilières, fonds de pension,...) les titres de dette à court, moyen ou long terme émis par ses grandes ou moyennes entreprises clientes. La banque est rémunérée non plus par le différentiel entre son taux prêteur et son taux emprunteur, mais par une commission. Elle sort donc de l'opération et ne porte plus le risque de crédit, qui est estimé par des «agences de notation» (*rating agencies*) rémunérées par l'emprunteur.² Souvent, l'emprunteur demande à la banque des services supplémentaires, par exemple mettre sur pied un marché secondaire des titres émis, de manière à leur conférer une liquidité qui accroîtra leur attractivité pour les investisseurs. À la différence des Bourses de valeurs qui sont des marchés publics réglementés où une chambre de compensation gérée par l'autorité de marché se porte contrepartie de tous les ordres d'achat et de vente et exige un « dépôt de marge » pour toute prise de position à découvert³, il s'agira de marchés dits «de gré à gré» (*Over The Counter – OTC*) dont les règles de fonctionnement sont du domaine des contrats privés. Les dépôts de marge pourront y être symboliques, voire inexistantes. C'est également en OTC que les banques vendront à leurs clients les produits «sur mesure» de couverture des risques de taux ou de change à base d'actifs dérivés (contrats à terme, options), opérations dans lesquelles elles doivent se mettre techniquement en position de spéculateur pour reprendre à leurs clients⁴ une exposition au risque qu'elles gèreront sur les marchés secondaires de titres financiers.

La finance directe est à son tour la condition possibilité de la seconde mutation : la «titrisation» (*securitization*), c'est-à-dire la transformation de contrats privés (par exemple, des dettes hypothécaires déjà existantes) en titres fongibles. Un ensemble (*pool*)

² Le système de *rating* auquel on se réfère le plus souvent est le système à neuf niveaux de Standard & Poors (AAA, AA, A, BBB,...,C).

³ Ainsi, pour l'opération spéculative la plus simple, le «contrat à terme» (*future*) où l'exécution des obligations réciproques des parties (livraison des titres, paiement du prix convenu) est différée, il est exigé un dépôt (en espèces, titres ou caution bancaire) d'un certain pourcentage (*margin*) du montant de la transaction.

⁴ Qui ne porte plus pour sa part que le risque de contrepartie, à moins qu'il ne l'assure par ailleurs (assurance-crédit classique ou opération de *Credit Default Swap – CDS*).

de crédits est sorti du bilan de la banque qui les accordés et vendu à un «véhicule spécial» (*Special Purpose Vehicle* – SPV) qui est en général une filiale de cette banque et qui, pour financer ce rachat, émet des titres qu’il vend au demi-gros et/ou au détail sur le marché. Si les crédits titrisés sont de bonne qualité (*prime* dans le jargon) et le SPV bien visible, il s’agit d’une opération de refinancement de marché parfaitement acceptable dans la mesure où la banque la pratique dans une mesure raisonnable. Cette dernière condition est importante, car la banque se défaisse du risque de crédit sur les acheteurs des titres émis par le SPV. Si elle ne porte pas le risque sur une part trop importante de son encours de crédits, la pratique devient suspecte et donne à penser que tout ou partie du paquet titrisé consiste en mauvais crédits trop risqués (*sub-primes*). Si, en plus, on a créé un effet de démultiplication par une ou même plusieurs re-titrisation(s) dans des véhicules appelés *Collateralized Debt Obligation* (CDO), l’affaire sent d’autant plus le roussi. Si, enfin, le SPV est douillettement situé dans une place *offshore* (en termes moins elliptiques : paradis fiscal et financier) peu ou même absolument pas réglementée, cela signifiera en outre qu’une part des risques de crédit mis « hors bilan » n’a pas fait l’objet de la couverture en fonds propres requise par les accords internationaux (Accords de Bâle) sur le contrôle «prudentiel» des risques bancaires.

Nous reviendrons encore sur ce montage « exemplaire » (au sens étymologique du mot) du mouvement foisonnant dit d’ «innovation financière» en quoi a consisté la croissance explosive de la «finance de marché». Pour comprendre comment le scénario-catastrophe ont pu se réaliser, il faut en effet décoder le courant idéologique qui l’a porté. Celui-ci a pris naissance dans le courant des années 1960 et été à la base du puissant mouvement de déréglementation qui a connu son apogée au cours de la décennie 1980.

Le substrat idéologique⁵

La pensée financière qui s’est développée depuis les années 1960 a pour noyau l’idée dite d’ «efficacité des marchés» : pourvu que toute l’information nécessaire leur soit fournie avec exactitude, les marchés financiers organisés – et donc soumis à des règles précises – produisent, à tout moment, en raison de la concurrence active que s’y livrent pour réaliser des profits une multitude d’investisseurs supposés rationnels, la meilleure évaluation possible des actifs financiers. La rationalité commande donc de baser sur les signaux-prix qu’ils émettent toutes les décisions d’allocation de ressources, qui seront, selon le principe dit de la «main invisible», des optimums individuels dont la somme constituera l’optimum collectif. Cette idée est donc basée sur une vision normative de la société fondée sur la construction volontaire – il s’agit donc d’un principe politique – d’un espace de concurrence unifié : le marché.

⁵ Cette section doit beaucoup à la pensée de l’économiste français André Orléan et, en particulier, à la synthèse magistrale qu’il en a donnée dans le numéro de novembre 2008 de la revue *Esprit* (« Au-delà de la transparence de l’information, contrôler la liquidité », pp. 38-42).

Pour nous comme pour André Orléan :

« Il n'existe que des estimations subjectives. Ainsi, (...) les marchés ont-ils pour fonction, non pas de fournir des évaluations justes qui n'existent pas, mais de rendre liquides les investissements, autrement dit : faire en sorte qu'on puisse échanger sur des bases régulières les titres qui les représentent. (...) En rendant les investissements liquides, *i.e.* négociables, on favorise l'investissement. Cependant, cette liquidité est simultanément dangereuse car, par construction, elle est une transgression dans la mesure où le capital, lui, reste immobilisé sous forme d'usines et de machines. Aussi peut-elle aisément s'autonomiser et se déconnecter de l'économie réelle. C'est elle qui est à la racine des instabilités haussières et baissières. »⁶

Avec l'auteur, nous rejoignons donc la position keynesienne : il faut rejeter le « fétichisme de la liquidité » qui est une conclusion logique d'une prémisse fautive, à savoir l'idée qu'un espace de concurrence unifié – qui fait de la liquidité absolue un impératif catégorique – permet une allocation efficiente du capital. Comme l'a montré la bulle Internet au début de ce siècle, on peut connaître une bulle spéculative sans qu'il y ait aucune carence informationnelle : l'excès d'enthousiasme (à la hausse) ou la panique (à la baisse) engendrent des comportements mimétiques qui accroissent dans des proportions très importantes la probabilité des évolutions divergentes. Estimer le degré de liquidité dont il convient de doter le système financier dans un contexte donné est donc une tâche complexe et toujours contingente.

Dire qu'il faut reréguler (il vaudrait mieux dire : reréglementer) le système financier est donc une affirmation creuse si on ne spécifie pas sur quelle base conceptuelle il y a lieu de le faire. Si c'est sur celle de la « vulgate » de la théorie d'efficience du marché qui prévaut depuis plus d'un quart de siècle, tous les efforts consentis viseront exclusivement à accroître encore la transparence de l'information et la liquidité du système. Notre intime conviction est que, dans cette hypothèse, on aboutira au mieux à produire à moyen terme, et par des voies légèrement différentes, des effets pas plus désastreux que ceux que nous vivons présentement.

Le diagnostic

Suite à la déréglementation forcenée des années 1980, deux faits marquants doivent être relevés : la volatilité des prix financiers s'est fortement accrue et les crises se sont succédées sur un rythme accéléré. Bref, le risque financier s'est accru dans des proportions importantes. Les considérations qui précèdent permettent de poser à ce sujet un diagnostic. Le principe politique qui se trouve à la base du mouvement en cours depuis un quart de siècle vers le « tout au marché » est celui de la concurrence exacerbée qui se reflète dans le niveau des rémunérations non seulement des hauts dirigeants mais aussi, peut-être même davantage, des spécialistes du *trading* des produits financiers sophistiqués. Non seulement les gains de des *yuppies* sont une insulte à la pauvreté

⁶ A. Orléan, *op.cit.*, pp. 40-41.

grandissante,⁷ mais leur caractère asymétrique – les *bonus* sont (très) positifs quand il y a profit, mais nuls et non pas négatifs quand il y a perte – est une incitation intolérable aux prises de risque les plus inconsidérées et aux pseudo-innovations fallacieuses, quand ce n'est pas à des malversations pures et simples. Donnons un bref exemple de chacune de ces trois situations :

- «Euronews», la chaîne TV sponsorisée par l'Union Européenne diffusait ces dernières semaines un spot publicitaire de FX-Pro, une plateforme de *trading* qui vous permet de réaliser des opérations sur devises «comme un pro» avec un «levier» de 1/500, en clair : pour un dépôt de marge de 1.000€, vous pouvez «jouer» 500.000€ (une marge de 0,2% !). Un résultat, très «normal» de $\pm 10\%$ signifie que vous pouvez gagner ou perdre 50 fois votre mise. Un beau cas d'économie-casino ! Il faut savoir que les opérations de change à terme sont les plus risquées de toutes : la réglementation «prudentielle» de Bâle II impose aux banques de les couvrir en fonds propres jusqu'à 150%.

- Une des stratégies favorites des *hedge funds*, fonds d'investissement hautement spéculatifs, est la «décorrélation», qui consiste à construire des portefeuilles non risqués, ou à tout le moins très peu, en prenant des positions «courtes» (ventes à découvert) pour des montants égaux à ceux de ses positions «longues» (achats comptant). Même si, grâce à une capacité «supérieure» d'anticipation,⁸ cette stratégie est pour eux plus souvent gagnante (rendement positif pour un risque nul ou presque nul) que perdante, et donc lucrative, il n'en reste pas moins que le risque n'est pas annihilé mais transmis à une contrepartie qui devra, à son tour, le subir ou le transmettre. Ceci est particulièrement inquiétant si cette contrepartie est une banque qui n'a accepté ce genre d'opération que pour ne pas perdre tout son mouvement d'affaires avec un client important.

- Le passif des SPV et des CDO est un «produit structuré», c'est-à-dire constitué de «tranches» de financement titrisé subordonnées les unes aux autres. La première tranche dite «senior» a priorité pour le service des revenus sur la «mezzanine» qui a elle-même priorité sur la tranche «*equity*»⁹. Supposons qu'il s'agisse de titriser un *pool* hypothécaire où dominent les *subprimes* dont le vendeur ne souhaite pas porter le risque. Dans l'optimisme ambiant, il sera noté BBB, *rating* auquel est attaché par exemple un rendement de 10%. La tranche «junior» (5% du total), hyper-riquéée, sera notée C, ce qui lui vaudra une super-prime de risque et un rendement de 26%. Souvent, la banque d'affaires qui réalise le montage se la réservera. La «mezzanine» (15%) sera notée BB avec un rendement de 14%. Quant à la tranche senior (80%), l'agence de notation qui, sans états d'âme devant ce conflit d'intérêts évident, sert en même temps de conseiller technique pour le montage de ce «produit structuré», la dotera sans sourciller d'un *rating* AAA. Toutefois, son rendement sera fixé à 8%, soit 1% de plus que le *return* normal du triple A, pour inciter à en garnir leurs fonds, et leurs fonds de fonds, etc., des *traders* tellement acharnés dans leur la chasse au *bonus* que cette sur-prime de risque insolite ne les incitera même pas à la prudence. Au taux d'intérêts composés de 26%, les souscripteurs de la tranche «junior» auront récupéré leur mise en trois ans ; ce qui suivra sera du profit pur. Et quand le marché immobilier s'effondrera et que les défauts de paiement des débiteurs hypothécaires se multiplieront, la tranche «mezzanine» sera

⁷ L'inégalité est le premier sous-produit de la concurrence !

⁸ Plus d'une fois nourrie par des informations privilégiées.

⁹ Comme le terme anglais l'exprime, il s'agit en principe de fonds propres, mais ceux-ci peuvent se voir substituer – surtout *offshore* – un emprunt subordonné de dernier rang (tranche «junior»).

vite balayée et le revenu allant à la tranche «senior» deviendra rapidement insuffisant : les titres qu'on croyait de père de famille deviendront les actifs toxiques que toutes les banques du monde, ou presque, même celles qui – à la différence de Fortis, Dexia et bien d'autres – ne fabriquaient pas elles-mêmes des CDO, découvriront tôt ou tard dans leurs portefeuilles et dans ceux de nombreux clients qui avaient «bénéficié» de leurs conseils de placement.

Le désastre planétaire qui vient de se produire paraît à première vue d'autant plus surprenant que, depuis le dernier krach «classique», celui de 1987, les institutions bancaires au sens large sont contraintes de se doter d'instruments sophistiqués, en l'occurrence de modèles probabilistes de gestion du risque. Toutefois, la manière dont cette démarche a été abordée par le monde financier pose trois problèmes majeurs. Tout d'abord, les lois de probabilité qui régissent les phénomènes financiers sont considérées à tort comme invariantes. Plus grave encore, la plupart des modèles en usage considèrent, pour des raisons de commodité technique, que la loi de probabilité qui régit ces phénomènes est la loi de Laplace –Gauss (loi «normale»). Or, par rapport à la plupart des phénomènes observables en sciences sociales, cette loi sous-estime sévèrement la probabilité des phénomènes extrêmes, donc des catastrophes, et amène par conséquent à considérer ces dernières comme pratiquement exclues. Enfin, les modèles couramment utilisés considèrent presque toujours comme invariantes les relations entre les éléments du système, en ce compris la manière de réagir des agents humains. Les travaux de chercheurs comme Orléan ont démontré au contraire que la densité de probabilité est non pas assimilable à un «fait de nature», exogène au comportement des acteurs humains (probabilisme objectif), mais est le produit endogène de leurs interactions (probabilisme immanent). Ils expliquent aussi pourquoi et comment toutes les évolutions divergentes, à la hausse (bulles spéculatives) comme à la baisse (chute brusque et prononcée des cours), entraînent une «polarisation mimétique» des comportements. Face à l'«incertitude radicale»¹⁰, non probabilisable, l'attitude de «mouton de Panurge» devient un comportement individuellement rationnel. Or, la plupart des modèles de couverture du risque sont fondés sur l'existence, entre les prix de certaines classes d'actifs, de corrélations¹¹ stables et négatives qui, en pareilles circonstances, s'inversent brusquement : tout évolue dans le même sens, à la baisse ! C'est alors qu'apparaît le «risque de système», c'est-à-dire l'apparition d'«...états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insécurité générale».¹²

Le plus souvent, le «risque de système» se cristallise sur les banques. La forme la plus commune de la crise bancaire est le *credit crunch*, gel du système de crédit et, en

¹⁰ T.Guldemann de la banque J.P. Morgan, le père de la célèbre méthode de la *Value-at-Risk*, reconnaissait récemment que « la gestion du risque a à voir avec des choses dont on ne sait pas qu'on ne les sait pas ».

¹¹ Quand l'une monte, l'autre monte dans telle proportion (corrélation positive) ; quand l'une baisse, l'autre monte dans telle proportion (corrélation négative).

¹² Aglietta M; & Moutot P. (1993), «Le risque de système et sa prévention», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 41.

particulier, du crédit interbancaire. Or, en situation normale, les banques réalisent par ce biais la majeure partie de leurs ajustements de court et moyen terme. Ainsi, à fin août 2008, la part des dettes interbancaires atteignait 35% du passif de l'ensemble des banques belges, et les prêts interbancaires 30% de leur actif¹³. Mais, dans la situation qui s'est développée à partir du mois suivant et dans le climat que celle-ci a engendré, les banques, même si elles disposaient de liquidités¹⁴, refusaient de les prêter¹⁵, à la fois pour les garder disponibles en cas de coup dur et pour éviter d'accroître par des créances irrécupérables un encours de crédits dont certains inspiraient déjà les plus vives inquiétudes.

Il s'est avéré au fil des derniers mois que la plupart des banques sont dans une mesure ou une autre en difficulté en raison de l'accumulation de comportements imprudents à laquelle la déréglementation tous azimuts les a incitées : crédits démesurés aux entreprises de la « nouvelle économie », entrée en force dans le métier, nouveau pour elles, de la banque d'investissement, financement du boom immobilier, développement du crédit à la consommation jusqu'à provoquer le surendettement des ménages, ... Or, les banques, et en particulier les banques de dépôts, occupent dans l'économie une place très particulière. En effet, elles sont non seulement des entreprises privées en concurrence entre elles pour vendre avec profit des produits financiers, mais exercent conjointement, sous le contrôle (en Belgique) de la Banque centrale et d'une autorité administrative indépendante, la CBFA¹⁶, le service public de gestion du système de paiements, qui est en quelque sorte le système nerveux de l'économie. La faillite d'une banque de dépôts importante provoquerait donc presque à coup sûr la paralysie de l'économie tout entière et à tout le moins une pagaille indescriptible et de longue durée causant des dégâts très considérables. Après le krach de 1987, le *Wall Street Journal*, une publication peu suspecte de gauchisme, publiait un article qui fit grand bruit et dont l'auteur affirmait froidement qu'il y a deux sortes de banques, les T.B.T.F. (*Too Big To Fail* – trop grosses pour qu'on puisse les laisser tomber en faillite) et les T.S.T.S. (*Too Small To Save* – trop petites pour qu'on prenne la peine de les sauver). Devant une situation comme celle de Bear Stearns aux USA, de Northern Rock au Royaume Uni, de Dexia, Fortis ou KBC dans notre « petite terre d'héroïsme », les gouvernements et les Banques centrales sont donc littéralement « pris en otage » et ne peuvent rien faire d'autre que de les renflouer en liquidités, les recapitaliser et, dans les cas extrêmes, les nationaliser en tout ou en partie, tout en élargissant une garantie des dépôts dont on est à peu près certain que les mesures précédentes – et leur répétition éventuelle – éloigneront à coût nettement plus faible le spectre de leur mise en œuvre. Mais il s'agit bien en l'occurrence d'une véritable « socialisation des pertes ».

¹³ Le système bancaire belge était donc emprunteur interbancaire net, dans des proportions qui d'ailleurs n'ont en soi rien d'anormal et peuvent, du moins en temps normal, s'inverser rapidement.

¹⁴ À ce moment, les banques de la zone euro étaient dans leur ensemble largement liquides.

¹⁵ Et sont encore très réticentes à le faire.

¹⁶ Commission Bancaire Financière et des Assurances, dont la qualité du contrôle exercé a été mis en question ces derniers mois, ce qui mérite en tout cas un examen approfondi.

Les remèdes

Il reste à se poser l'éternelle question : que faire pour le futur ? La réponse des sectateurs de l'efficience de marché est prévisible : les marchés souffrent encore d'une relative inefficience due à leur manque de «transparence» ; il suffit donc d'améliorer encore l'information, de manière à accroître la lisibilité et la comparabilité de toutes les offres de produits financiers. Pour ceux – dont nous sommes – qui mettent radicalement en cause, comme on a pu le lire plus haut, ce que les pionniers des années 1960 appelaient prudemment l'hypothèse d'efficience, cette réponse n'est pas seulement insuffisante, elle est inacceptable car elle ne remet pas en cause les conditions mêmes de ce qui s'est révélé être l'autonomisation parasitaire de la finance de marché : l'appât du gain élevé au rang d'un impératif catégorique et la croyance, à la fois mystifiée et mystificatrice, dans les bienfaits de la concurrence sans entraves. Les faillites et les pertes d'emploi innombrables qui ont jalonné ces derniers mois montrent bien l'erreur de perspective de ceux qui axaient leur critique sur le prétendu «découplage» de l'économie financière et de l'économie réelle. Quand le *credit crunch* empêche les banques de remplir leur fonction essentielle qui est d'anticiper par le crédit et de rendre par conséquent possible la création future de richesse réelle, on perçoit au contraire, à travers cet effroyable retour de bâton, la réalité et la véritable nature – à «effet-retard » – de leur couplage.

Vu l'importance des dérives constatées et l'ampleur des dégâts, les remèdes à adopter devraient – l'emploi du conditionnel reflète la crainte qu'il ne s'agisse que d'un vœu pieux – avoir pour caractéristique première la radicalité. Vu la globalisation du système financier, la seconde caractéristique commune aux solutions adoptées devrait être la mondialité, l'usage du conditionnel révélant ici aussi la crainte que ce vœu ne se heurte à l'existence des places *off shore* et à la culture auto-régulationniste développée et répandue avant tout par les anglo-saxons.

Il s'agirait tout d'abord de désamorcer l'intolérable incitation à l'imprudence et à la concurrence sauvage que constitue le système de *bonus*. Puisqu'il semble impossible de prôner sa suppression sans heurter le sentiment de l'égalité qui habite nos plus hautes instances juridictionnelles, il est peut-être possible et il serait encore plus efficace et plus juste de les symétriser, comme on l'a déjà suggéré plus haut, dans un système de *bonus-malus*.

Revenir, comme on l'a fait dans les années trente à une séparation – qui n'avait d'ailleurs été qu'en principe radicale – des activités de banque de dépôts et de banque d'affaires risque d'être impraticable et en partie inefficace. Il n'empêche qu'il faut mettre en place des moyens d'éviter que se reproduisent des scandales comme celui des *sub-primes* et tous les excès que celui-ci a rendus possibles en aval, de même que des escroqueries à grande échelle, et sur un laps de temps à ce point long que c'en devient troublant, comme l'affaire Madoff. Une solution radicale serait de prohiber purement et simplement la titrisation, mais cela reviendrait à jeter quelques bébés avec l'eau du bain. Une solution

moins drastique consisterait en une limitation de la quotité titrisable. Encore faudrait-il s'entendre sur un plafond, rigide ou modulable selon certains critères. Une autre solution serait de ne pas imposer de limite, mais de prohiber la mise hors bilan et d'inclure à 100% les montants titrisés dans les provisions «prudentielles» en fonds propres. Dans les deux cas, il y aurait lieu d'élaborer les modalités d'un contrôle non – ou du moins difficilement – fraudable.

Idéalement, mais ceci serait probablement une «impossible étoile», toutes les opérations de marché devraient se faire par les marchés dits réglementés où il existe un «fusible» constitué par le fait que toutes les opérations d'achat et de vente ont pour contrepartie une chambre de compensation, ce qui supprimerait notamment les contreparties forcées qui caractérisent le système OTC¹⁷. Celui-ci, à défaut d'être supprimé, verrait ses opérations soumises à autorisation préalable. Cela impliquerait qu'à côté des opérations standardisées, présentement les seules possibles sur les marchés réglementés, ceux-ci s'organisent pour réaliser des contrats sur mesure (en matière d'échéance, de montant,...) moyennant un surcoût qui d'ailleurs n'excéderait pas le montant, parfois coquet, des commissions OTC. Le corollaire d'une telle mesure serait l'interdiction pour les institutions financières agréées¹⁸ de mettre en portefeuille ou de placer dans les portefeuilles de leurs clients des instruments financiers émis ou transmis par des institutions non agréées. Elle permettrait aussi que soient effectivement prélevés des dépôts de marge dont la quotité devrait être beaucoup plus importante que ce qui est actuellement pratiqué.

Il faudrait par ailleurs limiter fortement pour tous les opérateurs (émetteurs primaires et secondaires, assureurs de crédit, distributeurs, mais aussi investisseurs professionnels au sens le plus large¹⁹) la possibilité de jouer sur le levier d'endettement, c'est-à-dire de financer par la dette une part – dans l'état actuel des choses le plus souvent très importante – de toute mise en capital, en ce compris les dépôts de marge.²⁰

Il faudrait, enfin, que la politique monétaire pratiquée ne soit pas une nouvelle incitation à la prise de risque inconsidérée. Autrement dit, il faut prendre en compte ce que les économistes appellent l'«aléa moral», c'est-à-dire le fait que l'agent qui bénéficie d'une assurance ne met pas la même vigilance à éviter le risque inutile ou inconsidéré que s'il devait assumer seul les conséquences de ses actes. C'est dire s'il y a urgence à prendre au plus vite – même s'il s'impose de les calibrer avec soin – de rigoureuses mesures préventives du «risque de système», du type de celles esquissées ci-dessus, pour éviter que des institutions financières recapitalisées de frais et se voyant refinancées à coût

¹⁷ Voir plus haut.

¹⁸ La nature et les implications de cet agrément devraient être portées à la connaissance des investisseurs dans une procédure explicite et incontournable, dont l'omission serait très lourdement sanctionnée.

¹⁹ C'est-à-dire tous les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.)

²⁰ Il y aurait donc lieu d'ajouter au «ratio» prudentiel de couverture en fonds propres des actifs risqués, un «ratio» d'endettement dont la formule pourrait être [(position de marché totale = P) / (P moins endettement total)]

ultra-faible sinon nul ne succombent à la prochaine chimère que leur fera miroiter la soi-disant innovation financière, même s'il ne s'agit comme toujours – derrière un nom ronflant – que de variations sans génie sur des thèmes éculés.