

NICOLAS CRESPELLE

2009

**La  
crise  
en questions**

Les 50 questions que vous vous posez

EYROLLES

# **La crise en questions**

Les 50 questions  
que vous vous posez

Groupe Eyrolles  
61, bd Saint-Germain  
75240 Paris cedex 05  
[www.editions-eyrolles.com](http://www.editions-eyrolles.com)



Le Code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2009  
ISBN : 978-2-212-54296-7

Nicolas CRESPELLE

# La crise en questions

Les 50 questions  
que vous vous posez

EYROLLES



# Avertissement

Les réponses aux cinquante questions posées dans ce livre peuvent, pour certaines, sembler contradictoires dans leurs définitions, ou dans les jugements qui y sont prononcés. Il s'agit d'un parti pris, et non pas d'une étourderie ! Chaque réponse a, en effet, été rédigée comme un tout, de façon à pouvoir être lue sans qu'il soit nécessaire de se référer à d'autres questions pour en comprendre le sens. Le lecteur peut donc rentrer dans ce livre à partir des questions qui l'interpellent le plus, sans qu'il lui soit besoin de commencer par le début et de finir par la fin. En particulier, celui qui ne souhaite pas entrer dans les détails de l'étude de la mécanique de la crise peut se contenter, dans un premier temps, de lire l'introduction et la conclusion de ce livre, qui valent comme synthèse de l'ensemble des questions retenues. Enfin, les contradictions apparentes dans les définitions données ou les jugements portés sur des termes techniques, des événements ou des faits tiennent aux différents prismes avec lesquels ces définitions ou ces jugements sont abordés dans les cinquante réponses. Les faits exposés sont complexes, souvent paradoxaux. Ils ont été ou sont porteurs d'effets positifs et négatifs, et toujours d'effets pervers. Plutôt que de rechercher une cohérence artificielle ou académique, il a donc été choisi, à travers ces cinquante questions, de les étudier sous des angles à chaque fois différents.

# Sommaire

<b>Introduction : Après la crise, qu'est-ce qui aura changé ?</b> .....	<b>1</b>
---	----------

## I.

### Où en est le film ?

Où en est le film ? .....	19
Quel est le scénario ? .....	23
Pourquoi les marchés font-ils des bulles ? .....	27
Comment en est-on arrivé là ? .....	33
La crise financière est-elle terminée ? .....	36
Pourquoi personne n'a rien vu venir ? .....	39
Où est passé l'argent des <i>subprimes</i> ? .....	41
Les financiers sont-ils tous des voleurs ? .....	43
Où est passé l'argent perdu en Bourse ? .....	46
Où les entreprises vont-elles trouver de l'argent ? .....	48
Pourquoi ce sont toujours les PME qui trinquent ? .....	51
Quelles conditions doit-on remplir pour un retour à la normale ? .....	56
Les plans de relance vont-ils être efficaces ? .....	60
Doit-on craindre le retour de l'inflation ? .....	69
Et si ça tourne vraiment mal ? .....	73

## II.

### Est-ce la fin d'une époque ?

Est-ce la fin de l'économie de marché et la condamnation du libéralisme ? .....	77
Est-ce la fin du capitalisme financier ? .....	79
Est-ce la fin de l'industrie automobile ? .....	83

## III.

### Qui sont les coupables... et les faux coupables ?

Est-ce la faute des spéculateurs ? .....	89
Est-ce la faute des « petits génies » en mathématiques ? .....	91
Est-ce la faute des <i>traders</i> ? .....	93
Est-ce la faute des <i>hedge funds</i> ? .....	95
Est-ce la faute des banquiers ? .....	98
Est-ce la faute des régulateurs ? .....	101
Est-ce la faute des politiques ? .....	104
Où est l'erreur ? .....	107

## IV.

### L'État est-il de retour ?

Pourquoi devrait-on payer pour les erreurs des banquiers ? ...	111
Pourquoi, si la santé de l'économie dépend de celle des banques, ne leur a-t-on pas interdit de prêter plus d'argent qu'elles n'en avaient elles-mêmes ? .....	113
Pourquoi l'État ne nationalise-t-il pas définitivement les banques ? .....	118
Pourquoi prétendre emprunter, alors que l'État est déjà trop endetté ? .....	121
Pourquoi a-t-on trouvé de l'argent pour les banques, et pas pour le RSA ? .....	124

D'où viennent les 360 milliards d'euros que l'on a donnés aux banques ? .....	126
Qui va payer ? .....	130
Quelle nouvelle régulation va être adoptée ? .....	132
Comment contrôler les banques ? .....	134
Comment mieux contrôler les rémunérations des patrons ? .....	137
Pourquoi a-t-on toléré jusqu'ici les paradis fiscaux ? Va-t-on enfin les interdire ? .....	143
L'État est-il vraiment de retour ? .....	145

## V.

### Comment ça marche ?

Qu'est-ce qu'un CDS ? .....	149
Qu'est-ce que la titrisation ? .....	151
Qu'est-ce qu'un CDO ou un CLO ? .....	152
Qu'est-ce qu'un <i>hedge fund</i> ? .....	154
Qu'est-ce que la vente à découvert ? Pourquoi l'autorise-t-on ? .....	158
Que veut dire « aléa moral » ? .....	160
Que veut dire « distribuer des liquidités » ? .....	162
Qu'est-ce qu'une banque d'investissement ? .....	164
Qu'est-ce que le <i>credit crunch</i> ? .....	166
Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ? .....	168

<b>Conclusion : Défis, chances et handicaps : comment la France va-t-elle s'en sortir ? .....</b>	<b>171</b>
---	------------

<b>Index des mots clés et des noms propres .....</b>	<b>177</b>
<b>Index des sociétés citées .....</b>	<b>181</b>
<b>Index des sigles .....</b>	<b>183</b>



## Introduction

# Après la crise, qu'est-ce qui aura changé ?

Cette crise est un accident. Un accident grave, mais un accident. Un accident grave, car elle laisse des centaines de milliers de personnes sur le sable, après avoir perdu leurs emplois, leurs entreprises, leurs maisons, et l'épargne qu'elles avaient mise de côté pour leurs retraites ou pour couvrir les besoins de la vie. Pour tous, elle se traduit par l'inquiétude du lendemain, par des espoirs déçus, par un horizon devenu noir ou incertain. Derrière les statistiques, des chagrins et de la misère...

Les Français, comme les Européens, en particulier ceux de la zone euro, même s'ils souffrent comme les autres, ne sont pas les plus à plaindre. Ils disposent collectivement d'une épargne et d'une capacité d'endettement suffisantes pour pouvoir financer et garantir leurs retraites, leurs assurances chômage, leur système de santé, et les plans de sauvetage ou de relance qui leur permettront de passer le pic de la crise économique sans trop, pour l'immense majorité d'entre eux, obérer leur consommation et leur mode de vie. Même si, en France, cette crise a pour conséquence un retour du taux de chômage à 10 % de la population active, il ne faut pas oublier que parmi cette dernière, 90 % d'entre elle ne sera pas touchée. Les Français traversent et traverseront cette crise en étant plus ou moins protégés de ses effets les plus cruels.

Ce n'est déjà plus le cas pour les Américains, dont beaucoup ont perdu leurs maisons, leur épargne retraite et leur pouvoir d'achat parce qu'ils étaient dépendants non pas d'un revenu, mais d'une capacité d'endettement qui s'est évaporée avec l'écroulement de la valeur de leurs actifs, de ce qu'ils possédaient.

Ce n'est plus du tout le cas pour le reste du monde, pour les pays émergents, et encore moins pour les pays les plus fragiles, les plus abandonnés aux guerres, aux catastrophes humanitaires ou climatiques. Dans ces pays, des gens meurent de la crise, de la crise qui les fait mourir de faim, de misère et de désespoir. Leur production, qui était à très faible valeur ajoutée, qu'ils vendaient aux pays les plus favorisés, ne trouve plus preneur, les investisseurs étrangers ont disparu, leurs monnaies se sont effondrées, ils ne sont plus capables de payer les produits de première nécessité, – nourriture, pétrole –, qu'ils achetaient sur les marchés internationaux. Et le FMI, dont la mission est de les sauver, ne peut pas tout.

Dans un monde où les économies sont toutes interconnectées, où la répartition internationale du travail, portée par la libre circulation des capitaux, a conduit à une répartition des tâches entre toutes les régions du monde au profit de la croissance et du développement de la totalité d'entre elles, cette double crise, financière et économique, touche le monde entier, et ce sont ceux qui sont en bout de chaîne qui en souffrent le plus. C'est ainsi qu'un Indien de Calcutta, dont la seule richesse était un rickshaw qu'il tirait dans les rues à la force de ses mollets contre quelques roupies, a perdu ce qui lui permettait à peine de survivre, mais de survivre quand même, sombrant dans le dénuement le plus extrême. Et ce, parce que, à l'autre bout du monde, en Californie, un pauvre immigré hispanique, à peine plus riche que lui, n'a pas été capable de payer les mensualités de la maison qu'il avait cru acquérir grâce à un crédit *subprime*. Cet immigré,

ou ce « travailleur pauvre », a ainsi déclenché, à son corps défendant, l'effondrement d'un ahurissant château de cartes pensé et construit par la crème des financiers et banquiers de Wall Street, au vu et au su de ceux qui étaient censés les contrôler, pour, pensaient-ils, le bien et la prospérité de tous, à commencer par la leur.

Cette crise a un impact mondial, parce que, ces vingt dernières années, le monde s'est transformé économiquement en un ensemble unique, en une seule « plaque », grâce à la conjonction des nouvelles technologies, des organisations logistiques et de la libre circulation des capitaux orchestrée par une industrie financière ayant accès à des ressources bon marché et abondantes. C'est cette conjonction, que l'on synthétise sous le terme de « mondialisation », qui a permis près de vingt ans de croissance presque ininterrompue de l'économie mondiale, et en particulier la dynamique de rattrapage des pays émergents. C'est cette croissance, cette dynamique, que la crise financière, puis la crise économique, viennent brusquement d'interrompre.

L'exposé des mécanismes de ce désastre est l'objet de ce livre. Comme dans toute catastrophe de cette ampleur, au-delà de sa description, de la compréhension de sa mécanique, de son pourquoi et de son comment, il est possible d'en isoler les causes et les conséquences essentielles.

C'est le crédit, la faculté qui est offerte à chacun d'emprunter pour investir, qui est le moteur du développement, de la croissance des économies. La distribution de ce crédit est, bien entendu, bornée par les capacités de remboursement des emprunteurs, mais aussi, et surtout, par la prise en compte du risque de leur défaillance qui conditionne leur accès au crédit et le calcul des intérêts qui leur sont réclamés pour accepter de leur prêter. Au niveau macroéconomique, cette distribution est aussi bornée par la modulation des taux d'intérêt, qui renchérit ou non le coût de l'argent emprunté, de façon à maîtriser le risque d'inflation de la masse

monétaire, et d'éviter la formation de bulles spéculatives sur certaines classes d'actifs, comme souvent l'immobilier.

La crise financière est la conséquence d'une double cécité : celle de la Banque centrale américaine qui n'a pas vu, ou plutôt qui n'a pas tenu compte, avec la poursuite de sa politique d'argent bon marché, de la formation d'une bulle spéculative sur l'immobilier. Et celle des autres régulateurs, qui ont laissé Wall Street développer hors de leur contrôle toute une série de nouveaux produits financiers, des produits dérivés, dont le dénominateur commun était de prétendre supprimer le risque en le dispersant et en le morcelant. Ces produits ont ouvert la porte à un développement illimité du crédit, qui, à son tour, est venu nourrir la bulle en augmentant artificiellement la valeur de tous les actifs, en particulier immobiliers et boursiers. C'est en cela que cette crise, aussi grave soit-elle, n'est pourtant qu'un accident : elle est le résultat de l'explosion de ce qui reste une bulle spéculative classique. Cette bulle a pu se former grâce à une politique monétaire trop laxiste, et a été amplifiée par des techniques financières sophistiquées qui permettaient aux investisseurs d'emprunter « sans risques », et donc sans fin.

La responsabilité d'un désastre pareil est toujours collective. Elle ne doit pas être rapportée uniquement à tel ou tel individu ou institution, sauf à se tromper sur l'explication du sinistre en le réduisant à la culpabilité de quelques boucs émissaires. Cependant, il reste que les grands responsables, ou plutôt les principaux agents de la formation de cette bulle ont été les régulateurs américains, en particulier la FED et la SEC, et à peine plus d'une centaine de dirigeants des principales institutions bancaires et financières de Wall Street. Ils pouvaient savoir. Certains savaient. Certains régulateurs auraient pu changer les règles et d'autres, parmi les financiers, demander à ce qu'elles soient changées. Les uns, les autres ne l'ont pas fait. Au-delà de toutes les raisons

pertinentes que l'on peut avancer, le contexte idéologique du moment, celui de la présidence Bush, n'y était pas favorable. Ils « y croyaient », aveuglés qu'ils étaient par leur propre succès ! Tout au plus, les banquiers les plus cyniques ont vu « venir le coup » et se sont retirés du jeu à temps, et les plus éthiques se sont abstenus. Mais l'éthique d'une profession est celle de son maillon le plus faible, c'est-à-dire de ses membres les moins éthiques... C'est la raison pour laquelle il faut des gendarmes. Et c'est la raison pour laquelle quand ces derniers, comme la SEC, ne croient plus à leur mission et ne l'exécutent pas, tout explose.

Les leçons de cette crise financière, de façon à ce que des dispositions soient prises pour qu'elle ne puisse se reproduire à l'identique, sont en voie d'être tirées. Les nouvelles dispositions qui vont être adoptées sont débattues en ce début d'année 2009. Elles sont nécessairement très techniques. Elles ressortent pourtant toutes d'un double objectif commun : d'une part, donner les moyens aux banques centrales, à partir de la surveillance de l'évolution de la valeur des actifs, d'intervenir très en amont de la formation d'une bulle spéculative pour y mettre fin ; d'autre part, soumettre à la régulation tous les acteurs de l'industrie financière, en particulier en les obligeant à rester « à risque » vis-à-vis des crédits qu'ils distribuent ou des produits qu'ils structurent. C'est la fin annoncée des banques et de la finance vivant de commissions perçues sur des opérations de transfert ou de couverture de risques, qu'elles soient bonnes ou mauvaises, sans qu'elles-mêmes voient leur responsabilité engagée. C'est donc la fin annoncée de l'économie du levier, c'est-à-dire de l'endettement sans fin, et la fin des « maîtres du monde », banquiers, *traders* et courtiers divers et variés, aux gros et indécents bonus...

Fin de partie, donc ? Comme on le voit sous nos yeux tous les jours, hélas non. À dater du moment où la bulle spéculative a éclaté vraiment, à l'été 2008, la crise financière s'est instantanément

transformée en une crise économique. La confiance a disparu du jour au lendemain, et le crédit s'est totalement asséché, d'abord entre les établissements bancaires, puis pour les entreprises et les consommateurs. La crise financière a éclaté de trop de crédits. La crise économique a pris le relais par la disparition du crédit. Plus de crédits, donc plus d'achats de logements, d'automobiles, de biens d'équipement, etc., avec pour conséquence des faillites en cascade, un taux de chômage qui explose, une consommation en berne et des investissements gelés... Bref, la bonne vieille crise économique, en plus intense parce que mondiale, telle que tous les pays en ont vécu l'expérience, plus ou moins régulièrement. Seule nouveauté cette fois-ci : elle s'est répandue instantanément dans le monde entier.

Aussi, les questions qui se posent aujourd'hui sont de deux ordres : les interventions des gouvernements pour réduire ou pallier les effets de la crise ont-elles et sont-elles appropriées et efficaces ? Une fois sortis de la crise, à quels changements majeurs faut-il s'attendre ?

À la première interrogation, on peut déjà répondre positivement : les plans de sauvetage des banques ont certainement évité un désastre majeur où l'on aurait assisté à la ruine de millions d'épargnants et de déposants qui n'auraient eu pour seule ressource que de pointer à la soupe populaire. 1929, « les raisins de la colère », probablement en pire. C'est la seconde nouveauté de la crise financière : l'intervention concertée et « à chaud » des gouvernements et des banques centrales, pour la première fois dans l'histoire, a évité au monde ce désastre majeur, au regard duquel la crise économique que nous subissons n'est qu'un gros souci, rien de plus. Ce « succès » est peut-être ce qui demain retiendra le plus l'attention des historiens de l'économie.

L'effet des plans de relance est plus incertain, notamment du fait des situations très différentes dans lesquelles se trouvent les

pays, et donc du fait de l'application de remèdes très divers. Rien de commun, en effet, entre les États-Unis, dont les citoyens sont surendettés et vivaient à crédit, et où de ce fait la consommation s'effondre, et la France, où ce sont les entreprises, particulièrement les PME, qui sont en première ligne, faute de fonds propres suffisants pour pouvoir surmonter une pénurie de crédit. Dans un cas, c'est plutôt la consommation qu'il faut soutenir ; dans l'autre, c'est plutôt l'investissement. Mais dans les deux cas, le temps que les plans fassent éventuellement de l'effet, le pic de la crise sera passé. En d'autres termes, personne n'échappera en 2009 aux faillites et au chômage des plus fragiles, des moins adaptés, des plus archaïques. La crise, comme d'habitude, aura joué le rôle d'un « accélérateur de changement ». Les plans de relance, comme leur nom l'indique, aideront... à la relance d'après la crise en contribuant à réintégrer plus ou moins rapidement dans de nouveaux emplois ceux qui auront perdu les leurs, mais ne viendront probablement pas en atténuer la rigueur immédiate.

Les réponses à la seconde interrogation : « À quels changements majeurs faut-il s'attendre ? », quel sera le monde d'après la crise, sont encore plus incertaines, car étrangement les changements de fond sont souvent moins immédiatement ostensibles et visibles, et se prêtent souvent à des contresens. Ainsi en est-il des conclusions hâtives auxquelles l'étude de la crise conduit certains, qui mélangent, sans s'en rendre compte, leur analyse et leur désir. Et pourtant, les trois grandes questions qui émergent à cette occasion interpellent tout le monde – experts, responsables politiques et simples citoyens. Ce sont celle de la centralisation au niveau mondial de la gestion du secteur financier ; celle du retour de l'État ; et enfin, celle du retour des valeurs et de la fin du primat de l'argent.

Non, la crise ne va pas conduire inéluctablement à une centralisation de la régulation, avec, à terme, un régulateur mondial,

supranational, voire une monnaie mondiale. Bien au contraire. Pour une raison simple : le traitement de cette crise par les banques centrales, les régulateurs et les gouvernements a fait apparaître pour la première fois une gestion « en réseau », qui a fait la preuve de son efficacité immédiate et de sa souplesse. Les différentes autorités ont, grâce à cette gestion en réseau, réussi à coordonner leurs actions pour ce qu'il leur fallait coordonner, tout en gardant la faculté de les adapter selon la configuration spécifique des espaces économiques et politiques dont elles avaient la responsabilité.

C'est ce fonctionnement en réseau des institutions monétaires, réglementaires et gouvernementales qui va se développer et se sophistiquer, calquant ainsi ce qui est déjà le mode de fonctionnement et de management des entreprises les plus performantes. De même que, grâce à l'utilisation de logiciels comme CATIA, des équipes d'ingénieurs éclatés aux quatre coins du monde peuvent travailler au même moment à la conception de la même pièce d'un Airbus, de même les banques centrales, les régulateurs et les gouvernements viennent d'apprendre qu'ils peuvent traiter ensemble et en même temps un même problème aussi circonscrit qu'une crise financière, grâce à la mise en réseau par les nouvelles technologies de l'information de plusieurs centaines d'experts et de collaborateurs appartenant à leurs différentes institutions. L'idée de nouvelles superstructures réglementaires et monétaires, sur laquelle certains politiques se sont jetés parce qu'elle est « belle comme l'antique », et dont ils mettraient des années à en négocier entre eux la concrétisation, pour probablement aboutir à un ou des monstres bureaucratiques, est condamnée par les faits, par la réussite même de cette gestion de crise. Les citoyens ont d'ailleurs tout à y gagner, le propre d'un fonctionnement en réseau étant de permettre l'éclosion immédiate et temporaire de leaderships de compétences comme

ici celle de l'équipe de Gordon Brown et de Nicolas Sarkozy selon les sujets abordés, ce qui représente une certaine garantie de ce que les décisions prises dans ce cadre soient les plus sages. Enfin, au-delà du secteur économique, la mobilisation en réseau des acteurs impliqués par la gestion de cette crise financière a fait apparaître en plein jour une manifestation de plus, après celle sur les dangers climatiques, de ce que l'on pourrait qualifier de l'émergence d'une « démocratie autoélective », où tous ceux qui sont impliqués par un sujet, pourvu qu'ils soient qualifiés, peuvent se faire entendre et participer à la décision.

La même réflexion vaut pour le retour de l'État. Non, cette crise ne marque pas le retour de l'État tout-puissant, centralisé et colbertiste, ordonnateur et acteur ultime de l'activité économique, en lieu et place de l'initiative privée. Au contraire. Cette crise, la façon dont, de fait, l'État est intervenu, directement ou indirectement, par la mobilisation des responsables politiques, des banques centrales et des organismes de régulation, a permis de mieux définir ou découvrir son vrai rôle économique, et d'en préciser les contours. Dans une économie moderne, diversifiée, créative, irriguée par une industrie financière sophistiquée, il est apparu par défaut irremplaçable dans son rôle de « garant », puisque c'est celui que les instances de régulation qu'il contrôle ont manqué de remplir, et qui est à l'origine de la crise. De même, par ses plans de sauvetage et de relance, le rôle de l'État comme ultime « compagnie » de réassurance et comme ultime investisseur ou consommateur a été affirmé. Cette crise et son traitement ont fait la preuve de ce qu'il existait un rôle spécifique à l'État, comme dépositaire d'une responsabilité économique détenue au nom de la collectivité, qui ne saurait être confondue avec celle des acteurs privés, banques ou entreprises, mais qui permet de garantir et pérenniser leur existence et leur développement. Or ceux qui clament au retour de l'État se réfèrent implicitement à

son rôle d'entrepreneur direct, d'employeur de premier rang et de redistributeur. Aucun de ces trois rôles économiques n'a été appelé par les circonstances. Ce n'est pas un retour de l'État qui s'est joué, mais l'irruption, sur la scène économique, d'un nouvel État aux responsabilités bien définies, complémentaires, et non en concurrence, avec celles dévolues à l'initiative individuelle. L'État n'a pas besoin d'être totalitaire pour exercer un pouvoir économique. Petit rappel à l'usage des marxistes et colbertistes nostalgiques... Et il revient à l'État de jouer un rôle économique qui lui est propre. Petit rappel à l'usage des ayatollahs du marché...

Enfin, la réponse à la question du retour des valeurs, de la fin de l'argent roi et fou, est plus ambiguë. Il ne s'agit pas seulement d'une question morale, mais aussi, et peut-être d'abord, d'une question d'efficacité économique. Ce qui est le gage de ce qu'elle sera vraiment traitée, du moins en partie.

La captation de richesse par l'industrie financière, alors même qu'elle n'en crée pas par elle-même, que ce soit par les épargnants ou par les dirigeants et employés de cette industrie, a engendré un double effet pervers. D'une part, ceux qui bénéficiaient de bonus ont été poussés à faire prendre de plus en plus de risques à ceux qui leur confiaient leur épargne, ces bonus représentant une commission, soit sur les sommes qu'ils avaient la charge de gérer, soit sur des performances instantanées qui pouvaient être contredites par les marchés dès le lendemain. Dans tous les cas, ils étaient indépendants du risque qu'ils faisaient prendre aux investisseurs et à l'argent qui ne leur appartenait pas. Pile, je gagne ; face je gagne... Même si je te fais perdre !

La nouvelle régulation, quelle que soit la forme retenue, va obliger tous les acteurs de l'industrie financière à prendre leur part du risque qu'ils font prendre à d'autres. Ces dispositions vont d'abord avoir comme effet mécanique de diminuer leur volume

d'activité (leur pourcentage, dans le PIB des États-Unis et dans celui de l'Angleterre, devrait diminuer d'un tiers à la moitié de ce qu'il était), et donc le nombre de bénéficiaires de bonus. Ensuite, et surtout, ces mêmes dispositions devraient avoir pour effet de diminuer, étaler et repousser dans le temps la jouissance du bénéfice de ces mêmes bonus. C'est la disparition programmée des rémunérations exorbitantes et instantanées de certains banquiers. Cependant, même avec ces nouvelles dispositions, ceux qui prendront des décisions avisées et feront gagner beaucoup d'argent à leurs clients et à leurs établissements, mais sur la durée, continueront à pouvoir faire fortune. Cette fois-ci, comme dans d'autres secteurs économiques, ni plus ni moins. D'autre part, on constate que la captation de la création de valeur par les dirigeants et les collaborateurs de cette même industrie a eu comme contrepartie un appauvrissement des classes moyennes, particulièrement aux États-Unis et en Angleterre. Leur pouvoir d'achat ne s'est accru ces vingt dernières années que par le recours au crédit, et donc par l'accroissement de leur endettement individuel et collectif.

La question de savoir si cette captation de la création de valeur par quelques banquiers et financiers de Wall Street (110 milliards de dollars de bonus distribués ces trois dernières années) est une explication suffisante à la stagnation des revenus des classes moyennes reste néanmoins très ouverte. Wall Street a en effet bon dos, et la cause principale de cette stagnation des revenus des classes moyennes devrait plutôt être recherchée du côté du mécanisme de vases communicants de la mondialisation, qui a joué, pour les classes moyennes, en direction et au profit des pays émergents, et pour tous ceux qui participent à l'économie de la connaissance, et disposent de qualifications ou de talents rares et recherchés, donc plutôt pour les surdiplômés des pays riches, en leur direction et à leur propre profit. L'après-crise ne devrait

pas modifier cette donne, bien au contraire... Et c'est tant mieux ! Les pays émergents doivent pouvoir continuer à s'enrichir (encore 1,4 milliard d'individus vivent avec moins d'un dollar par jour), et l'excellence et le talent doivent être récompensés, d'autant qu'il s'agit du seul chemin possible pour que les pays riches puissent continuer de l'être.

Reste le sujet de l'argent roi. Le spectacle offert à tous les citoyens du monde, de la « flambe » des 1 000 milliardaires (en dollars) du monde en 2008, dont le nombre avait doublé ces quatre dernières années, a affolé des centaines de millions d'individus. Comme des phalènes attirées par la lumière, ils n'ont placé leur espoir que dans l'ambition de « faire fortune », de gagner de l'argent, en l'absence de toute idée sur les moyens et les efforts à consentir pour y parvenir. Dans tous les pays occidentaux, pendant toutes ces années durant lesquelles la bulle gonflait, à la question répétée et classique des sondeurs auprès des jeunes de moins de vingt-cinq ans : « Que voulez-vous faire plus tard ? », il a été répondu à une majorité écrasante : « Gagner de l'argent ! » L'argent comme ultime ambition, comme ultime espoir. L'argent roi.

La sortie de crise va-t-elle changer la donne ? Les populations retrouveront-elles le goût du travail, le goût de l'effort ? La société qui en sortira sera-t-elle plus décente, plus respectueuse des individus, quel que soit leur niveau de fortune ? Existera-t-il d'autres échelles de jugement et d'appréciation de leurs valeurs que celle de l'argent ? Non, et oui.

Non, parce que dès que les économies vont repartir, dès que la croissance reviendra, d'autres milliardaires prendront le relais des précédents, de ceux de la finance, de l'immobilier... En particulier, la croissance mondiale fera à nouveau flamber les cours des matières premières, à commencer par celui du pétrole. Et les marchés des matières premières, notamment parce que leurs

gissements résident le plus souvent dans des pays où la sécurité juridique n'est pas acquise, où le népotisme est maître, où la corruption règne, sont des marchés où la propriété de la ressource est accaparée par la force, entre les mains de quelques individus qui deviennent ainsi immensément riches. Non, parce que le développement de l'économie de la connaissance, de l'économie de la création et du talent, comme seuls leviers de création de richesse, comme seules possibilités de sélection d'avantages compétitifs, va encore plus valoriser et récompenser financièrement ceux qui en sont les vecteurs. Ces nouveaux « Olympiens », ces ingénieurs, ces managers, ces chercheurs, ces talents irremplaçables seront encore plus « chassés » et rémunérés comme des stars par les entreprises du monde entier. Le footballeur comme modèle d'avenir...

Non, parce que le « show » de la richesse et de ces nouveaux riches continuera, que leur spectacle étalé par la presse *people* et les médias continuera à fasciner les foules, et à entretenir l'idée que le seul chemin d'accomplissement, à la portée de tous, est celui de l'argent. Il existe un paradigme de la gloire et de la fortune : l'une infère l'autre, et réciproquement. Dans l'ancien temps, la gloire du prince, le sort des armes, lui valait honneurs et fortune, puis dans la société bourgeoise, la fortune s'est momentanément suffi à elle-même, puisqu'il n'était requis par le bourgeois d'autre gloire que d'être reconnu, grâce à son travail, comme prince en son royaume, dans son entreprise ou ses affaires. En toute discrétion. Mais durant ces années d'argent fou, d'argent roi, la fortune a valu la gloire. Jusqu'à l'écœurement, jusqu'à Paris Hilton, bulle spéculative de la médiatisation. Être célèbre parce que riche. Riche, parce que célèbre, pour finir par être célèbre parce que célèbre. Le paradigme s'est inversé, et sa fonction d'équivalence joue à plein dans l'autre sens : il suffirait d'être célèbre, d'être médiatique, pour être fortuné. D'où les

milliers de mêmes candidats à la célébrité et à « Star Ac' »... Les médias sont toujours là. La presse *people* est toujours là. L'idéologie de la récompense immédiate pour ce que l'on est, Narcisse et désirant, est toujours là. Gageons qu'en sortie de crise, l'espoir que les médias promeuvent gloire et fortune, gloire ou fortune, c'est égal, sera toujours vivace... comme celui du loto. L'argent, et rien d'autre : « *Money. What else ?* »

Oui, cependant, parce que la sortie de crise va revaloriser d'autres paradigmes : la gloire sans argent et sans média, celle du guerrier qui fait son devoir, celle de l'artisan, celle du chercheur ou de l'entrepreneur, celle de celui qui fait bien son travail et qui s'en satisfait, celle du bénévole et du philanthrope. En un mot, celle de Cincinnatus. Cette gloire a toujours été présente, et a toujours eu à voir avec le sacré et non avec l'argent. C'est ce qui la rend possible sans frustration, bien au contraire, et c'est cette dimension spirituelle qui la rend égale ou supérieure à celle que procure le pouvoir ou l'argent. La sortie de crise, parce qu'elle se fera à nouveau avec des taux de croissance importants, du fait des restructurations et des investissements consentis pendant la crise pour relancer les économies, offrira à tous ceux qui pourront « prendre la vague », à ces nouveaux Olympiens, petits ou grands, l'opportunité de se réaliser avec un sentiment d'accomplissement aussi fort que ce qu'ils pouvaient attendre de celui que procure l'argent, car ce sera celui de la liberté.

L'argent restera un chemin, comme le pouvoir ou l'ascèse, la danse ou le sport, l'amour ou la création... L'argent, une solution parmi d'autres... La crise ne remet en question ni l'émancipation des individus vis-à-vis de la collectivité, ni l'intégration du monde en un seul monde grâce ou à cause de la mondialisation. Elle ne remet pas en question l'évolution en cours des sociétés vers un primat de la liberté individuelle, confinant les États au rôle de simples syndics de copropriété dont le rôle est d'arbitrer des

intérêts contradictoires. L'espoir, le projet ne sont plus de leur ressort, mais de celui des entrepreneurs, à commencer par ceux qui le sont d'eux-mêmes. Le monde d'après la crise sera encore plus fluide que celui d'avant la crise. Les investissements, le travail, la croissance récompenseront les États les plus professionnels dans la gestion de leurs territoires. Pour les hommes, comme pour les États, le monde d'après la crise sera celui du temps de l'excellence.



I.

**Où en est le film ?**



## Où en est le film ?

Depuis 2001, date à laquelle la Réserve fédérale américaine (FED), pour éviter une crise économique à la suite des attentats du 11 septembre, a largement ouvert les vannes du crédit grâce à une politique de taux bas, une bulle s'est formée sur le marché immobilier américain. Dès février 2007, des signes annonciateurs de la crise à venir interviennent, dès la remontée des taux de la FED avec l'envolée des défauts des emprunteurs de crédits *subprime*, qui passent de 5 à 15 %, entraînant dès ce moment un dégonflement brutal de la bulle de l'immobilier résidentiel dont les prix se mettent à chuter inéluctablement.

Le premier krach bancaire et boursier survient en plein milieu de l'été 2007, entre le 10 et le 15 août précisément. Il se manifeste par une chute brutale, dans un très mauvais climat, d'abord de 2 à 3 % des Bourses européennes et asiatiques, puis de 8 % pour ces dernières, et oblige les banques centrales à intervenir par des injections massives, qu'elles espèrent temporaires, de liquidités. Les choses se calment momentanément, avec cependant une volatilité et une nervosité extrêmes des marchés, illustrées par exemple par la chute de 6,83 % du CAC 40 le 21 janvier 2008, ou la chute de la maison Bear Stearns à la mi-mars 2008.

Le climat se dégrade de plus en plus, 2 à 3 millions de foyers américains ne peuvent plus faire face aux remboursements de leurs emprunts et sont contraints d'abandonner leurs maisons. Les banques d'investissement de Wall Street voient leur modèle économique s'effondrer. Elles ne peuvent plus placer auprès des investisseurs les produits dérivés de ces crédits immobiliers qui les faisaient vivre, et ne sont plus capables de faire face à leurs engagements de contreparties sur ces mêmes produits dont la valeur dégringole.

La crise prend une nouvelle dimension le lundi 15 septembre 2008, avec l'annonce de la banqueroute de la banque d'investissement Lehman Brothers et la quasi-faillite de l'assureur AIG, qui n'est sauvé de celle-ci que par l'intervention de la FED. Cette banqueroute de Lehman Brothers a pour conséquence immédiate un gel des prêts interbancaires et un arrêt tout aussi immédiat de toutes les opérations de crédit, ce qui oblige les gouvernements américains, puis européens à adopter début octobre des plans massifs de sauvetage et de soutien au secteur bancaire, signant ainsi la gravité de la crise. L'annonce de ces plans est suivie toute la semaine du 6 octobre d'un véritable krach boursier tant à Wall Street que sur les Bourses européennes et asiatiques, avec la plus forte baisse de leur histoire en une semaine, supérieure à 20 %. Le monde n'échappe que de peu cette semaine noire, grâce à l'action concertée des banques centrales et des gouvernements, à un krach bancaire qui aurait pu voir la plupart des banques mondiales faire banqueroute.

À partir de début novembre, les prêts interbancaires, garantis par les États, reprennent petit à petit, sans que cela interrompe pour autant ce qui est maintenant devenu une crise du crédit. Les Bourses et tous les actifs qui cautionnaient des prêts ont, en effet, perdu depuis le début de l'année près de 50 % de leur valeur, et les banques ne sont donc plus en mesure de faire face aux demandes de crédits tant des entreprises que des particuliers. La crise financière s'est transformée en crise économique. Le taux de chômage explose instantanément aux États-Unis (500 000 chômeurs de plus en novembre), puis en Angleterre, puis en Europe et dans le reste du monde, du fait des licenciements d'abord opérés par les entreprises appartenant aux secteurs les plus directement touchés par la crise : les entreprises financières, les entreprises de construction et les constructeurs automobiles et leurs sous-traitants. Par un effet de domino, la fin

de l'année 2008 et le premier trimestre 2009 sont marqués par une aggravation de la crise économique : tous les secteurs sont touchés.

Devant cette perspective, en décembre 2008, les gouvernements européens, alors dans un premier temps à l'exception notable de l'Allemagne qui pourtant se préparait à une récession sévère, décident de façon plus ou moins concertée d'adopter des plans de relance de l'économie, 25 milliards d'euros pour la France, en faisant intervenir l'État comme « consommateur en dernier ressort ». Quelle que soit la rapidité de la mise en place des décisions arrêtées dans ces plans de relance, leurs effets positifs d'« irrigation » sur l'économie ne sont pas attendus avant le second semestre 2009, voire 2010. D'autant que les Allemands ont attendu janvier 2009 pour adopter le leur et que les Américains ont été contraints d'attendre la prise de fonction de leur nouveau président Barack Obama, le 20 janvier 2009, pour adopter à leur tour un plan de relance, pas loin de 1 000 milliards de dollars, prolongeant ainsi la période d'incertitude des marchés et des agents économiques.

La sortie de crise n'est donc envisagée au mieux que fin 2009, au pire en 2011, voire en 2012 pour certains. Elle dépend pour tous de la date à laquelle l'assainissement définitif des bilans des banques sera achevé, probablement courant 2009, et de la restauration de la confiance des investisseurs et des prêteurs. Elle dépend aussi, pour tous, de la réparation du système bancaire et de l'industrie financière par l'application de nouvelles règles et de nouvelles régulations qui seront adoptées en mars et en avril 2009.

Au-delà, et c'est ce qui fera la différence quant à la date de sortie de crise, le redémarrage des économies dépend de la réactivité et de la faculté d'adaptation de chacune d'entre elles à la nouvelle donne, au nouveau monde qui sortira de cette crise.

Comme toujours, une crise est un accélérateur de changement, et s'en sortent les premiers, et mieux que les autres, ceux qui disposent de la plus grande flexibilité et ceux qui gardent une capacité d'investissement. Cette dernière dépend elle-même beaucoup de la restauration d'un climat de confiance, liée à une posture culturelle qui valorise le dynamisme. Si cette posture est acquise pour les États-Unis, dopée par l'espoir qu'incarne la nouvelle présidence d'Obama, elle représente, pour la France, le grand point d'interrogation de ces prochains mois.

# Quel est le scénario ?

On sait, depuis le début de cette crise, que nous assistons à l'explosion d'une bulle spéculative, comme le monde en a vécues plus ou moins régulièrement depuis que l'économie de marché existe – de celle issue de la spéculation sur les tulipes en Hollande en 1637 jusqu'à celle de l'éclatement de la bulle Internet, en passant par la crise de 1929, pour ne parler que de trois crises parmi les plus célèbres. L'expérience de ces crises passées, le fait de les avoir étudiées nous permet d'en connaître parfaitement par avance les épisodes et les enchaînements : des raisons qui conduisent à la formation des bulles jusqu'à leur explosion et à leurs conséquences sur l'économie réelle. Les Américains ont une formule pour les décrire : « *Burn and burst* », autrement dit « incendie et explosion »...

Dans les faits, le mécanisme est toujours le même : de l'argent abondant et pas cher permet d'emprunter facilement pour acquérir des actifs (des biens) dont la disponibilité reste inférieure à la demande, ici l'immobilier résidentiel américain, qui, de ce fait, voit sa valeur augmenter. Se greffe alors l'intervention des spéculateurs, dont l'objectif n'est pas d'acquérir ce bien, mais simplement de parier sur sa hausse. Ici, et c'est la raison de l'originalité et de la profondeur de cette crise, en empruntant sans limites réglementaires pour acheter massivement des produits dérivés sophistiqués, c'est-à-dire des titres dont la valeur se veut être un reflet des véritables crédits. Les spéculateurs, grâce à ces outils, vont tous parier sur la poursuite de la hausse de ces actifs, entraînant une autoréalisation de leurs prédictions.

Dès que ce cycle est enclenché, cette hausse accélère en spirale, et diffuse un effet de richesse qui permet à tous ceux qui détiennent

des actifs dont la valeur augmente, d'emprunter plus pour financer d'autres actifs dont la valeur augmente à son tour. Puis, à un moment donné, quand l'un des paramètres de ce cocktail explosif change, ici dès février 2007 les premiers défauts de remboursement d'emprunts, le cycle s'inverse brutalement et la valeur de tous les actifs, par un effet de domino, s'écroule avec, comme date symbolique pour cette crise, la mise en faillite de la banque Lehman Brothers à la mi-septembre 2008. Mais l'histoire n'est pas finie : quand tout se disloque, les banques ne se font plus confiance entre elles, c'est la crise de liquidité ; elles n'ont plus suffisamment d'argent en propre pour prêter, c'est la crise de solvabilité ; et les entreprises se voient couper leurs lignes de crédit, c'est le *credit crunch* (voir partie V « Qu'est-ce que le *credit crunch* ? »).

Jusqu'à ce point, le scénario était écrit. Là où il devient nouveau, c'est quand, forts des enseignements des crises précédentes, les banques centrales et les gouvernements interviennent massivement entre la fin de l'été et Noël 2008. La garantie, par les banques centrales, des crédits interbancaires a évité la crise de liquidité. La recapitalisation ou la nationalisation des banques en difficulté par les gouvernements a évité la crise de solvabilité. La coordination de ces différentes interventions, au niveau des banques centrales et des gouvernements, a évité la crise de change, c'est-à-dire la compétition sauvage et meurtrière entre les différentes monnaies.

À ce stade, dans un scénario « classique » d'explosion d'une bulle spéculative de cette ampleur, si ces différentes interventions n'avaient pas eu lieu, nous aurions tous dû non seulement perdre notre épargne, mais aussi, au moins pour le tiers d'entre nous, perdre notre emploi, de même qu'en tant que consommateur être confronté à des magasins vides. Il ne s'agit pas de réalité virtuelle : début octobre 2008, le système bancaire est passé

très près de l'effondrement. Il aurait eu pour conséquence directe, dès le lendemain, de confronter les populations occidentales à des distributeurs de billets vides, à des banques incapables d'honorer les chèques et de rembourser leurs déposants et, en moins de trois jours, des millions de personnes auraient été obligées de faire appel à la charité pour simplement se nourrir. Un scénario qu'a presque vécu l'Islande.

Reste le *credit crunch* qui est bien réel, qui est la conséquence de la perte de valeur des actifs détenus par les banques, qui mécaniquement les empêche de prêter autant qu'avant, et par lequel la crise financière se diffuse à toute l'économie. Sans crédit, pas d'activité : d'une part, les consommateurs ne peuvent plus acheter ni maisons ni voitures, ni biens de consommation durables, mais surtout les entreprises, et en particulier les PME, ne peuvent plus financer leur cycle de production, leurs investissements, et font faillite, mettant des millions de personnes au chômage, entraînant par un nouvel effet domino d'autres entreprises à la faillite. Là aussi, l'intervention des gouvernements par le biais des plans de relance qui ont été adoptés, 25 milliards d'euros pour la France et environ 200 milliards d'euros pour l'Europe, devrait avoir pour effet d'interrompre ce cycle mortifère et d'éviter l'effondrement de pans entiers de l'économie, comme ceux de l'industrie automobile ou de la construction.

Cependant cette intervention des États comme « consommateur en dernier ressort », ou cette relance « keynésienne », c'est-à-dire par de la dépense publique financée par de la dette, met nécessairement du temps à produire ses effets – le temps d'identifier les marchés à passer, de lancer puis de dépouiller les appels d'offres, de démarrer les travaux, d'être facturé et de payer... À ce jeu-là, certains choix d'investissement sont plus performants que d'autres et produisent des effets d'irrigation de l'économie plus rapidement que d'autres. Mais dans tous les

cas, entre-temps des milliers d'emplois auront été perdus, et la récession se sera installée.

Les économies occidentales en sont à ce point, aujourd'hui, début 2009. Toute la question est maintenant de savoir si, et à quelle vitesse, ces plans de relance vont produire un effet, et quand la reprise interviendra. C'est la première fois dans l'histoire économique que, forts des connaissances acquises par les sciences économiques durant ces cinquante dernières années, les gouvernements et les banques centrales interviennent dans une crise de façon aussi déterminée et aussi cohérente. D'une certaine manière, cette crise, bien que la plus grave que le monde ait vécue depuis celle de 1929, et malgré les souffrances qu'elle occasionne à des millions de personnes, peut être jusqu'ici qualifiée de « sous contrôle ».

# Pourquoi les marchés font-ils des bulles ?

Cette crise nous rappelle que l'économie est toujours sujette à des coups de fièvre, alors même que des dispositions censées nous en prémunir définitivement sont chaque fois adoptées à la suite des précédentes. Ceux qui auraient pu avoir la charge de l'éviter ont non seulement manqué à la prévoir, mais se sont surtout aveuglément trompés en pensant que l'intégration économique du monde, du fait de la mondialisation, était la seule cause de l'exubérance des marchés de ces trois dernières années. Précisément, il existait un quasi-consensus pour ignorer les Cassandres, et pour affirmer que l'augmentation du prix des actifs puis de celui des matières premières n'était que la conséquence du développement des pays émergents, et de la Chine en particulier.

De plus, avant que les gouvernements européens ne réagissent, le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson a d'abord commencé par prendre des décisions désastreuses qui trahissaient une incompréhension dramatique par le gouvernement Bush du phénomène en cours. Que ce soit celle du sauvetage/dépeçage de Bear Stearns ou de son consentement à la faillite de Lehman Brothers, elles ont eu pour effet de faire exploser et diffuser la crise hors de son périmètre « naturel » qui était celui d'une grosse crise de l'immobilier américain (1 000 milliards de dollars tout de même !). Aussi, les trois questions que cette crise nous pose sont d'abord celle de savoir : « Pourquoi les marchés font-ils des bulles ? » ; ensuite, s'il s'agit d'une crise « classique » : « Pourquoi avons-nous été aveugles au point de ne pas la prévoir ni de l'empêcher ? » ; et, dernière question : « Sommes-nous

capables et outillés pour prendre des dispositions qui nous épargneront enfin d'autres épisodes identiques ? »

L'économie de marché n'est pas un système à croissance stable. Elle est depuis toujours sujette aux bulles spéculatives qui finissent par exploser et entraînent toute l'économie, après une phase d'expansion, dans une phase de récession ou de dépression qui dure plus ou moins longtemps, mais toujours beaucoup moins que la phase d'expansion. Ainsi, sans remonter à la grande dépression, conséquence du krach boursier de 1929, et sans lister les douze épisodes récessifs qui sont intervenus entre-temps, pour ne prendre que les plus récents, on a pu observer une récession qui dura seize mois aux États-Unis entre juillet 1981 et novembre 1982, suivie de quatre-vingt-douze mois de croissance. Celle-ci se termina par l'explosion d'une bulle immobilière en mars 1991. Elle fut suivie par huit mois de récession, puis par cent vingt mois de croissance, seulement interrompus par l'explosion de la bulle Internet, violente et brève (huit mois de récession). Soixante-treize mois de croissance ont suivi à leur tour, et se sont terminés en décembre 2008 avec l'explosion de la bulle des *subprimes*.

L'opinion publique en France est moins consciente de ces cycles, d'une part, parce que l'épicentre de ceux de ces vingt-cinq dernières années s'est toujours et naturellement situé aux États-Unis (20 % du PIB mondial) et, d'autre part, parce que politiques contracycliques aidant (plans de relance dont les effets se font sentir alors que l'économie est déjà repartie) et rigidités propres au marché français, nous avons moins bénéficié que les autres des périodes d'expansion. Ce fut particulièrement vrai pour les deux dernières périodes d'expansion que nous n'avons pratiquement pas « vues », alors même qu'elles ont produit quinze ans de croissance d'affilée, hors les huit mois de récession lors de l'éclatement de la bulle Internet, et qu'elles ont bénéficié au monde entier. La question est donc de savoir pourquoi une

phase d'expansion, sauf catastrophe naturelle ou raison géopolitique (guerre), se termine toujours par l'apparition et l'explosion d'une bulle spéculative qui, en dépit des leçons du passé, surprend toujours tant ceux qui en sont victimes, que ceux qui ont contribué à l'alimenter.

Tout d'abord, il faut comprendre que toute l'organisation de l'économie de marché, ses règles et ses régulations, de même que ses organismes de contrôle ou de fonctionnement – Bourses, banques centrales, autorités de régulation – se sont forgés au cours des âges en tirant les leçons de la crise précédente avec l'ambition d'éliminer l'éventualité d'une suivante. Avec plus ou moins de réussite : par définition, on ne saura jamais les crises que nous auront évitées les institutions, comme les banques centrales par exemple, qui ne doivent leur naissance qu'aux leçons tirées de l'explosion d'une bulle spéculative.

Ce qui veut dire que si les principes de l'économie de marché ont été théorisés très tôt, dès le XVIII<sup>e</sup> siècle par Turgot, son fonctionnement réel a nécessité et nécessite de l'encadrer par toute une batterie d'instruments, institutions et règlements, de façon à ce qu'elle fonctionne sans heurt. Et cette crise nous prouve que nous n'y sommes pas encore ! Pourquoi ? Parce que si la théorie, validée par les faits, démontre que les prix s'établissent et se stabilisent après une confrontation itérative entre des vendeurs et des acheteurs sur un marché, il n'en demeure pas moins qu'ils ne le font qu'en référence à un étalon qui est celui de la monnaie. Or, pour que cette dernière puisse jouer ce rôle d'étalon, il faut que sa quantité disponible soit dans un rapport fixe par rapport à la valeur de tous les actifs, c'est-à-dire à la somme de tous les prix de tous les biens et services... prix qui varient eux-mêmes dans le temps selon les arbitrages qu'opèrent tous les jours les marchés.

C'est bien là où réside la difficulté. Il faut, en effet, adapter à chaque instant la quantité de monnaie disponible au total du prix

des actifs, en accompagnant l'augmentation de celui-ci, idéalement en suivant le taux de croissance de la zone économique couverte par la monnaie concernée. C'est le rôle des banques centrales, qui régulent la création monétaire par leur politique de taux : avec des taux élevés, la création monétaire diminue ; avec des taux bas, elle augmente. Ainsi, si la quantité de monnaie disponible est inférieure à la somme du prix des actifs, cela conduit à une contraction du prix de ces mêmes actifs et donc à une déflation (il faut que tous les actifs « entrent » dans le volume offert par la masse monétaire). Si cette quantité de monnaie est supérieure au prix de tous ces actifs, cela conduit soit à une inflation quand on en augmente sans cesse sa quantité de façon à ce que les salaires et pensions rattrapent la valeur nominale des prix, soit à la formation de bulles quand ce surplus monétaire se cristallise sur tel ou tel actif.

Le « choix » de ces actifs sur lesquels se forme une bulle dépend chaque fois de circonstances particulières qui sont propres à la crise considérée. Il dépend d'une légère asymétrie dans l'équilibre entre l'offre et la demande sur un marché donné, qui s'auto-alimente et s'accroît avec le temps. Ce peut être des tulipes comme au XVII<sup>e</sup> siècle en Hollande, la Bourse comme en 1929, l'immobilier, déjà, en 1991, les valeurs Internet comme en 2001 ou l'immobilier résidentiel américain comme cette fois-ci. Les bulles peuvent ainsi être définies comme des boutons de fièvre monétaires, comme l'agrégation d'un trop-plein de monnaie sur une seule classe d'actifs qui voit alors sa valeur s'envoler.

Pourtant, cette explication ne suffit pas. Pour qu'une bulle gonfle et prospère, il faut que la hausse initiale de la valeur des actifs concernés soit relayée par une spéculation qui l'alimente. Cette spéculation, pour prospérer et déboucher sur une bulle, a besoin que deux conditions soient remplies : que les actifs concernés restent relativement rares par rapport à la demande instantanée,

mais qu'ils voient leur nombre s'accroître tout au long du gonflement de la bulle, de façon à représenter un volume significatif pour suivre la demande des investisseurs. Il faut, en outre, que l'argent mobilisable pour acquérir ces actifs soit abondant et pas cher. Cette dernière condition est remplie lorsque la valeur des actifs s'accroît au fil du temps, permettant aux spéculateurs qui les détiennent d'emprunter encore plus en « faisant levier » sur eux. C'est là où interviennent comme accélérateurs tous les produits financiers, des plus simples comme les options, aux plus sophistiqués qui ont été inventés ces dernières années, comme ceux de toute la famille des dérivés. Ils permettent d'opérer un déplacement de marché : de celui de l'acquisition ou de la vente du bien lui-même, qui est limité, on passe à celui d'instruments de pari sur la perpétuation, ou non, de la hausse du marché de référence, qui, lui, est illimité.

La conséquence, dans la phase de gonflement de la bulle, est que tous les opérateurs « jouent » dans le même sens, dans celui de la poursuite de la hausse, contribuant ainsi à l'autoréalisation de leur prédiction. Elle est surtout d'augmenter de façon exponentielle l'envolée du prix des actifs concernés, accentuant à l'extrême ce que l'on pourrait qualifier d'« effet balançoire » sur la fixation des prix. Sur un marché sain, en effet, les prix, en hausse ou en baisse, ne s'écartent que peu du point moyen auquel ils s'arrêteront (s'ils montent trop, il n'y a plus d'acheteurs ; s'ils baissent trop, il n'y a plus de vendeurs). Dans un épisode spéculatif, au contraire, ce n'est plus la valeur du bien qui est arbitrée sur le marché, mais les anticipations sur la poursuite de sa hausse (puis ensuite de sa baisse), ce qui permet de gonfler le marché jusqu'à des valeurs extrêmes.

La nouveauté, dans le cas de cette crise, ne réside donc pas tant dans son mécanisme, fruit du risque et des conséquences de la difficile interaction entre le jeu de la monnaie et celui des marchés

des actifs. Elle réside, d'une part, dans l'ampleur des sommes impliquées, pour la première fois à l'échelle du monde et, d'autre part, dans le phénomène récent de la sophistication des produits financiers qui ont permis d'aller jusqu'au bout du bout de la spéculation.

# Comment en est-on arrivé là ?

Il y a eu cinq conditions pour en arriver là. Au départ, un « carburant » : le crédit pas cher et l'abondance de liquidités. Cette politique du crédit pas cher a été une constante des autorités américaines, de façon à soutenir la croissance, en particulier après le 11 septembre. Du crédit pas cher, cela veut dire plus d'emprunteurs, plus d'investissements, notamment dans l'immobilier, et donc plus d'argent disponible.

Ensuite, un explosif issu d'une décision politique. Ce fut celle du gouvernement américain, dans les années 1995, sous la pression de certaines associations, de pousser les banques à proposer des *subprimes* (prêts à taux variables garantis non pas par les revenus de l'emprunteur, mais par une hypothèque sur le bien acquis, ici l'immobilier) à des emprunteurs peu solvables pour qu'ils puissent se loger et devenir propriétaires. L'idée de l'époque était que le risque pris par les banques serait « couvert » par des CDS (les *credit default swaps*, une sorte d'assurance) signés essentiellement par AIG et cautionnés par Fannie Mae et Freddie Mac. L'idée était aussi que de toutes les façons, le prix des biens immobiliers continuant à s'apprécier depuis la guerre, les plus-values latentes des maisons permettraient aux emprunteurs de rembourser. Il suffisait pour cela qu'ils se contentent de revendre avec une plus-value. Ce risque a été dénoncé dès le départ, mais les banques, sous la pression d'associations, ont été obligées de se conformer à cette injonction, faute de voir leurs licences reconduites (elles le sont annuellement aux États-Unis).

Puis une mèche : l'emploi à grande échelle de CDS, c'est-à-dire de contrats d'assurances privés, qui permettaient aux banques de sortir les prêts assurés par ces CDS de leur bilan, donc de ne

pas les prendre en compte pour calculer leur ratio de solvabilité. C'est ainsi que des banques et des banquiers soulagés de l'« aléa moral » (voir partie V « Que veut dire aléa moral ? ») ont fini par utiliser des effets de levier gigantesques, de l'ordre de trente fois leurs fonds propres. Dès que le marché s'est retourné, que les produits dans lesquels ils avaient investi ont vu leur valeur disparaître, ils se sont retrouvés dans l'incapacité de couvrir leurs pertes et en faillite technique.

Et un virus : l'existence et la généralisation de la titrisation (voir partie V « Qu'est-ce que la titrisation ? »), par le biais de CDO et CLO, et, au-delà, d'autres produits sophistiqués qui ont eu pour effet de masquer les produits toxiques (*subprimes*, mais pas seulement) qu'ils recouvraient, de les répandre partout dans l'ensemble des institutions financières, et de rendre quasi impossible l'accès aux informations sur leurs sous-jacents, à chaque prêt packagé par l'un de ces produits. Quand le marché de l'immobilier s'est retourné et quand les souscripteurs de *subprimes* ont fait défaut, c'est l'ensemble de ces produits qui est devenu suspect et qui a vu sa valeur s'évaporer.

Enfin, un détonateur : une réglementation mal pensée, adoptée après le scandale d'Enron et qui a conduit à promulguer de nouvelles normes comptables obligeant les banques et les entreprises à donner dans leurs bilans une valeur à leurs actifs qui corresponde à chaque instant au prix auquel elles pourraient les vendre si elles devaient le faire (*mark to market*). Ainsi, si une banque avait acheté un immeuble 100 euros et que sa valeur sur le marché augmentait tout à coup à 120, elle le marquait sur son bilan. Elle se retrouvait alors plus riche d'autant, ce qui dans ce cas présentait l'avantage de lui permettre d'emprunter plus et de faire plus de crédits : c'est ce mécanisme qui a été à l'œuvre ces huit dernières années et qui a soutenu la croissance américaine. Le problème, c'est quand l'inverse s'est produit, et que

l'immeuble concerné n'a plus valu que 80 euros. Une banque, en effet, n'achète pas beaucoup d'immeubles, mais beaucoup de produits financiers qui, d'une façon ou d'une autre, regroupent des crédits accordés par d'autres établissements financiers ou des dettes (obligations) émises par des entreprises. Si soudainement la valeur qui est donnée à ces produits par le marché devient inférieure à celle qui lui est donnée au bilan de la banque, cette dernière est obligée de le corriger sur son bilan. Or, les règles prudentielles de Bâle II l'obligent à couvrir par ses fonds propres, dans lesquels rentrent ces actifs, selon le risque aux environs de 8 % de ce qu'elle a acheté, le reste étant emprunté. Si cette valeur des actifs qu'elle possède baisse, elle est obligée de vendre immédiatement d'autres actifs pour compenser cette baisse en remontant le produit de leur vente à son capital.

Le *mark to market* a donc pour effet d'accélérer la crise : en vendant, la banque concernée contribue à faire baisser immédiatement le marché, ce qui dévalue d'autant ses autres actifs et ceux des autres banques. Un cercle vicieux accéléré s'est alors engagé, avec pour conséquence non seulement d'aggraver mécaniquement la crise, mais, de plus, de susciter une gigantesque crise de confiance qui a paralysé le système tout entier, chacun attendant la prochaine dépréciation d'actifs de son confrère. C'est à ce moment-là, à l'été 2008, que la crise a explosé.

# La crise financière est-elle terminée ?

On peut l'espérer... mais ce n'est pas certain. La crise des *subprimés* et la crise proprement financière des dérivés ou des CDS peuvent être considérées comme terminées, même si la situation n'est pas encore définitivement purgée, et qu'il existe encore des actifs qui n'ont pas été dépréciés dans les bilans des banques ou d'autres institutions financières, ce qui contribue début 2009 à entretenir la crise bancaire. Mais l'intervention coordonnée des banques centrales, de même que celle des gouvernements ont joué leur rôle et évité que le système s'effondre, en particulier la première semaine d'octobre 2008. Pour autant, il existe encore deux bombes, dont l'une est tapie au cœur du système, qui peuvent potentiellement exploser. La première est celle du *private equity*, ou plutôt ce qui représentait plus de 90 % de ces fonds : les LBO. Le principe d'un LBO, *leverage buy out*, est de racheter une société avec environ 30 % (ou 40 %) de capital, voire même avec 10 ou 20 % en 2004, 2005, de cash, et en empruntant le reste. La martingale était toujours gagnante, puisque si la valeur de la société rachetée augmentait normalement, par exemple de 10 % par an, et que le fonds la vendait au bout de quatre ans, il encaissait l'intégralité de la plus-value qu'il rapportait à ses 30 % de mise initiale, moins, bien sûr, les intérêts de l'emprunt. C'est ce qui fait que ces fonds pouvaient retourner du 25 % par an à leurs investisseurs.

Aujourd'hui, on voit poindre un double problème : d'une part, celui de la difficulté à monter de nouvelles opérations du fait de l'assèchement du crédit ; mais surtout, d'autre part, celui qui vient de la perte de valeur des sociétés rachetées. Les banques avaient

en effet prêté, comme pour une maison ou un appartement, en fonction d'une valeur donnée de ces sociétés. Quand cette dernière diminue, le pourcentage d'endettement augmente. Exactement comme dans le cas de l'immobilier. Et les banques, pour que le ratio entre la valeur de l'actif et l'endettement demeure stable, demandent donc aux sociétés endettées de rembourser immédiatement le prorata de l'emprunt. Ce qu'elles risquent de ne pouvoir faire, avec pour conséquence des crises de trésorerie, suivies de dépôts de bilan. Ce qui, d'une part ne fera qu'accroître la crise économique et, d'autre part, fera à nouveau apparaître des pertes considérables au bilan des banques, avec le risque de relancer à nouveau la crise financière.

De combien parle-t-on ? À peu près du même montant que celui des *subprimes*, c'est-à-dire d'environ 1 200 milliards d'euros... Y a-t-il une chance que nous échappions à ce scénario catastrophe ? Oui, peut-être, et c'est ce que l'on peut espérer. Si, en effet, les banques, avec l'aide des États, sont à nouveau recapitalisées convenablement quand les premiers problèmes de solvabilité des emprunteurs sous LBO interviendront, on peut espérer qu'elles traiteront les dossiers au cas par cas et qu'elles n'« exécuteront » que les sociétés qui, de toute façon, ne s'en seraient pas sorties. Pour autant, les nouveaux LBO, comme c'est déjà le cas, auront les pires difficultés à se monter. Le *private equity* devra donc revenir à ce qui était son activité d'origine : le financement en capital, sans ou avec très peu d'emprunts, de PME qui ont besoin de fonds pour se développer. Bref, c'est le retour du *venture capital*, du vrai capital-risque !

La seconde bombe est la compétition sauvage entre les monnaies de façon à bénéficier, pour relancer l'activité du pays concerné, d'un avantage concurrentiel sur ses compétiteurs. C'est ce que l'on appelait autrefois, il n'y a pas si longtemps, la dévaluation compétitive. Bien que les changes soient flottants, cette stratégie

est encore jouable par des pays comme l'Angleterre ou les États-Unis, ou d'autres pays de moindre importance : il suffit de laisser « filer » sa monnaie. Le risque majeur pourrait être celui représenté par la Chine. La Chine ne peut, en effet, se permettre de voir sa croissance ralentir à moins de 8 ou 9 % : elle a besoin d'intégrer chaque année 30 millions de nouveaux salariés en plus. Elle pourrait donc être tentée, comme elle l'a fait symboliquement à l'été 2008, de dévaluer, cette fois vraiment, pour soutenir son activité. Dans les faits, ce scénario de dévaluations compétitives conduisant à d'autres dévaluations « sauvages » aboutissant à une paralysie du commerce international a peu de chances de se réaliser, tant les catastrophes auxquelles il a abouti après 1929 sont vivaces dans les mémoires de tous les dirigeants. De plus, la Chine a fait preuve jusqu'ici d'un sens de ses responsabilités qui rend ce scénario peu crédible. D'autant que son activité dépend toujours d'un partenariat équilibré avec les États-Unis. Mais enfin... tout est possible !

# Pourquoi personne n'a rien vu venir ?

Au contraire ! Beaucoup de gens ont vu venir la crise, beaucoup de gens ont tiré le signal d'alarme : des économistes, des banquiers, des régulateurs, des chefs d'entreprises, des hommes politiques... Ils n'ont pas été entendus. Pourquoi ? Parce que, bien que connaissant le moment où le krach interviendrait, quand les taux d'intérêt remonteraient, ils ne pouvaient en donner la date et l'heure. À partir de là, on s'est retrouvés dans le scénario classique où l'on sait qu'il y a un risque, mais où la plupart n'y croient pas, parce que le ciel est bleu et que la situation actuelle est profitable pour tous : de ceux qui voulaient acquérir un logement alors qu'ils n'avaient pas les moyens de le payer, jusqu'au monde entier qui a bénéficié pendant dix ans d'un taux de croissance jamais vu, en passant par l'industrie financière qui affichait des résultats inouïs.

Ce phénomène d'engourdissement devant le danger, de manque de réaction des responsables qui auraient pu intervenir, a été amplifié par deux autres facteurs. Ceux qui tiraient le signal d'alarme étaient plus ou moins éloignés des centres de décision, et les alertes qu'ils lançaient ne représentaient qu'un bruit parmi d'autres pour des décisionnaires soumis à la pression d'un environnement qui se satisfaisait de la situation qui prévalait. C'était particulièrement vrai aux États-Unis, où les régulateurs, FED et CFTC, étaient soumis à un lobbying intense de Wall Street qui opposait sa bonne santé à toutes les inquiétudes qui pouvaient se faire jour. Comme il n'existait pas de coordination internationale des politiques de régulation ni de régulateur européen, et donc pas de centre de pouvoir en situation d'imposer sa vision

aux autres, le premier État « non américain » qui aurait adopté une régulation plus restrictive aurait pénalisé les banques qui dépendaient de sa juridiction, sans que cela ne change grand-chose au fonctionnement du système.

La politique des régulateurs européens de la zone euro a donc consisté, d'une part à mettre en garde les banques qu'ils régulaient contre les pratiques trop agressives des banques d'investissement d'outre-atlantique et, d'autre part, à essayer de faire pression ou, du moins, de convaincre les autorités américaines de mieux réguler leur marché, en particulier ses produits dérivés. Les discussions duraient encore au moment où la bulle a éclaté.

En conclusion, à supposer, comme c'est probable, que la conscience de l'inéluctabilité de la crise était dans tous les esprits, il a manqué au niveau des autorités de régulation soit un leadership structurel (un seul décisionnaire pour tous les grands pays), soit, de façon plus réaliste, un leadership politique qui aurait permis à l'un ou à plusieurs des responsables de ces autorités d'imposer son point de vue à ses pairs, à la communauté financière et aux politiques. Or Alan Greenspan, qui, seul, avait l'autorité morale, médiatique et financière pour jouer ce rôle, n'était lui-même pas convaincu du risque. Et le fondamentalisme libéral des républicains du gouvernement Bush leur interdisait d'entendre et de prendre en compte les alertes constantes de ceux qui dénonçaient la situation... Bref, tout le monde était au courant, mais il n'y a pas pire aveugle que celui qui ne veut pas voir...

# Où est passé l'argent des *subprimes* ?

Aussi étrange que cela puisse paraître, l'argent des *subprimes* s'est évaporé ! Certes, il a servi à payer les constructeurs de maisons, les fournisseurs de matériaux de construction, et en cela il a contribué à la croissance des États-Unis et du monde entier par la consommation des salariés de ces entreprises. Mais, à partir du moment où les propriétaires des maisons se sont trouvés dans l'incapacité de rembourser leurs emprunts, leurs maisons se sont retrouvées ne plus rien valoir. Cette valeur « évaporée » ne profite donc à personne. Restent des dettes qu'il faut bien que quelqu'un paye ! Et des maisons qui, pour la plupart, valent encore quelque chose. Mais la différence entre leur valeur d'aujourd'hui et la valeur à laquelle elles ont été acquises a fait « pschitt » !

Les personnes qui ont perdu leurs maisons, ont été expropriées. Elles sont très nombreuses : 2 à 3 millions. Aux États-Unis, c'est un drame national. Les banques ont récupéré les maisons et tentent de les vendre. Mais beaucoup de maisons à vendre tout à coup sur un marché fait baisser leur prix, au point que dans certaines zones elles sont devenues invendables. Elles valent aujourd'hui zéro. Les crédits accordés valent donc zéro, les assurances qui avaient été souscrites (CDS) valent zéro, et ceux qui avaient acheté ces créances se retrouvent avec du papier qui vaut zéro. Tout le monde a perdu... Il y en a, d'après tous les calculs, et en particulier ceux du FMI (Fonds monétaire international), pour environ un peu plus de 1 400 milliards de dollars, dont à peu près la moitié fin 2008 a été dépréciée dans les bilans des banques. En reste donc environ une autre moitié, qui doit encore

impérativement « sortir » dans les bilans des banques ou des investisseurs qui les avaient achetées sous forme titrisée, tout au long de l'année 2009...

Tant que ces créances, qui sont mélangées à des produits complexes, ne seront pas dépréciées dans les bilans des banques, une suspicion subsistera quant à leur situation réelle et la véracité de leurs comptes, et la confiance aura du mal à se rétablir. C'est seulement quand l'ensemble de leurs bilans auront été nettoyés que les banques centrales, la BCE en Europe, n'auront plus à intervenir pour assurer la liquidité du marché interbancaire. Et c'est seulement aussi à ce moment-là, qu'après avoir « nettoyé » leurs bilans, les banques et les investisseurs pourront à nouveau se tourner vers l'avenir.

La morale de l'histoire pourrait être cependant assez amusante, si l'on veut bien oublier un instant le désastre auquel elle a conduit. Les maisons construites grâce aux *subprimes* existent toujours. Certes, elles n'appartiennent plus à leurs propriétaires. Mais elles existent. Et leurs nouveaux occupants, qui, pour la plupart, vont les louer à des tarifs qui leur sont accessibles et qui correspondent à leur nouveau prix de marché, sont ceux auxquels elles étaient destinées : les pauvres, le plus souvent des immigrants ou des minorités. L'écart de prix entre ce qu'elles valent aujourd'hui et ce qu'elles valaient lorsqu'elles ont été acquises est donc pris en charge, ou a été payé et perdu par tous ceux qui les avaient financées directement ou indirectement par le biais de produits titrisés, c'est-à-dire par les banques et des épargnants du monde entier. En un mot, les États-Unis ont fait financer leur parc immobilier social par la planète tout entière, y compris par les épargnants français pour environ 10 milliards d'euros selon certains calculs. En tout cas pour un montant que nous n'avons jamais consacré à notre propre logement social ! Les circuits de l'économie sont quelquefois bien étranges...

# Les financiers sont-ils tous des voleurs ?

On pourrait le croire, mais pas vraiment ! Pour l'instant, on n'en a trouvé que deux, Jérôme Kerviel et Bernard Madoff ! Il faut reconnaître qu'ils ont fait fort ! Ne revenons pas, pour le moment, sur le cas de Kerviel : il n'a pas volé pour lui-même, même s'il a fait perdre 5 milliards d'euros à la Société Générale. Les pertes de Madoff s'élèvent, quant à elles, à 50 milliards de dollars : presque deux fois le plan de relance de la France... ou le montant total de l'impôt sur le revenu ! Et tout cela, grâce à une technique vieille comme le monde, grâce à ce que l'on pourrait qualifier de « chapitre un » de l'escroquerie pour les nuls : il promettait et payait des intérêts faramineux à ceux qui lui confiaient leur argent... en prélevant les sommes soi-disant gagnées sur celles que, attirés par ses performances, de nouveaux investisseurs lui confiaient. Évidemment, le jour où beaucoup de ses clients ont réclamé que leur soit retourné leur argent, 7 milliards de dollars en novembre, la supercherie a éclaté.

Au-delà de la sidération que l'on éprouve devant de tels chiffres, et devant la « rusticité » de cette escroquerie qui a duré près de vingt ans, les questions qui viennent immédiatement à l'esprit sont, bien entendu, celles-ci : comment se fait-il que la SEC n'a rien vu, alors qu'elle l'avait contrôlé quatre fois, notamment sur dénonciation ? Comment se fait-il que les banques qui commercialisaient son fonds n'aient rien vu ? Qui a perdu, avec quelles conséquences ? Où est passé l'argent ? Comment faire pour que cela ne se reproduise plus ? Ce genre d'escroquerie est-elle inhérente à la finance ? Ou, pour le dire autrement, faut-il avoir une âme d'escroc pour être financier ?

La SEC n'a probablement rien vu et ce, pour trois raisons : il semble d'abord que Madoff se soit transformé en escroc petit à petit. C'est l'histoire classique du joueur qui perd un peu une fois, qui dissimule sa perte en pensant qu'il va se refaire le mois suivant, et qui s'enfoncé... Quant à la SEC, elle partait avec un *a priori* très favorable : Madoff était une « institution » très respectée de Wall Street. Il était inimaginable qu'il se livre à des turpitudes... Enfin, la SEC, sous Bush, était dirigée par des équipes qui pensaient que le marché se régulait lui-même et, qu'au fond, plus ses interventions seraient légères, mieux ce serait. Christopher Cox, son patron, et ses équipes étaient donc dans une posture d'indulgence *a priori* vis-à-vis de ceux qu'ils contrôlaient. Quant aux banques qui commercialisaient du « Madoff », elles se fiaient, sans plus chercher, au fait que Madoff était « régulé SEC », et qu'il était une icône de Wall Street, ancien *chairman* du Nasdaq. De plus, compte tenu de ses performances, il se « vendait » très facilement. Que demandait le peuple ?

En ce qui concerne ceux qui ont perdu, ce sont tous les fonds de fonds, les *hedge funds* (voir partie V « Qu'est-ce qu'un *hedge fund* ? ») qui dopaient leurs performances avec du Madoff... donc toutes les banques, fonds de pension, sociétés philanthropiques, etc. Mais ce qui caractérise aussi la clientèle de Madoff, c'est qu'elle réunissait tous les « riches » de la planète. L'argent que l'on plaçait chez Madoff n'était pas de l'argent emprunté, « levragé », mais du « vrai » argent. Tous ceux qui avaient une fortune conséquente ont acheté du Madoff, en particulier, par exemple, toutes les grandes familles fortunées d'Europe, et pour d'autres raisons toute la diaspora des juifs de New York et d'Israël.

Mais ce qui est amusant, si l'on peut dire, à observer, c'est que pendant des années, l'argent des nouveaux souscripteurs, perdu par Madoff, ne s'est pas envolé puisqu'il servait à payer les performances fictives du fonds à ceux qui retiraient leur argent pour

une raison ou une autre (en moyenne, 10 % des sommes déposées dans un fonds tournent chaque année, entre celles qui sont retirées et celles qui sont apportées). Bien entendu, pour que le système Madoff tourne, il faut que chaque année les sommes apportées soient supérieures à celles qui sont retirées, puisque ces dernières sont augmentées d'une performance. C'est la raison pour laquelle une escroquerie pareille doit obligatoirement exploser un jour ! Autrement dit, Madoff faisait de la redistribution ! Non pas des plus fortunés vers les défavorisés, mais des plus fortunés vers d'autres fortunés. Des riches payaient pour d'autres riches... sans le savoir et à leur corps défendant. En conséquence, il y a des gens qui ont vraiment gagné de l'argent avec Madoff : il s'agissait, d'une certaine façon, d'un jeu à somme nulle. Des familles entières se retrouvent ruinées, tandis que d'autres, celles qui sont sorties du fonds avant la chute, sont encore plus riches ! Pour paraphraser Carmen dans l'opéra de Bizet : « L'argent est enfant de bohême. Il n'a jamais, jamais connu de loi. »

Enfin, et plus sérieusement, les régulateurs vont encore resserrer leurs règles et leurs contrôles pour qu'un nouveau Madoff ne puisse voir le jour. On exigera au moins plus de transparences des gestionnaires de fonds, et ils seront obligés de dévoiler leurs participations et leurs engagements aux régulateurs. Pourtant, malgré toutes les dispositions que l'on pourra prendre pour que cela ne se reproduise plus, il y aura encore et toujours un nouveau Madoff, ici ou ailleurs, demain ou après-demain, qui utilisera une autre méthode d'escroquerie... ou la même. Et personne, malgré les alertes, ne verra rien arriver. Parce que, comme le rapportait le *Wall Street Journal* en citant Shakespeare : « *Le mal n'est pas dans les étoiles, mais dans nos âmes.* » Il existera toujours des délinquants, volontaires ou involontaires, et ils exerceront leur « talent » où qu'ils se trouvent, dans la finance ou ailleurs...

# Où est passé l'argent perdu en Bourse ?

Il s'agit de la seconde strate de pertes, conséquence de la première, celle des *subprimes*. Là aussi, l'argent s'est évaporé... mais c'est beaucoup plus grave. Ceux qui avaient acheté des créances douteuses, les *subprimes*, mais aussi d'autres produits dérivés, souvent sans trop le savoir car elles étaient mélangées à d'autres créances dans des paniers dont on achetait des bouts sans chercher à connaître ce qui s'y trouvait, en se fiant au triple AAA qui avait été accordé par les agences de notation, se voient traités par le marché comme des pestiférés. N'oublions pas que, compte tenu de l'effet de levier qu'ils ont utilisé, souvent trente fois leurs fonds propres pour les banques d'investissement, il suffit qu'ils détiennent moins de 5 % de ces produits dits « toxiques » (parce qu'ils jettent la suspicion sur la totalité du produit concerné) pour qu'ils se retrouvent en faillite.

Pis : au passage, les banques impliquées, surtout les banques d'investissement, ont vendu les actions qu'elles possédaient pour tenter de remonter le niveau de leurs fonds propres de façon, d'une part à redonner confiance au marché et, d'autre part, à rentrer à nouveau dans les critères de solvabilité exigés par la réglementation de Bâle II. Mais en agissant de la sorte, elles ont fait baisser le marché, ainsi que l'on a pu le constater avec la dégringolade des indices boursiers qui reflètent la valeur de l'ensemble des sociétés cotées. Ainsi, par précaution, les investisseurs ont vendu les actions des banques dont ils pensaient qu'elles avaient acheté et détenaient des parts de ces « paniers » dont les noms techniques sont CDO ou CLO. Or, toutes les banques du monde ont acheté ces produits. Par conséquence, le secteur financier

entier est devenu suspect, et il y eut peu d'investisseurs pour racheter les actions de ces établissements. La valeur du secteur a baissé de ce fait vertigineusement. Et pour certaines banques, la suspicion, justifiée ou non, fut telle, que leur valeur s'est effondrée jusqu'à tendre vers zéro. Elles se sont retrouvées en faillite, ou en quasi-faillite, augmentant d'autant la suspicion qui pesait sur le secteur : c'est le fameux « effet domino » dont ont été, entre autres, victimes Fortis et Dexia qui n'ont été sauvées que par l'intervention de l'État.

Cette perte de valeur des banques et de l'ensemble des entreprises s'est montée en 2008 à 24 000 milliards de dollars (24 trillions de dollars), à plus ou moins 50 % de la capitalisation d'avant la crise. Ainsi, par exemple, la Bourse américaine, début octobre, avait perdu depuis le début de l'année l'équivalent du budget de la France ! C'est cette seconde strate de pertes, par son ampleur, qui est dramatique, même si elle n'est aujourd'hui que comptable. C'est par son biais que la crise financière a contaminé l'économie réelle, par le *credit crunch* et la crise économique qu'elle a déclenchée. Cet argent qui a disparu n'en était pas, puisque ces valeurs étaient non monétarisées. Elles étaient seulement inscrites dans les livres. Mais elles servaient de socle à tout un échafaudage d'emprunts qui irriguaient l'économie. Cet argent, ou plutôt cette valeur, a donc disparu définitivement.

# Où les entreprises vont-elles trouver de l'argent ?

Beaucoup d'entreprises, des grandes qui étaient déjà fragiles, comme des petites ou moyennes qui étaient, comme c'est souvent le cas en France, sous-capitalisées, se trouvent à l'agonie, faute de voir leurs financements reconduits, ou encore, plus simplement, faute d'en trouver. Ce sont leurs difficultés à avoir accès au crédit qui les poussent à la faillite et qui « font » la crise économique.

Les banques ne prêtent plus, ou très difficilement, et ce, tant qu'elles n'auront pas reconstitué leurs fonds propres. Or, même si les gouvernements les aident en les recapitalisant, elles sont, quoi qu'elles en disent, et probablement jusqu'à la fin de 2009, engagées dans une « entreprise de nettoyage », de dépréciation de leurs actifs douteux ou toxiques, qui consomme, ou pourrait consommer, tout ou partie de ces nouveaux fonds propres. D'un autre côté, il existe une épargne et des investisseurs qui ne savent plus où placer leur argent, qui ont peur de le voir déprécié, et qui de ce fait restent liquides. Ils ont retiré ce qu'ils avaient en Bourse, qu'il s'agisse des marchés des actions, des matières premières ou obligataires, de l'immobilier, des *hedge funds*, etc. Ils attendent.

Alors, que va-t-il se passer ? Dans quel état le paysage économique va-t-il se retrouver d'ici quelques mois ? Les grandes entreprises en « bonne santé » vont retrouver et retrouvent déjà le chemin des émissions obligataires sur le marché financier. Concrètement, elles utilisent les banques comme simples arrangeurs et cautions techniques de leurs émissions, mais se passent de leur intermédiation. C'est sur leur propre nom qu'elles trouvent de l'argent auprès des investisseurs. Ce marché obligataire reviendra assez

vite à la normale, courant 2009. Les entreprises en moins bonne santé, ou plus dépréciées, vont faire l'objet d'OPA de la part de leurs concurrentes, ou de fusions à l'initiative d'actionnaires et d'investisseurs qui chercheront à les consolider et à créer à nouveau de la valeur. Il est probable qu'avant la fin du premier semestre 2009, ce marché devienne très actif. Les TPE, et les PME bénéficiant simplement d'un monopole local, comme par exemple dans la distribution ou la construction, sont celles qui vont souffrir le plus : sauf à bénéficier de l'aide des plans de relance et du soutien des programmes d'aide mis en place par l'État, notamment en France *via* Oséo, elles risquent fort de former les gros bataillons des liquidations et des fermetures définitives.

Enfin, en ce qui concerne les entreprises non cotées en Bourse, on va assister très rapidement à quatre phénomènes qui concerneront les « belles » PME :

- des fusions-acquisitions au profit des entreprises les plus solides, avec un objectif de *build up* (concentration sectorielle), grâce à la mobilisation des réserves de ces dernières, ou grâce à l'initiative et aux apports en capital de fonds de *private equity* ayant recentré leurs activités sur le capital-développement ;
- des acquisitions directes par des actionnaires privés comme des *family offices* cherchant simplement à investir dans des sociétés qu'ils estiment pouvoir valoriser par leur expertise. Ce sera notamment le cas des fonds qui gèrent la fortune d'un ou de plusieurs entrepreneurs qui ont vendu leur entreprise avant la crise ;
- plus nouveau, des investisseurs qui apporteront directement des financements aux entreprises grâce à des véhicules plus sophistiqués comme des obligations transformables en actions... Voire même le contraire : des actions transformables en obligations ;
- et pour finir, la reprise de sociétés, ou de tout ou partie de leurs actifs, après leur dépôt de bilan et leur liquidation, par des

fonds spécialisés (fonds « *distressed* » ou « vautours ») qui, ces temps-ci, n'ont pas de mal à lever de l'argent pour cet usage, sous réserve de l'expérience de leurs équipes.

Le premier dénominateur commun à ces quatre mouvements tient à ce que chaque fois le financement sera apporté par les investisseurs directement en capital ou en cash (pour les obligations), sans *leverage*, sans emprunts. Ce qui veut dire que ces opérations vont concerner un nombre moins grand d'entreprises que les financements en dette de la période précédente. Ce qui signifie surtout que toutes les entreprises qui ne pouvaient se financer que par de la dette vont disparaître, avant que les banques ne recommencent à leur prêter, liquidées ou absorbées par leurs concurrentes mieux capitalisées. Le deuxième dénominateur commun tient à ce que ces investissements opérés directement dans des entreprises par les investisseurs réunis la plupart du temps dans des fonds spécialisés établis par des banques d'affaires n'interviendront et ne monteront en puissance qu'au terme du premier semestre 2009, une fois la valeur des entreprises cibles fortement décotée. C'est la dure loi du darwinisme industriel et financier ! Reste tout de même un troisième dénominateur commun, plus positif et porteur d'espoir : c'est celui du retour des investisseurs et des banques d'affaires au financement des entreprises, de l'économie, à ce qui est leur fonction première, la réallocation de l'épargne au capital des entreprises. Au bout du compte, à la fin de la crise, nous aurons des entreprises moins fragiles et des investisseurs qui investiront dans l'économie réelle, et non plus dans de la spéculation sur des produits financiers étranges nourrissant une bulle financière.

# Pourquoi ce sont toujours les PME qui trinquent ?

C'est un phénomène spécifiquement français. Comprendre pourquoi suppose d'abord que l'on sache de quoi on parle. Il y a environ 2,5 millions d'entreprises inscrites au registre du commerce ; 500 000 n'existent pas ou plus, il en reste donc 2 millions. Sur ce chiffre, un peu plus de la moitié est représentée par des artisans ou des entreprises qui n'emploient personne d'autre que leur dirigeant. Sur le million qui demeure, une fois soustraits les commerces individuels comme les bars, on compte 600 000 entreprises qui emploient de « vrais » salariés. Sur ces 600 000 entreprises, seules environ 150 000 réalisent un chiffre d'affaires supérieur au million d'euros par an. Enfin, sur ces 150 000 entreprises, à peine 50 000 réalisent un chiffre d'affaires de plus de 4 millions d'euros. La France est une petite entreprise !

La lecture de ces chiffres conduit à un premier constat : sur les 2 millions d'entreprises en activité, seules moins de 5 000 sont suffisamment importantes pour faire l'objet d'un financement professionnel autre que bancaire, par le capital investissement, de l'aveu même du syndicat professionnel de ce secteur. Ne pouvant avoir accès à des financements en capital, notamment parce que les *business angels*, les investisseurs individuels, étaient jusqu'ici peu nombreux (60 000 en Angleterre, 5 000 en France), faute jusqu'à il y a deux ans d'une fiscalité incitative, toutes les autres PME ont besoin des banques pour se financer par le crédit. Plus en France qu'ailleurs, car elles ont moins de fonds propres, de capital.

Les entreprises françaises, depuis la guerre, sont faiblement capitalisées, parce qu'elles sont moins profitables d'un tiers que leurs pairs européens, et ce pour deux raisons. D'une part, du

fait des charges fiscales, sociales et administratives qui pèsent sur elles ; et, d'autre part, du fait de la forte proportion dans le PIB français de la part occupée par les grandes entreprises – les PME les plus importantes sont, plus qu'ailleurs, en particulier qu'en Allemagne, des sous-traitants de grands groupes dont les services achat écrasent leurs marges.

Or les profits non distribués nourrissent les réserves, et permettent d'augmenter les fonds propres pour investir et suivre l'augmentation des besoins en fonds de roulement de l'entreprise au fur et à mesure de son développement. Ajoutons à ce tableau le problème des délais de paiement, de remboursement de la TVA, du coût des licenciements, du coût de la charge administrative représentée par l'État (53 jours de travail pour une entreprise de 3 personnes, et 100 milliards d'euros au plan national selon le rapport Reille rendu en décembre 2008 au ministre des PME), etc. Tous problèmes qui, s'ils sont en cours de règlement, forment encore le quotidien des PME et de leurs patrons.

Toutes ces raisons font que le tissu des PME françaises, crise ou pas, se trouve structurellement dans la dépendance des banques et du crédit qu'elles leur accordent, ou plutôt qu'elles sont de toute façon réticentes à leur accorder. Les PME dépendent des banques. Mais il n'existe plus de banques pour les PME, même si certaines d'entre elles proclament l'être, et même si ce jugement lapidaire est peut-être excessif pour certains réseaux mutualistes. Et Oséo, banque d'État, n'est pas une banque puisqu'elle ne peut intervenir qu'en complément ou garantie de crédits octroyés par des banques commerciales.

Le risque crédit présenté par les PME est en effet très spécifique : une PME sait de quel montant elle a besoin, mais si elle maîtrise à peu près son risque opérationnel, elle ne maîtrise pas son risque client, et encore moins son risque de marché. Au risque de faire défaut, de ne pouvoir rembourser, et au risque de faire

faillite. Un exemple simple est celui de la PME qui n'a pas de visibilité sur son carnet de commandes, mais dont le patron, fort de l'expérience des années précédentes, « sent » que leur volume s'établira à tel ou tel étiage dans les prochains mois. Ce risque, pour la banque, ne peut s'analyser à travers de simples statistiques de comparaisons sectorielles, à travers des « scores », c'est-à-dire grâce à des programmes informatiques. Ce risque s'apprécie dans le cadre d'une relation durable entre le client et son banquier, où celui-ci prend ses responsabilités en arbitrant entre la confiance qu'il place dans le professionnalisme, l'éthique, le sérieux de son client, et la connaissance approfondie qu'il a acquise de l'entreprise, de son métier, des ratios de sa profession, de l'état de son marché, etc. Cette appréciation individuelle suppose que le banquier qui se trouve en face d'un patron de PME soit responsable, que la décision d'engagement de crédit soit la sienne. En contrepartie, pour qu'il ne prenne pas de risques inconsidérés, il faut qu'il soit lui-même en risque, qu'il ait un aléa moral, que d'une façon ou d'une autre ce soit son argent qu'il engage. En d'autres termes, la banque idéale des PME, celle qui est la plus adaptée à leur problématique, est elle-même une petite banque indépendante, une PME dont le patron est aussi son actionnaire.

Or, le secteur bancaire français s'est engagé, il y a environ vingt ans, dans une entreprise de consolidation au point de se constituer en oligopole. Les grandes banques ont absorbé les petites, au point qu'il n'en existe plus sur le marché. D'autres pays se sont aussi engagés sur cette voie de la consolidation sectorielle – Angleterre, Espagne, etc. Mais même si cette consolidation a été réalisée avec plus d'agressivité qu'en France, notamment par des acquisitions à l'étranger, pour aboutir à des banques plus importantes que les nôtres, l'intensité concurrentielle du secteur a été préservée par les régulateurs. Avec pour

conséquence, notamment en Angleterre et en Espagne, qu'ont été recherchées et mises en place par les grandes banques des solutions au problème spécifique posé par le risque présenté par les PME pour en garder ou en capter la clientèle. Ces solutions, actant que l'analyse individuelle du risque ne pouvait être déléguée aux employés de ces établissements, ont fait appel à la mutualisation des prêts, par la titrisation des créances, et donc à l'utilisation des CLO, qui dans un premier temps ont été garantis par l'État ou les régions. Ce système est bien entendu en panne aujourd'hui, et les PME de ces pays qui en bénéficiaient sont tout autant asphyxiées que les PME françaises. Mais la titrisation, comme mutualisation du risque et non comme défaussement du risque, reprendra. Et le plus vite sera le mieux, car il s'agit de la réponse la plus appropriée qui ait été trouvée au financement des PME par des grandes banques.

Les grandes banques françaises, faute de concurrence, n'ont pas cherché à mettre en place ces produits de mutualisation des risques. La clientèle des PME, clientèle captive donc, a été traitée de façon binaire : soit elle répondait à des critères prudentiels très stricts, et elle avait accès au crédit ; soit elle n'y répondait pas... et elle n'obtenait rien, cette dernière option étant la plus fréquente, puisque les banques qui distribuent du crédit considèrent en plus qu'il n'est pas là pour se substituer aux fonds propres... que les PME n'ont pas ! Ce désintérêt des établissements bancaires français non pas vis-à-vis du marché des PME, mais vis-à-vis de la problématique propre aux PME « non conformes », des plus entrepreneuriales à celles qui devaient surmonter une mauvaise passe, a été pleinement assumé par les responsables du secteur bancaire : ils ont répété à l'envi que leur mission était celle de développer leur banque, et non de « soutenir » les PME. Une anecdote à ce propos : lors d'une réunion face à deux grands banquiers de la place, dont l'objectif était de les inciter à mettre

en place un système de mutualisation des risques crédit des PME, l'un, ancien directeur de cabinet d'un Premier ministre de gauche, déclara : « *Le financement des PME n'est pas la vocation des banques, ce ne peut être que celle de l'État.* » L'autre, pour sa part, proféra avec un sourire en coin : « *Heureusement que les PME ne trouvent pas facilement de l'argent... Dieu sait ce que leurs patrons pourraient en faire !* » C'était cyniquement drôle. Mais l'humour cynique n'est acceptable que quand il est l'expression d'une pudeur, pas lorsqu'il est l'excuse d'une indifférence. Voilà le contexte. Quand la crise financière est arrivée, les PME ont donc été « naturellement » les premières à en souffrir, en particulier dans les secteurs du bâtiment et de la sous-traitance industrielle ou automobile. Avec un bémol cependant : comme on l'a vu, les PME françaises ne sont pas « habituées » à avoir accès au crédit... Donc, heureusement, il y en a beaucoup qui continuent à se porter bien, notamment parce qu'elles ont pris immédiatement les dispositions qui leur permettaient de faire le « gros dos », tel que, par exemple, hélas, le non-renouvellement de contrats de CDD ou d'intérim...

Reste cependant que l'offre des PME françaises sur les marchés internationaux est toujours mal adaptée, et qu'il faut que ce secteur entier se restructure pour assurer sa compétitivité demain, à la sortie de la crise. Et reste donc qu'elles ne disposent pas de moyens, et, plus grave, qu'il n'existe à l'heure actuelle en France aucun système en place de financement en capital-développement qui leur soit dédié. Et ce ne sont pas les 2 milliards qui leur ont été attribués, *via* Oséo, par le plan de sauvetage qui y changera grand-chose, tant les décisions d'engagement dans ce secteur ne peuvent être centralisées, sauf à considérer que les PME ont la vie devant elles avant de se voir attribuer les crédits dont elles ont besoin demain matin pour survivre.

# Quelles conditions doit-on remplir pour un retour à la normale ?

Au-delà des plans de relance des différents gouvernements, qui ont tous pour objectif de « réamorcer la pompe » par la dépense publique, il faut effectivement que le secteur marchand (les entreprises) et les consommateurs recommencent à investir, à produire et à consommer par eux-mêmes. Il faut, pour cela, qu'ils puissent emprunter à nouveau, et que les banques fassent à nouveau crédit. Pour qu'elles puissent faire crédit, il faut que les banques s'inspirent confiance entre elles, donc qu'elles aient terminé de « nettoyer » leurs bilans (c'est-à-dire compté pour zéro les actifs toxiques qu'elles détiennent encore), et qu'elles aient reconstitué leurs fonds propres puisqu'elles ne peuvent prêter plus que environ douze fois le montant de ces derniers.

C'est là où les difficultés commencent : les fonds propres des banques sont constitués en grande partie d'actifs qui ont plus ou moins perdu 50 % de leur valeur. Mécaniquement, elles ne peuvent donc aujourd'hui prêter autant qu'il y a encore quelques mois. Et il leur faut du temps pour revenir à un niveau de fonds propres équivalent à ce qu'il était avant la crise, là aussi pour une raison mathématiquement simple : quand on a perdu 50 % de quelque chose, il faut regagner 100 % des 50 % restant pour revenir à la valeur antérieure. Or, réaliser 100 % de gains sur des actifs dont la valeur a fondu, malgré les deux « coups de pouce » à 10,5 milliards d'euros du gouvernement français pour les recapitaliser, est un long chemin à parcourir, qui demande du temps, certainement plus d'un an. Quant au reste, pour l'essentiel, tout tourne autour de la question du risque et du temps. Il faut que les

banques réapprennent à analyser les risques, à les prendre, et que les règles et la régulation auxquelles doivent se conformer les financiers les conduisent à privilégier d'autres actifs que les actifs financiers ou que ceux de très court terme.

La bulle financière s'est développée dans l'industrie financière à partir de celle de l'immobilier américain. Ce n'est pas un hasard. Sommairement, on pourrait dire que la formation de cette bulle vient de la conjonction entre le financement d'une demande, au début du moins, quasi illimitée (celle de logements neufs), satisfaite par une production facile à mettre en œuvre (la construction), le tout dans un cycle rapide (le temps de construire), générant des plus-values importantes, et un recyclage du risque pris par les prêteurs grâce à une ingénierie financière créative. Or, cette ingénierie, par ses divers montages, portait la promesse de supprimer ce même risque. Ou plus exactement de le cantonner et de le rémunérer de façon telle qu'il disparaissait de fait, ce qui ne donnait à la prise de risque d'autre limite que celle de la capacité des financiers à monter les dossiers.

La courbe de croissance exponentielle de Lehman Brothers, avant que la banque n'éclate sous la direction de son président Richard Fuld, est à cet égard exemplaire. De même que la déclaration du président de City Group, quelques jours avant qu'il ne soit contraint de faire appel à l'aide du gouvernement américain : « Tant qu'il y a de la musique, il faut danser ! » En d'autres termes, la suppression, de fait, du risque avait aboli tous les freins au gonflement de la bulle. Comme le disait le sapeur Camember : « Quand on dépasse les bornes, il n'y a plus de limite ! »

L'explosion de la bulle a disqualifié tous les instruments de *risk management* développés par l'industrie financière, dont le fameux modèle mathématique « VaR », *Value at Risk*. Les banques ont oublié, durant la période d'euphorie, leur expertise en matière d'analyse individualisée des risques présentés par les sous-

jacents, pour s'en remettre à des grilles statistiques (*scoring*) dont le contenu venait nourrir leurs modèles mathématiques. Ces grilles, par définition, excluaient de l'accès au crédit ceux qui ne rentraient pas dans leur cadre, au profit de ceux dont les demandes appartenaient à des séries statistiques réputées sans risque, simplement parce que le risque qu'elles représentaient pouvait facilement être packagé (CDO, CLO...) et revendu à d'autres, qui pouvaient eux-mêmes se couvrir par des instruments peu coûteux (CDS et autres). Toute cette tuyauterie ne fonctionnant plus, les banques, aujourd'hui, sont réticentes à prêter à nouveau. Elles ne veulent plus prendre de risque, car elles ne savent plus prendre de risque. Il leur faut le temps de réapprendre.

En d'autres termes, pour interrompre le *credit crunch*, il faut que cinq conditions soient remplies :

1. Il faut que les banques aient reconstitué leurs fonds propres, donc qu'elles aient terminé de nettoyer leurs bilans, ce qui est loin d'être encore le cas début 2009 ;
2. Il faut que les banques, ne disposant plus des instruments qui leur permettaient de transférer l'intégralité de leur risque, réapprennent à le traiter et à en prendre ;
3. Il faut que les nouvelles règles du jeu, c'est-à-dire la nouvelle régulation soit en place ;
4. Il faut que les emprunteurs aient à nouveau les moyens d'emprunter, la valeur de leurs actifs ayant, elle aussi, diminué, pour certains de plus de 80 % (ce qui explique que certains banquiers se plaignent de ne pouvoir prêter, faute de dossiers de demandes de prêts) ;
5. Et puis, peut-être par-dessus tout, il faut que la confiance revienne. Tant que le réflexe des entreprises, devant la perspective de temps difficiles à venir, sera de « couper » tous les budgets, de supprimer tous les engagements de dépenses qui ne paraissent pas essentiels, la crise nourrira la crise.

Cette dernière condition sera celle qui mettra le plus de temps à être remplie. Elle dépend, en effet, de la santé retrouvée d'entreprises qui ne la retrouveront que quand l'économie la retrouvera. Ce qui s'apparente à un cercle vicieux. C'est en cela que les interventions des gouvernements par leurs plans de relance sont essentielles pour « rallumer la mèche », et en particulier le plan de relance américain annoncé par Obama, qui, par son ampleur, aura un impact mondial...

# Les plans de relance vont-ils être efficaces ?

Oui... peut-être, mais ça dépend ! Les plans de relance, à ne pas confondre avec les plans de sauvetage des banques – européens, américains, chinois –, donnent le vertige quand on considère les sommes engagées : 200 milliards d’euros, 900 milliards de dollars, 560 milliards de dollars, sans compter ceux des autres États et les interventions du FMI auprès des pays en difficulté. Pour la plupart, à l’exception de la Chine et de quelques pays qui disposent de réserves, ces plans vont faire appel à l’emprunt. Ce sont donc les générations futures qui les rembourseront. Et ce sont les épargnants privés actuels qui les financeront. On pourrait dire, de façon paradoxale, que ces plans sont rendus nécessaires du fait que les individus qui disposent d’une épargne liquide (3 000 milliards d’euros en France) ne la mobilisent pas pour consommer ou investir... et que ce sont donc les gouvernements qui vont s’en charger à leur place, avec leur argent... qu’ils leur rembourseront grâce aux impôts qu’ils pourront lever sur leurs citoyens du fait de la reprise de l’activité. En espérant que la création de valeur ou de richesse engendrée par la mobilisation de cette épargne la rendra légère à rembourser. Si gagner ce dernier pari n’est pas acquis, il se justifierait du fait que le coût économique d’une déflation ou d’une absence de croissance pendant plusieurs années serait largement supérieur au coût de ces plans de relance.

Toute la question est cependant de savoir dans quelle mesure ces plans vont être efficaces. La situation, début 2009, est très simple : un *credit crunch* qui réduit les capacités d’emprunts des entreprises et des ménages, conduisant à une récession que les

épargnants, les entreprises et les ménages anticipent en arrêtant de consommer, d'emprunter, et en épargnant tout ce qu'ils peuvent pour pouvoir faire face aux temps difficiles qui s'annoncent. Le mot d'ordre est partout : couper tous les budgets qui ne sont pas absolument nécessaires ! La conséquence en est une très grave crise de confiance et une accentuation de la crise. Les seuls à pouvoir rompre ce cercle vicieux sont les épargnants entrepreneurs disposant de liquidités, et les gouvernements.

Sur le papier, l'option qui consiste à attendre que les entrepreneurs et les consommateurs qui disposent de liquidités se mobilisent, et commencent à réinvestir ou à dépenser, en particulier en acquérant des biens décotés ou des entreprises *distressed*, en difficulté, mais saines, ne semble pas à première vue pertinente. Il sera trop tard, ce serait trop long, trop inégal. Il s'agirait, en fait, de laisser jouer le cruel processus « darwinien » d'élimination des plus fragiles au profit des plus forts, en postulant qu'il permettra alors, par effet d'entraînement, de « rallumer » la croissance, en passant par profits et pertes les entreprises disparues, les emplois perdus, les territoires abandonnés. Toujours sur le papier, l'autre option, dite « keynésienne », du nom de l'économiste John Maynard Keynes, consiste à utiliser la dépense publique comme substitut à la dépense privée. Il s'agit, là aussi, de créer un effet d'entraînement sur l'économie entière. Sur le principe, cette option a le mérite d'être proactive, de contribuer à rétablir la confiance dès l'annonce des mesures de relance retenues, et si ces dernières sont bien ciblées, de préparer l'avenir grâce à des investissements dans des biens d'équipement. Enfin, elle permettrait de sauver des industries, comme l'automobile, dont la déconfiture aggraverait dangereusement la crise.

Dans les faits, notamment si l'on examine les effets de ce type de politique à travers, entre autres, le prisme du New Deal, la politique d'inspiration keynésienne mise en place par Roosevelt pour

sortir de la crise de 1929, ses résultats paraissent plus mitigés et plus incertains.

Les trois questions de la relance par la consommation ou par l'investissement, du temps de mise en œuvre et de l'effet pervers de l'éviction des emprunteurs privés par le public sont en effet centrales. Il existe aujourd'hui un consensus selon lequel la relance par la consommation n'est pas une option, car elle est coûteuse et sans réel effet d'entraînement. Coûteuse : qu'elle soit initiée par de la baisse d'impôts, de la TVA par exemple, ou par de la subvention directe par un chèque de rétrocession du fisc, l'essentiel des sommes ainsi distribuées est, soit directement affecté à l'épargne par les ménages, soit dépensé pour acquérir des biens importés.

Reste cependant l'argent distribué aux ménages les plus modestes, les plus défavorisés. Ces ménages n'épargnent pas, et leur consommation est essentiellement de première nécessité – comme l'alimentation, la santé, le transport ou le logement. Elle concerne tous les biens ou les services qui sont produits sur place. L'argent qui leur est distribué contribue à soulager leurs difficultés et leurs souffrances. Ce qui n'est pas rien... Mais cet argent distribué ne procure presque aucun effet d'entraînement. Il correspond donc à une dépense pure, qui ne se justifie que si elle est déjà financée par des réserves budgétaires, ou que si la consommation s'est écroulée, comme aux États-Unis, mais ce qui n'est pas le cas en France. Dans notre pays, en effet, si la consommation a baissé fin 2008, c'est faute d'acquisition de biens achetés à crédit (automobiles, logement) et non du fait d'une baisse des revenus des ménages. Même ceux qui se retrouvent au chômage du fait de la crise, grâce aux Assedic, ne verront leur pouvoir d'achat diminuer qu'au bout de dix-huit mois.

Cette distribution de pouvoir d'achat viendrait donc augmenter la dette de l'État, sans contrepartie... et sans effet de relance durable par les investissements. Au bout du compte, elle représente une

restriction des marges de manœuvre d'investissements pour l'État et un appauvrissement des générations futures. Brûler des billets de banque pour se réchauffer n'a jamais été le meilleur usage que l'on puisse en faire !

Reste donc la relance par l'investissement. Pour qu'un plan de relance fasse de l'effet, on comprend qu'il faut qu'il soit massif, pour créer un effet d'entraînement, environ 2 % du PIB, selon les économistes du FMI. De ce point de vue, que l'État soulage la trésorerie des entreprises en remboursant, par exemple, plus rapidement la TVA, ou en réglant plus vite ses factures, ou enfin en dotant en capital des industries en difficulté comme l'automobile a pour effet direct de permettre à ceux qui reçoivent son aide de passer une « mauvaise passe », de tenir, le temps que la croissance revienne. Mais ce type d'intervention ne contribue que très marginalement à « relancer la machine ». Pour cela, il faut que de « vraies » dépenses soient engagées, de « vrais » investissements décidés et de « vrais » marchés passés. C'est ici que le problème du temps prend sa véritable dimension. Les processus de décision de l'État sont longs, ne serait-ce que parce qu'il existe des délais d'instruction des dossiers lourds qui le sont eux-mêmes. On ne peut, par exemple, pas lancer la construction d'une ligne de TGV ou de programmes immobiliers sans ouvrir des consultations publiques qui sont chaque fois assorties de délais de recours incompressibles. De même, rédiger des appels d'offres, les publier, attendre les réponses, les dépouiller et sélectionner les adjudicataires prend aussi du temps. L'horizon des grands travaux, même quand on les dote d'un financement certain, et même quand leur dossier d'instruction est très avancé, comme pour le programme TGV, est au mieux à deux ans, et plus raisonnablement à trois ou quatre ans.

Or, l'horizon de la crise est un horizon qui se situe entre hier et un an. En un an, des situations irréparables comme des faillites

personnelles, des faillites d'entreprises, voire des faillites sectorielles comme pour la filière automobile, peuvent et vont intervenir. On en voit directement les effets dans, par exemple, les statistiques de chômage qui sont publiées tous les mois. Ce qui caractérise une crise économique dont l'origine est une crise de crédit, c'est la rapidité avec laquelle elle se développe et la brutalité de son impact. Ses ravages vont s'étendre durant toute l'année 2009, en particulier au premier semestre. Quand les plans de relance commenceront à irriguer l'économie entière des sommes qui y seront affectées par les États, la machine risque fort d'avoir redémarré toute seule, même si c'est sur un champ de ruine. La valeur des actifs, et celle des entreprises survivantes seront en effet redevenues suffisamment attractives pour que les investisseurs acceptent de mobiliser à nouveau leur épargne à leur profit.

En conséquence, il est bien souvent admis que les plans de relance manquent généralement leur objectif et viennent doper une croissance qui serait repartie, et non pas empêcher ou compenser une récession immédiate. On a donc constaté que les plans de relance finissaient tous par être procycliques, et non pas contracycliques, comme cela était le cas dans les années 1970, quand aux phases de récession succédaient des phases de surchauffe de l'économie, du fait de l'existence de ces politiques de relance. On parlait alors de « *stop and go* ». En bon Français, les plans de relance volent toujours au secours de la victoire ! Au prix des plans de relance, on peut se demander alors pourquoi, dans ces conditions, les différents gouvernements concernés, bien que conseillés par la crème des économistes, s'obstinent à vouloir en lancer et à leur consacrer des sommes colossales.

C'est ici que les notions de confiance et de temps reprennent leurs droits. L'épargne et les liquidités, que ce soit au niveau mondial ou à la simple échelle de la France et de l'Europe, sont

abondantes. Cette crise vient de ce que, chat échaudé craignant l'eau froide, les épargnants et les investisseurs sont assis immobiles, comme tétanisés, sur leur tas d'or. Les épargnants et les investisseurs sont tout le monde, et personne en particulier. Ce sont tous les citoyens qui cotisent à une assurance-vie, à un plan de retraite, à un plan d'épargne-logement, ou qui simplement ont déposé quelques centaines ou milliers d'euros à la banque.

Dans ces circonstances, où tout se disloque, où les certitudes disparaissent, où le futur n'a plus d'avenir, les individus se tournent vers leurs dirigeants. Ils attendent qu'ils fassent quelque chose, qu'ils montrent le chemin, qu'ils agissent, pour envisager eux-mêmes de bouger à nouveau. C'est ce qu'on appelle « donner confiance ». Sentiment subtil, insaisissable, incontrôlable, binaire, dont, en période de crise, les dirigeants politiques détiennent en partie la clé. Il y a quelque chose qui tient à la pensée magique dans ce besoin qu'ont les peuples de se tourner vers leurs chefs dans les circonstances difficiles. Et si les dirigeants politiques ne répondent pas à cette demande, ou s'ils manquent à y répondre, ils deviendront les boucs émissaires de l'incapacité de tous à croire à nouveau en l'avenir, et seront rejetés. Lionel Jospin, par exemple, avait à l'époque fait les frais de cette colère, quand il avait déclaré : « *L'État ne peut pas tout.* » Ce qui, d'un point de vue rationnel, était et demeure parfaitement exact. Mais c'était faire l'impasse sur ce qui est le plus important dans ce qu'attendent les peuples de leurs dirigeants politiques : assumer, et assurer un leadership, être capable de faire partager une confiance en un futur qui n'existe pas encore, mais qui devrait être meilleur, forcément meilleur qu'un présent nécessairement décevant, angoissant ou cruel.

Les dirigeants sont donc obligés d'agir pour rétablir la confiance en l'avenir, même si cette action n'est qu'un simulacre, sachant tout de même que certains d'entre eux sont les premiers dupes

des effets directs à en attendre. Ce ne sont pas tant les effets techniques des plans de relance qu'ils vont adopter qui sont importants, car ils seront décalés dans le temps, mais leurs effets psychologiques immédiats qui, en contribuant à rétablir la confiance, débloquent la situation et donneront à nouveau envie aux épargnants de se mettre en risque vis-à-vis de l'avenir. À partir de là, les politiques de relance sont obligatoirement différentes selon la configuration de la situation économique propre à chaque pays, mais aussi selon la culture économique de leurs citoyens qui les feront recevoir, comme crédible ou non, tel ou tel plan de relance. Ainsi, mais pour des raisons différentes, l'Angleterre et l'Allemagne peuvent se permettre de vouloir assurer un service minimum (quoique...). Le dénominateur commun de leur choix tient à leur réticence à créer de la dette publique pour l'Allemagne ou de l'accroître, pour l'Angleterre. Leurs dirigeants et leurs agents économiques sont persuadés que créer de la dette publique en empruntant, de fait, de l'épargne privée, revient à détourner celle-ci des investissements dans le secteur privé, en particulier celui des PME, dont le renouvellement est seul susceptible de générer une croissance saine et durable.

Indépendamment de leur dimension procyclique (leurs effets se manifestent trop tard, quand la crise est passée), c'est dans cet effet d'éviction de l'investissement privé au profit de l'investissement public que réside le principal effet pervers des plans de relance financés par de la dette. Dans une période où les investisseurs cherchent la sécurité et ne veulent pas prendre de risques, prêter aux États est bien plus attrayant que de prêter à des entreprises. Conséquence : un plan de relance massif peut assécher encore plus l'accès des entreprises à des ressources financières, et contracter l'activité de toutes les entreprises qui ne sont pas irriguées directement par la commande publique. Ce qui est exactement l'inverse de l'effet recherché ! Même si l'on

peut observer que s'il y a un plan de relance, c'est parce qu'il n'y a de toute façon plus d'investissement privé.

Alors, que doit-on en conclure ? L'effet immédiat de l'annonce d'un plan de relance contribue à rétablir la confiance. Même si les secteurs concernés par l'intervention de la dépense publique ne recevront des commandes et ne factureront que bien après que le « tsunami » de la crise sera passé, cette perspective d'activité leur permettra de trouver des financements rapidement, tant les investisseurs et les marchés vivent toujours dans l'anticipation. Pour autant, l'irrigation de tout le tissu économique par un plan de relance n'interviendra que trop tard, par rapport au moment du pic de la crise. Cependant, les investissements décidés dans le cadre de ces programmes de relance contribueront à soutenir une croissance durable et forte après la crise. Toute l'activité économique bénéficiera de la « remise à niveau » des infrastructures (routes, TGV, universités, santé, etc.). De ce point de vue, cette période est privilégiée car elle permet de s'appuyer sur un consensus politique pour investir dans les « parties communes » d'un pays. Or, dans un monde de plus en plus ouvert, ces prestations que pourront offrir les territoires, ou les pays, seront le facteur d'attractivité déterminant pour la réussite économique. Enfin, en ce qui concerne le danger d'éviction de l'investissement privé au profit du public, la question reste aujourd'hui ouverte : il existe des liquidités considérables à l'échelle du monde qui peuvent s'investir ici ou ailleurs du fait de la libre circulation des capitaux. Il n'est donc pas dit que tel ou tel plan de relance, ici ou là, quel que soit son montant financé par la dette, suffise à assécher les capacités d'investissement des épargnants. Et peut-être même que pour la première fois, l'épargne viendra aussi s'investir dans le privé, relayant ainsi les investissements publics... À ce jour, on n'en sait rien. Cela dépend pour beaucoup de la capacité du système bancaire à jouer à nouveau son rôle.

Conclusion ? On verra... Mais ce qui est certain, c'est qu'au bout du compte, il restera des pays modernisés, aux infrastructures et aux services « aux normes », permettant ainsi d'anticiper une croissance soutenue... mais après que la crise ait opéré son nettoyage darwinien des plus fragiles.

# Doit-on craindre le retour de l'inflation ?

Peut-être... puisqu'il faudra bien rembourser un jour les plans de relance, et que l'on ne pourra probablement pas augmenter les impôts à due proportion. De toutes les définitions que l'on peut donner de l'inflation, il faut ici présenter la plus commune et la moins technique, car c'est celle à laquelle on fait allusion quand on parle d'un retour possible de l'inflation. L'inflation est une augmentation en spirale du prix des biens de consommation et des services, suivie de celle des salaires, dont la cause est une augmentation plus rapide de la masse monétaire que celle de la valeur de ces mêmes biens et services – ce qui peut commencer par une baisse de cette valeur, comme dans le cas présent (déflation), et non pas par l'augmentation de la masse monétaire qui se trouve en contrepartie : c'est le différentiel qui compte !

La conséquence la plus visible d'un phénomène inflationniste tient à ce que la valeur faciale des biens et services, le prix marqué sur l'étiquette, augmente, et que les revenus de certains ménages, mais pas de tous, augmentent dans les mêmes proportions, ce qui, pour ces derniers, donne l'illusion d'un pouvoir d'achat identique. Derrière ce phénomène se cache une dépréciation de la monnaie (il en faut plus pour acquérir le même bien), qui s'incarne pour tout le monde dans la glissade de son taux de change avec les monnaies des autres régions du monde. On peut essayer, jusqu'à un certain point, d'arrêter cette glissade, quand l'écart d'inflation est faible ou équivalent à celui des autres monnaies, par une augmentation des taux d'intérêt versés aux investisseurs qui souscrivent des bons d'État libellés dans la monnaie en cause.

L'inflation est ravageuse pour les bénéficiaires de pensions, les retraités, les fonctionnaires dont les salaires ne sont révisés qu'annuellement ou rarement, et pour les épargnants détenteurs de titres (obligations à taux fixe) à revenus fixes. La valeur du patrimoine de ces derniers se dévalue d'autant que le taux d'inflation augmente. *A contrario*, l'inflation est du pain bénit pour tous ceux qui empruntent à taux fixe, que ce soit les consommateurs, ou les entrepreneurs pour investir. Il y a un effet malin de l'inflation qui oblige les épargnants à investir s'ils ne veulent pas que leur épargne fonde, et qui réjouit les emprunteurs qui savent qu'au bout du compte leur dette gardera la valeur faciale du jour où ils l'auront souscrite, alors qu'ils la rembourseront avec des revenus qui auront augmenté. Bref, l'inflation est douce à l'emprunteur et à l'entrepreneur, amère au créancier et au rentier, et cruelle pour beaucoup d'employés. Enfin, l'inflation est dotée d'une dimension autoréalisante, dans la mesure où les anticipations inflationnistes des agents économiques les conduisent à se couvrir de ce risque en augmentant leurs prix, ce qui entretient le phénomène.

Dans le cas présent, début 2009, les craintes d'un retour de l'inflation sont proférées par les épargnants et les investisseurs internationaux, particulièrement américains. Leur raisonnement est le suivant : les plans de relance, en particulier celui des États-Unis, vont accroître la liquidité sur les marchés. Ces liquidités supplémentaires, sur le papier, auront été empruntées contre des bons du Trésor, ce qui ne devrait pas augmenter la masse monétaire. Dans la réalité, une bonne partie de ces liquidités correspond purement et simplement à de la création monétaire en échange de titres qui n'ont plus de valeur. Ces liquidités sont pour le moment « gelées » dans les bilans des banques. Mais le jour où le mouvement de reprise se fera, où le marché du crédit reprendra, elles se déverseront sur l'économie réelle. Ce qui déclenchera un mouvement inflationniste principalement aux

États-Unis, début 2010, et une baisse du dollar. En toute logique, la FED devrait augmenter ses taux pour empêcher ce mouvement, et permettre au gouvernement américain de continuer à attirer les capitaux pour financer son plan de relance. Mais elle ne le fera probablement pas, pour ne pas « casser » le mouvement de reprise. Et elle le fera d'autant moins, contrairement à la BCE, que tant le Trésor américain que les citoyens américains n'ont pas d'épargne et sont très endettés (101 % du PIB pour les ménages). Les seuls épargnants qui seront spoliés par cette inflation seront les détenteurs d'une épargne en dollars, donc en particulier les étrangers.

Les Américains « rembourseront » ainsi plus légèrement la dette qu'ils ont accumulée, tout simplement par sa dévaluation, et celle de leur monnaie. Il y aura là deux conséquences : le cours du dollar face à l'euro et au yen chutera, ce qui représentera l'équivalent d'une dévaluation compétitive au bénéfice des États-Unis (leurs Boeing vaudront moins cher que les Airbus) ; mais leurs importations coûteront plus chères. Or, ils importent la grande majorité de leurs biens de consommation qui représentent 70 % de leur PIB. Aussi, la bouffée d'oxygène représentée par cette inflation s'épuisera très vite, les États-Unis retomberont dans la crise par fuite des capitaux privés qui iront s'investir ailleurs, et on constatera un effondrement de la consommation des ménages. Ils resteront dans cette crise jusqu'à ce que les investissements réalisés par le gouvernement et les entreprises durant cette période leur permettent de retrouver une vraie compétitivité. C'est le scénario de la sortie de crise en W qui est donc décrit ici. Il concerne d'abord les États-Unis, un peu l'Angleterre, et très peu le reste de l'Europe. Celle-ci dispose en effet d'une épargne, et le nombre de ses fonctionnaires, rentiers, retraités, etc., interdit à la BCE d'adopter une stratégie aussi pénalisante pour ses populations. En revanche, les Européens devront vraiment payer leurs dettes, et la sortie de

crise risque d'être plus lente pour eux. Probablement une sortie de crise en U, dont le bas du U sera d'autant plus long que les économies européennes seront violemment impactées par la situation américaine, avec notamment une augmentation des délocalisations par les industriels (par exemple les constructeurs automobiles allemands) en zone dollar pour « sauver leur peau ».

Reste à savoir si le scénario américain évoqué ici est crédible et vaut pour prévision. Difficile à établir, pour deux raisons : il est autoréalisateur, dans la mesure où les gestionnaires de fonds américains le partagent et commencent déjà à acheter des euros ou des yens pour se couvrir de la chute qu'ils prévoient du dollar, contribuant ainsi à sa baisse future... alors même que les épargnants du monde entier continuent à acheter des obligations d'État américain, quoique leurs taux d'intérêt réels soient négatifs. En un mot, les gestionnaires de fonds « shortent » le dollar, par rapport aux autres monnaies, pariant sur sa forte baisse d'ici 2010 ! Mais à l'inverse, le plan de relance du nouveau président des États-Unis, au fur et à mesure qu'il a été dévoilé, cherche à tenir compte de ce risque représenté par une sortie de crise en W. Les mesures de relance par la consommation sont présentes, mais plus ponctuelles qu'envisagées, alors que les mesures de relance par les investissements sont étalées dans la durée. En revanche, début 2009, on ne sait rien du programme fiscal du nouveau président. Il représente le facteur clé : si son plan de relance, consolidé avec les précédents de l'ère Bush, qui représente près de 10 % du PIB des États-Unis, n'est pas remboursé par une augmentation des impôts, il y aura de toute façon une inflation ; si, au contraire, le nouveau président décide d'augmenter les impôts qui sont aux États-Unis d'environ dix points inférieurs à ceux que versent les Européens, alors il n'y aura pas d'inflation. En conclusion, selon certains économistes américains, en particulier Jeffrey Sachs, le programme fiscal de la nouvelle administration est l'indicateur qu'il faut suivre de plus près !

# Et si ça tourne vraiment mal ?

Ce qui différencie cette crise des précédentes, c'est qu'elle a été jusqu'ici relativement bien maîtrisée par les grandes puissances financières et industrielles de la planète. Elle a, en effet, vu se nouer une coopération internationale entre les principales banques centrales et les grandes institutions financières comme le FMI et la Banque mondiale. Oui, la France et les dix premiers pays industriels sont en train de vivre une crise économique sévère, avec ce que cela implique comme cortège de licenciements et de drames individuels. Mais nous bénéficions, certains plus que d'autres, de filets de sécurité comme des assurances chômage, des programmes d'aide sociale, etc., qui nous mettent *a priori* à l'abri d'une déchirure du corps social qui déboucherait sur la violence.

Ce n'est pas le cas de la plupart des pays émergents pour qui « crise » veut dire très directement perte d'activité dans les secteurs exportateurs comme le textile, glissade de la monnaie, renchérissement des matières premières, au premier rang desquelles figure le pétrole, assèchement des réserves de change, et donc incapacité à acheter sur le marché international les produits de nécessité dont ils ont besoin, et très vite crise alimentaire. À ce stade, l'intervention du FMI est cruciale pour redonner les moyens à ces pays de subvenir à leurs besoins essentiels. Mais même dans ce cas, l'absence de protection sociale, d'aide sociale, couplée à l'inexistence d'épargne privée a des effets ravageurs dans ces sociétés : les chômeurs sont littéralement à la rue et, du jour au lendemain, n'ont plus aucun moyen de subsistance.

Si l'on croise cette misère avec les tensions sociales, confessionnelles, identitaires et nationalistes qui traversent ces sociétés et

avec les tensions géopolitiques préexistantes dans certaines régions du monde, il y a là un cocktail explosif qui peut déboucher sur des émeutes, et surtout sur des guerres régionales hyperviolentes. On pense, bien entendu, à la situation du Pakistan qui est dramatique, alors même que ce pays dispose de la bombe atomique et des vecteurs pour la projeter sur l'Inde. On pense aussi au Moyen-Orient avec la question iranienne, avec la Syrie et Israël... Bref, on pense à tous ces pays, à toutes ces régions du monde où des peuples sont prêts à s'entre-déchirer pour des causes du XIX<sup>e</sup> siècle avec des armements du XXI<sup>e</sup> siècle... Le vrai risque de cette crise réside là, précisément d'abord au Pakistan, et ensuite au Moyen-Orient, et s'il advenait qu'un conflit armé se déclenche dans l'une de ces régions, nous ne saurions espérer en être tenu à l'abri.

Ce serait le scénario du pire.

II.

**Est-ce la fin  
d'une époque ?**



# Est-ce la fin de l'économie de marché et la condamnation du libéralisme ?

On peut toujours préférer la mort à la vie, sous prétexte que la vie est souvent douloureuse... Poser le problème en termes de condamnation de l'économie de marché et du libéralisme, c'est être certain de proposer des mauvaises réponses à une bonne question : celle de la nouvelle régulation à mettre en place. C'est se référer implicitement à l'existence d'un modèle économique alternatif qui, sous le contrôle démocratique de l'État, interdirait les excès dangereux des agents économiques et produirait une richesse plus justement répartie. Cette utopie, en dehors même du fait qu'elle a fait faillite au <sup>xx</sup>e siècle, ce qui devrait la condamner sans appel, souffre d'un vice de conception définitif, en ce qu'elle sacralise et « totémise » l'État, qu'il soit d'ailleurs démocratique ou non. En prêtant quasi religieusement (le « culte de l'État ») une « pensée », une « volonté » et une sagesse toute-puissante à ce qui reste simplement une organisation humaine dont le fonctionnement est régi par des règles établies par des hommes, cette utopie n'a pour effet que de confier cette toute-puissance à quelques hommes encadrés dans le meilleur des cas par des lois.

Élus ou fonctionnaires, ils ne savent pas tout. Et de deux choses l'une : soit, à supposer qu'ils fussent vertueux, ils exerceraient leurs responsabilités à la tête des entreprises ou des banques qu'ils dirigeraient pour le compte de cet État « totem », en respectant des priorités et les objectifs désignés par ses dirigeants (c'est ce qui fut tenté après-guerre avec la planification) ; soit ils

les exerceraient comme un patron du privé, respectueux du marché, ce qui ne changerait rien. Dans le premier cas, dans le monde d'aujourd'hui, qui se réinvente tous les jours, et dont les progrès ne sont pas « programmables », c'est la certitude de passer à côté de tout ce qui représente les vecteurs de croissance. Ce type de gestion, où c'est le politique qui arbitre les priorités, et non le marché, est incapable d'inventer « Google ». Au mieux, il peut seulement inventer le « plan calcul ». Au pire, ça donne la Corée du Nord. En un mot, ça ne « marche pas », et ça s'est toujours fini par un désastre.

Dès le xvii<sup>e</sup> siècle, l'économie de marché a été théorisée comme seul système économique possible, en ce qu'elle permet cet arbitrage des priorités par la libre fixation des prix et par la concurrence, en un mot par la liberté de choix qui est donnée aux citoyens. L'économie de marché et le libéralisme vont de pair. Ils privilégient l'expression du désir de chacun. Le rôle de l'État est alors vu comme celui d'un arbitre, garant du respect de règles arrêtées démocratiquement, qui permettent à chacun de profiter de sa liberté. Car, comme le dit le proverbe : « La liberté des uns s'arrête là où commence celle des autres... » L'économie de marché et le libéralisme ne peuvent donc se concevoir sans ces règles.

La crise que nous vivons a pour origine une régulation des marchés financiers qui n'est plus adaptée, ou plutôt qui a laissé se développer toute une activité spéculative en dehors de son cadre. Quand les leçons de la crise seront tirées, de nouvelles règles devront être adoptées. C'est le défi qui doit être relevé. Pour permettre à la liberté de chacun de s'exprimer, à l'économie de poursuivre sa création de richesses, et à de plus en plus de millions de personnes sur la planète d'échapper à la misère.

# Est-ce la fin du capitalisme financier ?

En partie... Mais en partie seulement. Ce que l'on recouvre sous ce vocable de « capitalisme financier » ressort plutôt d'un agrégat intuitif aux contours mal définis, que d'un concept économique. Se retrouvent, en effet, comme ingrédients de cette notion, des faits ou des acteurs très disparates. Sont dénoncés par ce concept le pouvoir de l'industrie financière dans son ensemble, ses exigences de rentabilité ou de valorisation des entreprises, et les dépenses somptuaires des nouveaux riches de la finance. L'industrie financière ? Son arrogance et sa prétention à capter à coups de bonus, et à maximiser à son profit, dans des temps très brefs, la création de valeur réalisée par les autres acteurs de l'économie, en premier lieu les entreprises, grâce à des instruments financiers sophistiqués, vont recevoir un coup d'arrêt... momentané.

Les investisseurs, les épargnants, qui étaient les acheteurs de tous ces produits sophistiqués, produits structurés, dérivés, etc., inventés par les banques d'investissement, et dont les performances ne dépendaient pas de celles de leurs sous-jacents, les entreprises ou les particuliers, mais d'une espèce de jeu de bonneteau mathématique, ne sont pas prêts d'y revenir... actant la faillite de ces mêmes banques d'investissement dont le modèle économique s'est écroulé à l'automne 2008, faute d'investisseurs sur lesquels elles pouvaient continuer à prélever des *fees*, des commissions, qui les faisaient vivre. Ce sont ces banques d'investissement qui ont dérapé, en ce qu'elles ont cru inventer une martingale, comme les CDO et les CDS, qui prétendaient supprimer le risque, inaugurant ainsi leur développement exponentiel, de même que celui des rémunérations de leurs dirigeants et de leurs

employés. Cette finance-là est morte : elle prétendait créer de la valeur par elle-même en supprimant l'incertitude, en transformant le plomb du risque en diamants, et en couvrant d'or au passage ses magiciens. Ces derniers se crurent un temps les rois du monde. La crise les a fait apparaître pour ce qu'ils étaient : des surfeurs narcissiques et écervelés. La crise les a ruinés, après que leurs dépenses nous eurent stupéfiés. C'en est fini pour eux.

Pour leur part, les banques de dépôt qui s'étaient, elles aussi, mises à « jouer » sur les marchés pour leur compte propre, et à diriger l'épargne de leurs déposants vers des produits structurés, ne vont, d'une part, probablement plus être autorisées à le faire sans limites et, d'autre part, vont réapprendre à exercer leur vrai métier : analyser le risque présenté par les emprunteurs finaux, que ce soient des particuliers ou des entreprises. Elles vont reprendre les activités de banque d'investissement, celles qui consistaient à « structurer » des paquets d'emprunts de façon à mieux pouvoir les recycler auprès d'investisseurs ayant des objectifs de risque ou de rentabilité différents, en tant que prestation de services inhérente et nécessaire à leur activité, mais de façon limitée, car soumise aux mêmes règles prudentielles que les leurs.

L'industrie financière va donc se restructurer entre, d'une part, des banques de dépôt recentrées sur leur métier de prêteur auprès des particuliers, et auprès des entreprises pour financer leurs cycles de production et, d'autre part, des banques d'affaires recentrées sur le métier de réallocation du capital, de financement du « haut de bilan », c'est-à-dire le métier d'intermédiaire entre les investisseurs et les entrepreneurs. Si ce premier métier de prêteur doit redevenir, comme le dit Jacques Attali, « *un métier ennuyeux, qui n'aurait jamais dû cesser de l'être* », le second métier de banquier d'affaires restera, pour sa part, tout aussi passionnant et rémunérateur qu'il l'a toujours été depuis que les

marchands de Venise ou d'Anvers envoyaient des navires sur toutes les mers, en espérant qu'ils reviennent un jour chargés de richesses, au risque de tout perdre. Et même encore plus. Ces métiers de banquier d'affaires, ou de *venture capitalist* (capital investissement), *corporate finance* (fusions-acquisitions), *capital market* (introductions en Bourse) et *asset management* (gestion de l'épargne) vont, en effet, encore prendre davantage d'importance parce qu'ils se situent tous dans la réallocation de capital, c'est-à-dire dans le réinvestissement de l'argent qui a été gagné par ailleurs et auparavant.

La crise est un accélérateur de changement. On peut la qualifier, comme toute crise économique, de « darwinienne ». Les plus faibles disparaissent, font faillite. Seuls survivent et se développent en profitant de la disparition des précédents, ceux qui sont les leaders, les mieux placés sur leur marché, les mieux gérés, les plus rentables et les plus porteurs d'avenir. On ne prête qu'aux riches. À ceux d'aujourd'hui ou de demain. Encore faut-il les identifier, les sélectionner, et rediriger l'épargne vers eux. C'est le rôle des banquiers d'affaires. La crise interdit toute indulgence. On a vu des icônes comme General Motors, voire même General Electric, perdre les quatre cinquièmes de leur valeur, et pour certaines manquer de disparaître. La crise balaie les rentes de situation de tous ceux qui n'étaient pas tout à fait au « top », mais qui bénéficiaient d'habitudes, d'amitiés ou de réseaux qui leur permettaient de l'emporter encore sur des concurrents plus affûtés, proposant un meilleur rapport qualité/prix.

Quand chaque centime compte pour survivre soi-même, quand l'investisseur préfère rester assis sur son épargne plutôt que de prendre un risque, il n'est plus question d'à peu près, d'amateurisme, dans l'évaluation de l'opportunité d'un investissement. Il n'est plus question de rêves, mais de chiffres les plus certains. C'est la raison pour laquelle le capitalisme financier, défini comme

étant le pouvoir ultime que détient la finance d'orienter le capital vers telle ou telle activité, marché, entreprises, aux conditions qui sont les siennes, de façon à optimiser le rendement de ce même capital, va encore s'accroître. Plus personne, et en particulier les PME, ne sera à l'abri de l'obligation de définir le périmètre de son activité, d'arrêter sa stratégie de développement, sa gestion et ses objectifs de profits, en fonction des exigences des investisseurs.

La crise aura eu pour conséquence d'assurer définitivement le triomphe du capitalisme financier... Mais peut-être pas celui des financiers eux-mêmes, définis comme une profession, ou une caste, dont le pouvoir et les rémunérations exorbitantes seraient assis sur une compétence exclusive. L'histoire récente prouve que quand une compétence au début marginale (gestion, informatique, marketing, etc.) devient constitutive de toute entreprise, la captation de pouvoir et de valeur ajoutée que pouvaient opérer les conseils disparaît au profit de sa réappropriation par l'entreprise. Bref, demain, après la crise, le capitalisme financier aura triomphé... Mais ce sera largement comme *modus operandi* des entrepreneurs et des entreprises elles-mêmes, y compris des moyennes et petites.

# Est-ce la fin de l'industrie automobile ?

L'industrie automobile, comme le secteur du bâtiment, s'est effondrée et a subi la première la crise de plein fouet, pour une raison simple : elle fabrique des « produits » que l'on achète à crédit. Ainsi, par exemple, en France 75 % des automobiles sont achetées à crédit... Moins de crédits distribués, moins de voitures vendues. Le jour où l'accès au crédit sera rétabli, et où les consommateurs accepteront à nouveau de s'endetter pour en acheter, le secteur repartira. C'est aussi simple que cela.

Enfin, presque... La crise de l'automobile est d'abord américaine. C'est ce marché, qui représente environ le tiers des immatriculations mondiales, qui s'est effondré de presque 17 % en 2008. Ce qui est ravageur pour une industrie dont les marges ne sont que de quelques pourcents, car elle détient des capacités de production au niveau mondial largement supérieures à ce que les marchés peuvent absorber, ce qui conduit à une féroce concurrence par les prix.

L'industrie automobile, surtout américaine, parallèlement à la crise du crédit, a subi deux autres impacts : celui de la flambée du prix de l'essence pendant près de deux ans, du fait de la formation d'une bulle spéculative sur le pétrole ; et celui de la mise en lumière de l'inadéquation de ses produits à notre époque. La flambée du prix de l'essence a stoppé net la vente des gros 4 x 4 qui étaient, et sont, la spécialité des constructeurs américains. Or, dans la mesure où pèsent sur General Motors, Ford, Chrysler des charges sociales (financement des plans de retraite « maison ») supérieures de 1 500 dollars par voiture produite à celles qui pèsent sur les autres constructeurs, ces constructeurs ne

parvenaient à rester à flot que grâce à la vente de ces produits dont ils avaient le quasi-monopole sur leur marché. Il est apparu, à cette occasion, qu'ils n'en avaient pas vraiment d'autres, plus petits, plus écologiques, et surtout compétitifs, prêts à prendre le relais, ni dans leurs concessions ni sur leurs planches à dessin. Ils pensaient que cela durerait toujours... Les autres constructeurs mondiaux sont, eux aussi, confrontés, d'une part à la crise du crédit et à la crise économique et, d'autre part, à la chute du marché américain. Mais même si la période est difficile également pour eux, ils restent dans une situation moins catastrophique que les « *big three* ».

La question qui se pose est donc de savoir quel sera le visage de l'automobile, et donc celui de son industrie, quand les consommateurs se remettront à acheter. Pour l'industrie, le consensus est qu'il y aura des fusions et des disparitions. Les marques les plus faibles disparaîtront. Le même consensus prédit que les fabricants qui s'en sortiront le mieux seront ceux qui proposeront dans leur gamme des modèles écologiques, peu gourmands en essence et à faibles émissions de gaz à effet de serre. Soit. Est-ce à dire pour autant que l'on connaît déjà la voiture de demain, et donc les fabricants automobiles leaders du marché ? Que le seul grand sujet est de savoir qui l'emportera, de la voiture hybride, de la voiture électrique, voire du bon vieux moteur Diesel aux performances optimisées aux biocarburants de quatrième génération ?

Ces questions sont certainement au centre du sujet. Mais il en est un autre, et non des moindres, qui va venir bouleverser le visage de cette industrie. On en a déjà une première idée avec l'électronique embarquée, qui, petit à petit, prend place dans les automobiles existantes : GPS, aide au stationnement, avertisseurs de franchissement, etc.

L'automobile a d'abord été une formidable promesse de mobilité et de liberté. Elle l'est, certes toujours un peu, dans les campagnes.

Mais le monde, et d'abord sur ses grands marchés en Europe, aux États-Unis et en Asie, est devenu un monde urbain. L'automobile n'y tient plus sa promesse : embouteillages, pollution, temps perdu, limitations multiples, et en premier lieu de la vitesse. Il y a trente ans, l'anecdote est vraie, le fils d'un grand éditeur, qui vivait à Paris et possédait une Ferrari California, pouvait s'amuser à arriver avant ses parents, qui s'y rendaient en avion, à leur maison de famille située près de Nîmes, en partant de leur appartement parisien au même moment qu'eux. Il ne descendait jamais au-dessous de 200 km/h. Il y avait trois fois moins de voitures, et trois fois plus de morts sur la route. Aujourd'hui, et l'anecdote est encore vraie, les propriétaires de Ferrari profitent de leurs passages dans certains tunnels pour ouvrir grand les fenêtres, entendre vrombir le moteur et claquer les vitesses quand elles montent et qu'ils accélèrent à fond. C'est la seule occasion qu'ils ont de dépasser les vitesses autorisées sans se faire prendre. Un simulacre triste et pathétique...

Une industrie comme l'automobile ne peut pas vivre en produisant et vendant des totems « *in memoriam* »... C'est le renouvellement de cette promesse de mobilité et de liberté, adapté aux déplacements urbains, qui est le grand enjeu de demain. On en connaît déjà la réponse. Elle passe par la mise en place de réseaux informatiques qui prendront en charge et optimiseront les déplacements des automobiles. Et si l'industrie automobile actuelle ne conçoit pas et ne met pas en place ces réseaux, d'autres s'en chargeront. Ils sont déjà au travail, et se nomment par exemple IBM ou Better Place, et pourquoi pas un jour prochain Orange, SFR ou TomTom... L'automobile de demain sera un sous-ensemble, un module, d'un réseau qui en optimisera les déplacements. Le conducteur sera toujours là... pour un temps. Mais le maître du jeu sera peut-être le concepteur et gestionnaire du réseau qui aura obtenu la concession d'une ville, d'une région, d'un pays...

La question de savoir qui captera la création de valeur du système, auto plus réseau, est une question à plusieurs milliards de dollars. Achètera-t-on une voiture à un gestionnaire de réseau, comme l'on achète un portable à un opérateur de télécoms, auquel cas le constructeur ne sera qu'un sous-traitant ? Ou continuera-t-on à acheter sa voiture à un constructeur qui sera aussi un gestionnaire de réseau ? Et puis, à partir du moment où le déplacement des voitures sera géré par un réseau, ces voitures seront-elles les mêmes, ou ressembleront-elles dans les villes à des voitures de golf ? Trouvera-t-on toujours essentiel de les posséder ? Bref, cette industrie est à la veille de bouleversements majeurs, et elle les aborde en situation de faiblesse. Il faut donc s'attendre à une recomposition complète de ce secteur qui ne fait que commencer, et au regard de laquelle les plans de soutien qui lui sont accordés doivent l'être avec prudence. C'est notamment ce qui explique les réticences que le Congrès des États-Unis a manifestées dans un premier temps à satisfaire aux demandes des constructeurs américains.

III.

**Qui sont les coupables...  
et les faux coupables ?**



# Est-ce la faute des spéculateurs ?

Plutôt... non ! Ce sont de trop petits joueurs, trop nombreux et trop atomisés... Ils sont les agents d'un système qu'ils n'ont pas conçu, des pions. Leur faire porter la responsabilité reviendrait à faire porter à un joueur de foot, lui aussi bien payé, la responsabilité de la règle du jeu. Ils n'avaient ni le pouvoir ni bien sûr l'envie, car ils en bénéficiaient, de la faire évoluer. De plus, la spéculation, tant qu'elle ne s'emballe pas, est une activité économiquement utile et indispensable. Elle contribue à donner de la fluidité aux marchés, à ce que les prix se stabilisent plus rapidement, sans à-coup, et à donner de la profondeur aux marchés, à ce que chaque vendeur ou acheteur trouve une contrepartie en face de lui. Enfin, et surtout, la spéculation permet aux acteurs d'une profession industrielle qui a besoin de s'approvisionner en produits « réels » de se couvrir contre la volatilité des prix. Au fond, si la spéculation était parfaite, cette même volatilité, c'est-à-dire les écarts de prix intervenant dans des cycles courts, disparaîtrait au profit de lentes évolutions régulières.

Là où les règles, ou plutôt l'absence de règles, les a fait dériver, c'est lorsqu'ils ont été conduits, grâce à l'imagination de l'ingénierie financière, à spéculer sur des produits financiers qui n'avaient pour vendeurs et acheteurs que des financiers, sans qu'il se trouve la corde de rappel représentée par un « vrai » marché où les prix s'équilibrent entre vendeurs et acheteurs d'un bien en fonction de son coût et de son utilité dans la vraie vie. Comme dans tous les jeux, comme dans celui dit « de l'avion », où il s'agit de se repasser un mistigri, il y a toujours un moment où quelqu'un refuse de le prendre, et tout s'écroule...

Cependant, pour eux comme pour les banquiers, existait une responsabilité morale. Tous ces brillants jeunes gens sortis des

grandes écoles, car ils étaient jeunes et sortis des grandes écoles, dont l'activité consistait à imaginer et structurer des produits de plus en plus complexes, ne pouvaient pas ne pas savoir et ne pas se rendre compte que quelque chose clochait dans ce à quoi ils participaient. Ne serait-ce que parce qu'il n'existait pas, la plupart du temps, de véritables marchés secondaires pour les produits qu'ils imaginaient et vendaient. Ce qui veut dire que leur prospérité dépendait uniquement de la capacité sans cesse renouvelées des acheteurs, sans que ces derniers ne puissent se défaire des titres ou produits qu'ils avaient acquis. Tant que cela montait... Pour beaucoup d'entre eux, ils ne participaient pas à un marché, mais à des entreprises de recyclage dont la valeur des actifs traités était fictive, puisqu'ils étaient illiquides, faute de contreparties. Le jour où il a fallu vendre, il est effectivement apparu que ces produits n'avaient pas plus de valeur que des assignats.

# Est-ce la faute des « petits génies » en mathématiques ?

Non... et oui ! La créativité, appliquée à la finance, des « petits génies en mathématiques » a permis de transformer du plomb en or. On peut même dire que l'industrie financière est née avec eux à partir des années 1970. À partir de flux financiers générés par des emprunteurs basiques, payant des intérêts normaux de moins de 10 %, ils ont su créer des produits financiers sophistiqués délivrant des retours sur investissement quelquefois supérieurs à 50 %. De plus, et peut-être surtout, leur contribution a été et est toujours largement positive en ce que les outils qu'ils ont imaginés, même s'ils sont difficiles à comprendre pour les non-initiés, permettent à l'économie de tourner en lui fournissant les capitaux dont elle a besoin, où et quand elle en a besoin.

L'essor de la finance, qui a permis la mondialisation, le décollage de pays émergents, plus de dix ans d'une exceptionnelle croissance au niveau mondial, n'aurait pas pu advenir sans les résultats de leurs travaux. Ces derniers trouvent des applications partout, contribuent à tous les processus de décision de cette industrie. Les mathématiques sont au cœur de la finance moderne.

Si son apport principal se situe dans la modélisation du risque, il apparaît cependant que les modèles utilisés sont extrapolés des théories et des travaux d'une série de prix Nobel américains, comme Robert Merton ou Paul Samuelson, qui datent des années 1960. Et ces travaux découlent eux-mêmes de l'étude des mouvements browniens (mouvements pas si aléatoires que cela, puisque l'on chauffe autour d'un point des particules d'un gaz ou d'un fluide) dont l'introduction dans la finance remonte à 1900. Or, il est apparu depuis, en particulier au moment de la crise

boursière de 1987, que ce modèle brownien tel qu'exploité par le programme « VaR », *Value at Risk*, ne peut prendre en compte les situations extrêmes, et qu'il a donc tendance à minimiser fortement les risques quand ces situations surviennent. C'est le reproche principal que l'on peut adresser aux agences de notation : leur échec à noter convenablement les risques, leur propension à donner des AAA à des produits qui se sont révélés très risqués, ne tiendrait donc pas tant à leur manque de régulation ou au conflit d'intérêt dans lequel elles se trouvent, comme procès leur en a été fait, mais simplement à l'archaïsme de leurs modèles de notation.

D'autres modèles, qui prennent en compte les situations extrêmes, ont été développés depuis lors. Ils n'ont toujours pas été adoptés par l'industrie financière, car ils l'auraient obligée à changer l'ensemble de ses procédures, de ses programmes informatiques, à former à nouveau la totalité de ses personnels, bref à se restructurer complètement... Elle ne l'a pas fait puisque dans une situation « normale », en l'absence de crise, les modèles « browniens » fonctionnaient très bien et suffisaient, jusqu'à il y a encore quelques mois, à assurer le fonctionnement des marchés...

Une des leçons qui sera tirée de la crise actuelle sera donc certainement d'obliger l'industrie financière à moderniser ses modèles mathématiques, et à favoriser encore plus la recherche sur ces sujets. Quelles que soient les réglementations qui seront adoptées à la suite de cette crise, l'imagination et la créativité des « petits génies des maths » seront alors encore plus mobilisées.

# Est-ce la faute des *traders* ?

Malgré les déboires de la Société Générale, clairement non... et oui, un peu tout de même ! Non, car en temps normaux, le travail des *traders* consiste à jouer, à partir de modèles mathématiques, sur d'infimes variations de cours qui interviennent tout au long de la journée, et à essayer, pour le compte des banques qui les emploient, d'engranger les bénéfices de ces écarts de cours qu'ils anticipent. Un peu tout de même, car si leurs performances ont contribué à l'essor des banques d'investissement, la fascination qu'ils ont exercée sur l'ensemble des acteurs de l'industrie financière a poussé les responsables des banques à se détourner de leur métier premier, qui était celui de leur capacité à analyser le risque présenté par les emprunteurs. Ce n'est clairement pas aux *traders* de vérifier la solidité des sous-jacents qu'ils négocient, c'est-à-dire la solvabilité des emprunteurs finaux. De ce point de vue, dans la chaîne, ce sont les acteurs en charge de la partie la plus classique des métiers de la banque qui ont failli.

Un peu tout de même, aussi, car les positions qu'ils prennent sur les marchés sont souvent le fait d'anticipations excessives : leur action contribue à la volatilité des marchés, c'est-à-dire à des comportements erratiques de ceux-ci autour de valeurs moyennes, et surtout à l'amplification extrême de tendances. Quand celles-ci sont à la baisse, ce peut être catastrophique comme au début octobre 2008. Cependant, dire que « c'est de leur faute » revient à condamner le thermomètre, et non ce qui donne de la fièvre.

Le problème que pose le *trading* d'aujourd'hui est plutôt celui de la rapidité de circulation de l'information *via* les réseaux informa-

tiques, ce qui favorise les réactions et les comportements émotionnels au détriment de ceux qui sont fondés sur l'analyse. En cela, les Bourses d'aujourd'hui sont de puissants facteurs d'accélération des tendances.

# Est-ce la faute des *hedge funds* ?

Pas cette fois-ci ! Les *hedge funds* représentent, eux aussi, comme les *traders*, un bouc émissaire commode à la crise financière. Mais c'est leur faire trop d'honneur et ce serait dangereux de croire qu'en cassant le thermomètre qu'ils sont, en oubliant leur utilité économique, on se protégerait contre les coups de fièvre futurs des marchés. Rappelons que les *hedge funds* contribuent à donner de la fluidité aux marchés, et qu'ils aident à établir le « juste prix » des actifs. La plupart du temps, on n'entend jamais parler des actions des *hedge funds* dans la mesure où ils jouent sur des anomalies minimales de valorisation des actifs, en utilisant des techniques de vente à découvert. De plus, leur poids (un peu moins de 2 000 milliards d'actifs sous gestion au début de la crise, dispersés dans un peu moins de 10 000 fonds) est trop peu important individuellement pour qu'ils puissent faire bouger le marché.

Mais la tentation, quand ce dernier s'écroule, est grande de les rendre responsables de situations qu'ils ont simplement anticipées. Ainsi, lors de cette crise, cela faisait près de trois ans qu'un gérant de *hedge funds*, appelé Paulson (rien à voir avec le secrétaire au Trésor américain), faisait le tour des investisseurs en annonçant avec force graphiques et démonstrations statistiques que le marché des *subprimes* allait s'écrouler, et qu'il fallait les vendre à découvert. Ce qu'il a fait. Il a gagné 500 %, et à titre personnel autour de 3 milliards de dollars ! Pour autant, ce n'est pas lui qui a déclenché la crise : il a été simplement un visionnaire, et si on l'avait écouté, elle n'aurait peut-être pas eu lieu.

Bref, coupable ou simplement messenger de mauvaises nouvelles ? En fait, ce qui arrive quelquefois, c'est que l'action des *hedge funds* conduit à un réajustement brutal du marché, que ce soit sur

une valeur ou sur une monnaie quand, à cause d'une rigidité, cette valeur ou cette monnaie demeure à un niveau anormal. L'exemple le plus célèbre est bien sûr celui de Georges Soros : ayant analysé que le cours de la livre sterling se situait à un niveau économiquement injustifié, il a joué contre elle en la vendant à découvert, avec des volumes tels qu'il a entraîné tout le marché, et que la Banque d'Angleterre a été obligée de dévaluer. Soros n'était pas responsable du fait que la livre était surévaluée. En revanche, en clamant par son action que le roi était nu, il a fait prendre conscience aux autres acteurs de cette nudité qu'ils ont alors sanctionnée.

Les *hedge funds* ont plutôt été victimes de la crise, en ce que leurs clients, parce qu'ils ont perdu beaucoup d'argent sur d'autres classes d'actifs, ont été conduits à vouloir tous retirer en même temps de l'argent qu'ils leur avaient confié. Or, un *hedge fund* est une mécanique subtile, où des participations, dont les liquidités ne sont pas les mêmes, coexistent dans un même fonds. Quand les demandes de retraits sont importantes, c'est tout le *hedge fund* qui est déséquilibré, dans la mesure où pour rembourser son client, le gérant est obligé de vendre d'abord ses participations les plus liquides. Mais alors, il risque de ne plus être investi que dans ce qui est illiquide. C'est la raison pour laquelle la plupart des *hedge funds* ont fini par faire « jouer des *gates* », c'est-à-dire fermer les portes qui interdisent aux clients de sortir tous en même temps. N'en demeure pas moins qu'avant de « poser leurs *gates* », en étant contraints de vendre leurs participations les plus liquides au début de la crise et jusqu'en fin 2008, les *hedge funds* ont contribué à faire baisser le marché des actions, ce qui a eu pour effet de dévaluer encore plus le reste de leur portefeuille et de leur faire afficher des performances négatives.

La question de la date à laquelle on pourra considérer que la situation financière est assainie, et que la crise dans son volet

financier est finie, dépend aussi de celle à laquelle les *hedge funds*, ayant levé leurs *gates*, auront fini de rembourser leurs clients qui souhaitent récupérer leurs fonds, et donc de celle où ils auront fini de se délester de leurs participations sur le marché. Ce processus devrait prendre tout le premier semestre 2009. On retiendra néanmoins que ce processus de vente par étapes, grâce aux *gates*, aura plutôt, depuis novembre 2008, servi d'amortisseur à la baisse des cours. Sans lui, si les *hedge funds* avaient été obligés de tout vendre d'un coup, la crise financière aurait été encore plus profonde.

# Est-ce la faute des banquiers ?

De deux choses l'une. Ou l'on considère que les banquiers et les financiers ne sont que des pions et agissent comme tels dans un grand jeu auquel ils participent sans être responsables de ses règles et sans avoir de pouvoir sur elles. Ils sont alors simplement des dupes un peu ridicules pour avoir prétendu comme éternel un nouveau monde qui justifiait leurs pratiques et leurs rémunérations. Ou bien l'on considère que les banquiers étaient conscients de la pente sur laquelle ils glissaient et qu'ils avaient le pouvoir de ne pas y céder, et dans ce cas ils sont coupables.

Comme toujours, la réalité n'est pas aussi manichéenne. D'abord, une excuse : dans toutes les périodes d'expansion irrationnelle qui précèdent l'explosion d'une bulle spéculative, la plupart de ceux qui en profitent pensent que c'est grâce à leur talent, à leur intelligence, à leur supériorité, et non simplement grâce au fait qu'ils se trouvent au bon endroit, au bon moment. C'est chaque fois la même chose, et il est assez sidérant que la leçon ne soit jamais apprise ! Ce qui n'est pas étonnant puisque l'exaltation du succès, sur des esprits faibles, au sens où ils ne pensent pas par eux-mêmes et se contentent de suivre par instinct grégaire une opinion dominante, les conduit tout droit à développer un ego surdimensionné qui les rend inaccessibles à toute contestation. Bref, contrairement à ce que l'on pourrait penser, à l'exception notable de quelques-uns, ce n'est pas une avidité cynique qui les a poussés à poursuivre le jeu, mais au contraire la naïveté, qui aurait pu être touchante en d'autres circonstances, de la plus simple bêtise.

Enfin, pour être juste, dans une industrie qui avait fini par employer plusieurs centaines de milliers de personnes et par représenter

entre 5 et 10 % du PIB des pays où elle s'était fixée, seuls quelques-uns étaient en situation d'être maîtres de leur destin et de celui des établissements qu'ils dirigeaient. En un mot le procès, si procès il y a, ne peut être tenu qu'à quelques centaines de patrons d'institutions financières. Or, force est de constater que certains, et non des moindres comme Warren Buffett, se sont tenus soigneusement à l'écart des marchés et des produits brûlants de la fièvre spéculative ; et que d'autres, comme certains gérants de *hedge funds*, anticipant l'explosion de la bulle, l'ont « joué à la baisse » et ont gagné des fortunes. Ce qui veut dire que l'information était disponible, et que les banquiers et les financiers qui voulaient voir, pouvaient voir.

Si ce n'était que cela, le procès devrait se limiter à celui d'aveuglement, pour ceux qui furent à la fois auteurs et victimes de la crise, puisqu'ils y perdirent pour la plupart leur fortune si vite acquise. Cependant, pour certains d'entre eux, le procès doit être poursuivi non pas d'un point de vue pénal, puisqu'ils n'ont pas outrepassé la loi, mais d'un point de vue éthique, tant l'aveuglement quelquefois confine à la faute, eu égard aux fonctions que l'on occupe et aux rémunérations que l'on touche et que l'on affirme justifiées par une clairvoyance exceptionnelle.

Les reproches que l'on peut faire à ceux-là sont de deux ordres. Tout d'abord, on peut leur reprocher d'avoir promu et laissé s'instaurer, en en étant les premiers bénéficiaires, des rémunérations exorbitantes de tout sens commun. Ils n'ont pas réalisé que, parce qu'acquises sans risques, « pile je gagne, face tu perds », elles génèrent un effet pervers les poussant, et poussant leurs employés qui en bénéficiaient, à accroître sans cesse leurs risques et à s'aveugler eux-mêmes sur leurs performances : ils savaient mieux que les autres, puisqu'ils étaient payés si cher. C'est ici que les rémunérations des banquiers et des financiers ont fait porter un risque systémique à l'économie tout entière.

C'est au nom de cette raison que ces rémunérations devront être mieux régulées et mieux encadrées.

Le second reproche est un reproche de prétention : à se considérer plus forts que les autres, certains dirigeants américains de la finance se sont pris pour des économistes, dont ils ont oublié au passage la modestie d'universitaires, alors que comme tous les praticiens d'une matière, ils n'étaient que des idéologues de la liberté des marchés. Ils ont donc acquiescé et poussé au démantèlement de règles prudentielles, dont les organes de régulation étaient garants, cautionnés par un gouvernement, celui de Bush, qui, lui aussi, était engagé idéologiquement dans la promotion d'un intégrisme du marché. De même sont-ils intervenus avec succès auprès de Washington, pour que toutes les opérations qu'ils menaient hors-marché, et hors-bilan, c'est-à-dire exemptées de l'obligation de respecter des ratios de solvabilité, le demeurent. C'est en cela que certains banquiers sont plus coupables que d'autres : coupables de morgue et d'une prétention qui ont conduit leurs clients et leurs actionnaires à la ruine, et des millions de personnes dans le monde au chômage. Ce n'étaient pas des voleurs au sens pénal du terme, simplement des cyniques et des fats.

# Est-ce la faute des régulateurs ?

Clairement, oui. Cette crise marque bien la faillite des régulateurs. Mais pas de tous, et pas n'importe lesquels : de ceux en charge de la régulation des marchés aux États-Unis, les successifs secrétaires au Trésor, qu'ils soient de Clinton ou de Bush, et les dirigeants de la FED (Banque centrale et tutelle des banques), de la SEC (tutelle des marchés boursiers) et de la CFTC (tutelle des marchés des matières premières de Chicago). Ce sont eux, et eux seuls, qui auraient eu le pouvoir de réguler les produits dérivés, ces vecteurs de la crise que l'industrie financière américaine a disséminés dans le monde entier.

Pour prendre la mesure de l'enjeu que représentait la régulation de ces produits dérivés, il faut se souvenir qu'au 30 juin 2008, ils constituaient un en-cours de 530 000 milliards de dollars, dont 55 000 milliards pour les seuls CDS. Ces chiffres sont à rapprocher du total de la capitalisation boursière des États-Unis quand elle était à son sommet fin 2007, avant le début de la crise : 30 000 milliards, et du PIB de la France qui est de 2 000 milliards d'euros ! (Il faut cependant relativiser ces chiffres dans la mesure où, au final, seuls 2,7 mille de milliards de dollars se trouvaient réellement en risque.) Ceci étant dit, il faut rappeler que les régulateurs exercent une double responsabilité. Celle de faire observer les règles dont ils sont cautions, et celle, peut-être la plus importante, d'éclairer les responsables politiques sur les mesures à prendre et les lois à adopter pour qu'ils puissent exercer leur mission : veiller à la transparence et à la stabilité des marchés dont ils sont responsables, par le contrôle des acteurs et des pratiques. Ils sont seuls en mesure de le faire, puisque les responsables politiques, par définition, n'ont que peu ou pas du tout d'expertise sur ces dossiers très techniques. C'est dans l'exercice de cette responsabilité qu'ils ont failli.

Ainsi, par exemple, dès avril 1998, la responsable de la CFTC, Brooksley E. Brook, lors d'une réunion organisée exprès sur ce sujet au département du Trésor à Washington, avait enjoint en vain le secrétaire au Trésor de Bill Clinton, Robert E. Rubin, et les présidents de la FED, Alan Greenspan, et de la SEC, Arthur Levitt Jr., de prendre des mesures pour réguler le marché des dérivés qui était en train de s'envoler sans aucun contrôle, puisqu'il s'agissait formellement de contrats « privés ». Elle demandait en particulier la mise en place d'une chambre de compensation (*clearing*) pour ces produits. Les raisons pour lesquelles ces responsables n'ont pas suivi les recommandations de Brook tiennent à la peur qu'ils avaient de déstabiliser ces marchés qui traitaient déjà des milliards de dollars, dont ils pensaient qu'ils auraient pu s'effondrer si de nouvelles règles venaient les contraindre. Après s'être battue courageusement tout au long des années 1998 et 1999, toujours en vain, pour que des mesures soient prises, et s'être fait officiellement « taper sur les doigts » sous les applaudissements de Wall Street, notamment par Lawrence Summers alors sous-secrétaire au Trésor, Brook, dégoûtée, fut poussée à la démission.

Profitant de son départ, les lobbyistes de Wall Street obtinrent que fut passé quelques semaines avant la prise de fonctions de Bush, le Gramm-Leach-Bliley Act qui démantelait le « mur » qui avait été élevé à la suite de la grande dépression de 1929, entre les banques commerciales, les banques d'investissement et les compagnies d'assurances. L'époque, avec l'arrivée de Bush, était à la dérégulation, et les successifs responsables de la SEC, dont le dernier Christopher Cox, eurent pour ligne politique de laisser faire au maximum les marchés.

Seul bémol, en 2005, cinq ans après le Gramm-Leach-Bliley Act, sous la pression des banques centrales européennes, très inquiètes de la situation, les régulateurs américains acceptèrent que soit mis en place un système d'autorégulation des dérivés,

la SEC se contentant de vérifier que les banques impliquées dans ces marchés aient installé des systèmes informatiques de *risk management*. Ils acceptèrent aussi, mollement, que fût poursuivie une discussion visant à instaurer une chambre de compensation pour les dérivés, discussion qui durait encore au moment où la crise éclata... La morale de cette histoire ? C'est que Cassandre, depuis la nuit des temps, a toujours tort, tant l'opinion dominante ne voit que l'euphorie du moment !

# Est-ce la faute des politiques ?

Oui, une fois. Deux fois, peut-être... mais pas trois fois ! Pas trois fois, car on ne peut les rendre responsables de la non-régulation du marché des dérivés. Le sujet était bien trop technique pour qu'ils puissent s'en saisir, à partir du moment où les principaux régulateurs, FED et SEC, étaient hostiles à ce que ces marchés soient réglementés et que soient exigés des ratios de solvabilité de ces acteurs. Deux fois, peut-être, car, pour des raisons idéologiques tenant aux vertus supposées de la dérégulation quels que soient les secteurs, ils ont cédé à la pression de Wall Street qui demandait l'abolition des règles qui interdisaient aux banques de dépôt d'exercer le métier de banque d'investissement, ce qui a conduit au Gramm-Leach-Bliley Act. La responsabilité est ici partagée, tant le lobbying de Wall Street était intense, et tant l'opinion dominante, y compris dans le grand public, était, preuve à l'appui de la prospérité retrouvée à partir de l'ère Reagan, que moins une société est régulée, plus la croissance est forte. La leçon apprise dans la douleur lors de la crise de 1929, que la finance n'est pas une activité comme les autres, a été oubliée avec la disparition sans heurt, ou l'éclipse, des règles et institutions issues des accords de Bretton Woods après la guerre : de l'étalon or au FMI, dont l'action, par son dogmatisme, a fini de le disqualifier.

Cette suppression des barrières entre banques d'investissement et banques commerciales, si elle n'est pas directement à l'origine de la crise, a eu pourtant un double effet nocif et accélérateur. Elle a permis d'irriguer le marché des dérivés avec les liquidités des banques commerciales et des sociétés d'assurances, lui donnant un volume et une ampleur qu'il n'aurait probablement pas pris autrement. Elle a détourné les banques commerciales de l'exercice

de leur métier d'origine, qui était de collecter des dépôts pour prêter aux entreprises et aux consommateurs après une analyse et une évaluation individuelles de leurs dossiers. Au lieu de quoi, les banques commerciales ont industrialisé le processus d'octroi des prêts, en se reposant sur des modèles statistiques pour évaluer leurs risques, et en déléguant à d'autres intermédiaires financiers, comme les fonds LBO, les sociétés de *mortgage* (prêts immobiliers) et les émetteurs de cartes de crédit, le soin de les accorder.

Or, à partir du moment où ces intermédiaires n'étaient plus responsables du risque, leur seule ambition ne pouvait être que de distribuer un maximum de prêts, quelle que soit la solvabilité de l'emprunteur, avec pour résultat de détériorer et de rendre obsolètes les séries statistiques sur lesquelles se fondaient les modèles d'analyse de risque des structureurs de produits dérivés. Au fond, le résultat ne s'est pas fait attendre : c'est à partir de 2004 que ces sociétés de commercialisation de crédits ont épuisé le stock des emprunteurs solvables pour se tourner vers ceux qui l'étaient moins ou pas du tout. Et le tout a explosé quatre ans après, en 2007, quand les taux de défaut ont dépassé ceux qui étaient prévus... Dernier effet pervers de cette suppression du mur qui séparait ces deux professions de banques de dépôt et de banques d'investissement, certaines banques de dépôt, bien que culturellement peu préparées à l'exercice de banquier d'investissement, entreprirent de l'exercer pour leur compte propre. Au moment où la crise est intervenue, il est apparu que leurs filiales avaient mis en risque, sans qu'elles en soient conscientes, leurs maisons mères. C'est, d'une certaine façon, par exemple, l'histoire de Natixis...

Enfin, oui, les politiques sont absolument responsables de l'épisode des *subprimes*. À la fin des années 1980, des travaux universitaires ont fait apparaître que les crédits pour acquérir un

logement étaient attribués de façon discriminatoire aux dépen des minorités et des couches sociales défavorisées. Au début des années 1990, sous le gouvernement Clinton, le ministère du Logement a engagé une politique pour que tout le monde, sans discrimination, puisse accéder à l'acquisition d'un logement. En 1995, la garantie du Trésor a été accordée aux deux institutions de statut hybride et quasi publiques Freddie Mac et Fannie Mae, qui garantissaient elles-mêmes les prêts accordés aux accédants à la propriété.

Pendant ce temps, les associations étaient de plus en plus virulentes auprès des membres du Congrès pour que les banques accordent plus largement des prêts, principalement *subprime*, aux minorités et à tous ceux qui étaient défavorisés. Les banques se sont d'autant plus facilement laissées faire que, d'une part elles avaient le sentiment que leurs prêts étaient garantis par l'État et, d'autre part, que les techniques de titrisation leur permettaient de mutualiser les risques et de les faire porter par d'autres. Très vite, les sociétés de *mortgage*, dont la plus importante Countrywide Financial, présidée par Angelo R. Mozilo, dont les rémunérations, la couleur des cravates et le bronzage auraient dû inquiéter, se sont mises à distribuer de plus en plus de prêts, sans plus s'interroger sur la solvabilité des souscripteurs, et le système s'est emballé...

Il y a, là aussi, une morale à l'histoire : c'est celle qui veut que partout dans le monde, y compris aux États-Unis, les responsables politiques soient toujours prompts, au nom de bonnes intentions, à dépenser ou à faire dépenser de l'argent avant qu'il ne soit gagné... et c'est chaque fois un désastre !

# Où est l'erreur ?

Comme toujours dans les enchaînements qui ont conduit à une catastrophe, il existe des causes premières et des conséquences. Il est trop tôt pour être certain que l'on a identifié toutes les causes premières. Mais il en existe au moins une qui est éligible à ce triste podium : c'est celle qui remet en question la philosophie même de la gestion du risque développée ces trente dernières années par l'industrie financière, et donc son fonctionnement. Toute l'industrie a émis et acheté des produits dérivés à partir de produits titrisés, CDO, CLO, garantis par des CDS, en se faisant rémunérer à des taux d'intérêt plus ou moins élevés selon les risques pris, taux calculés à partir de modèles mathématiques garantissant que le « jeu en valait la chandelle ». Mais au moment où il est apparu qu'il allait falloir payer les sinistres, on a réalisé qu'il n'y avait plus d'acheteurs, qu'ils valaient donc zéro, et que personne n'avait assez d'argent pour couvrir les pertes.

Comment en est-on arrivé là ? Parce qu'à partir du moment où une multitude de prêts étaient réunis dans une sorte de SICAV commune, on avait appris à calculer, en fonction d'un taux de non-remboursement prévisible et connu, le taux d'intérêt qu'il fallait réclamer pour qu'au final le prêteur n'ait pas perdu d'argent. La conséquence s'est révélée être doublement « explosive ». Le risque était en apparence éliminé. Il n'y avait donc plus de limites au nombre de risques que le prêteur pouvait prendre. D'où la tentation, à laquelle l'industrie financière a cédé, d'accroître sans limites son exposition, ses prêts, grâce à l'utilisation des leviers les plus élevés possible, et des instruments financiers permettant d'échapper à tous les ratios de solvabilité. C'est cette disparition de l'aléa moral au niveau de toute une industrie qui explique sa croissance exponentielle lors de cette dernière décennie. Quand

les sinistres sont intervenus et que les taux de défaut ont dépassé, même légèrement, ce qui avait été calculé, les banques se sont révélées incapables de couvrir leurs pertes.

Ensuite, et en conséquence, la brusque prise de conscience de la monstruosité de la taille des montants en jeu, notamment dans les CDS, hors de portée de couverture par l'industrie tout entière, a eu pour effet immédiat de geler les financements inter-bancaires, plus une seule de ces institutions ne pouvant être réputée à l'abri d'une défaillance. Le risque, qui avait été éliminé au niveau des prêts consentis grâce au *risk management*, a resurgi à l'« étage au-dessus », c'est-à-dire au niveau des institutions bancaires.

Un des défis majeurs auquel il va donc falloir répondre quand la crise sera passée, pour que les marchés reprennent dans la confiance, est donc celle-ci : à supposer que les modèles d'analyse de risques modernisés tiennent mieux compte des risques des emprunteurs, comment va-t-on contraindre le risque pris par l'industrie financière, prise comme un tout ? La réponse peut paraître évidente, et elle connaît d'ailleurs un commencement d'exécution avec le placement des grandes banques d'investissement américaines sous la tutelle de la FED (donc avec obligation de respecter les ratios de solvabilité des banques « normales »), et non plus de la SEC. Pour le reste, il va s'agir de la mise en place d'une meilleure régulation qui, en résumé, interdira ou contraindra fortement les engagements hors-bilan des banques en réintégrant notamment par la création de chambres de compensation, les produits dérivés dans le cadre de marchés réglementés. L'effet recherché sera de maintenir un ratio de solvabilité, un taux de couverture des engagements des banques par leurs fonds propres, qui assurera leur solvabilité, même en cas de crise.

IV.

**L'État est-il de retour ?**



# Pourquoi devrait-on payer pour les erreurs des banquiers ?

Telle était l'opinion d'Herbert C. Hoover, président des États-Unis lors de la crise de 1929. Il laissa les banques faire faillite... et toute l'économie s'écroula. La leçon a été retenue par les économistes, mais les politiques ne s'en sont souvenus qu'avec la faillite de Lehman Brothers : la banque n'est pas une activité comme les autres. Elle irrigue toute l'économie « réelle ». En cela, les banquiers ont une responsabilité particulière, ce qui justifie qu'ils soient soumis à une régulation contraignante, et que personne ne puisse se décréter banquier sans avoir reçu l'aval des autorités de son pays, et, en France, du CECEI, qui dépend de la Banque de France. Autrement dit, les banques, en France et partout ailleurs, sont des institutions aussi indispensables et constitutives d'une société organisée que ses organes de pouvoir politiques ou judiciaires. Quand ils sont menacés, il n'est pas d'autre choix que de les défendre, car c'est se protéger soi-même.

Quant aux erreurs des banquiers... Le métier de banquier s'exerce dans un cadre, la régulation, définie par des autorités publiques. Dans un sinistre de cette ampleur, où c'est tout un système qui est remis en cause dans sa façon d'apprécier les risques et de distribuer du crédit, l'erreur ne peut être attribuée à une profession qui exerce son activité dans un cadre donné et qui n'a que peu à en juger, mais à son organisation. Ce qui engage des responsabilités multiples, certes celle des banquiers, mais surtout celle des régulateurs et des législateurs. On ne doit donc pas payer pour des erreurs, qu'elles soient commises par des banquiers ou d'autres, mais pour une organisation collective défailante, constitutive de l'économie de marché à laquelle nous participons tous.

Nous devons payer parce que l'économie de marché, dans son développement, dans son « exubérance » d'aujourd'hui, a posé de nouveaux défis auxquels le cadre réglementaire que nous lui avons donné ne répondait pas.

Ce qui spécifie l'économie de marché, c'est son extraordinaire créativité, sa capacité à créer des richesses toujours nouvelles et inattendues. Mais c'est au prix d'un débordement régulier des règles dans lesquelles nous essayons de la canaliser. Sont donc inhérents à l'économie de marché, comme composantes structurales, le fait qu'elle « déborde » par des bulles et des crises, et le fait qu'à chacune de ces bulles et crises, on répare, on améliore la régulation, à partir des enseignements que l'on en a tirés. En cela, s'il fallait désigner un vrai « coupable » à cette crise, ce serait simplement la vie, et son cours. Ce qui veut dire que, même si l'on va en tirer les leçons pour qu'elle ne se reproduise pas, ce n'est pas pour autant qu'il n'y en aura jamais plus d'autres...

# **Pourquoi, si la santé de l'économie dépend de celle des banques, ne leur a-t-on pas interdit de prêter plus d'argent qu'elles n'en avaient elles-mêmes ?**

L'idée qui consisterait à penser que la crise aurait été évitée si l'on avait décrété qu'une banque ne doit pas prêter plus d'argent qu'elle n'en a elle-même, sans puiser dans les dépôts de ses clients, qui ne lui appartiennent pas, reviendrait à confondre son rôle avec celui d'une tirelire... et conduirait directement à un effondrement de toutes les économies du monde ! Le rôle d'une banque est, certes, de collecter des dépôts auprès de ses clients, individus ou entreprises, et de placer prudemment l'épargne qu'ils souhaitent garder, en leur laissant à disposition celle qu'ils souhaitent dépenser. Mais, avant tout, son rôle économique est de fournir de l'argent à des clients qui en ont besoin pour investir, développer leurs entreprises, ou pour les individus, acheter une maison ou consommer. D'un côté, elle reçoit donc de l'argent que ses déposants lui confient à très court terme (ils veulent pouvoir le récupérer à tout moment, sans préavis) et, de l'autre, elle prête à ceux qui en ont besoin à moyen ou long terme. Ce sont ces prêts qui irriguent l'économie et génèrent de la croissance. Ce sont eux qui feront les dépôts de demain.

Ces montants, qu'elle distribue par le biais des crédits qu'elle accorde, dépassent l'argent dont elle dispose en propre, c'est-à-

dire celui qu'elle a gagné en facturant ses services, ou en touchant des commissions. Elle doit donc trouver ailleurs l'argent qui lui est nécessaire pour prêter, majoritairement en mobilisant l'argent de ses clients, et en partie en en cherchant sur le marché, auprès d'autres banques, et auprès de la Banque centrale, en France la Banque de France. Pour le reste, elle en cherchera auprès d'investisseurs, de caisses de retraite, de fonds de pension, d'assureurs, d'épargnants individuels, qui sont prêts à lui en fournir contre rémunération à travers, par exemple, des certificats de dépôt.

C'est là, dans cette transformation des dépôts à court terme, en prêts à moyen et long termes, que son métier devient tout à fait particulier, et que ce métier justifie une régulation serrée car il est porteur d'un risque pour l'économie entière. D'abord, parce que la banque va transformer des dépôts à très court terme en prêts à long terme, en postulant que seule une infime fraction des déposants retirera chaque jour un peu d'argent. Ce mécanisme ne marche que si tous les déposants ne réclament pas à la banque la restitution de leurs dépôts au même moment. L'expérience prouve que c'est heureusement le cas... sauf quand il y a panique et que les déposants perdent confiance : alors la banque fait banqueroute. Il faut donc vérifier en permanence, en surveillant ses flux et en lui fixant un ratio de solvabilité, que la banque pourra à tout moment faire face à ses engagements. Ensuite, parce que les demandes de prêts sont sans limites eu égard aux fonds déposés dans les banques, elles vont devoir se tourner d'abord vers leurs consœurs pour emprunter elles-mêmes l'argent dont elles ont besoin pour prêter à leur tour : toutes les banques n'ont pas besoin d'argent au même moment, et le marché interbancaire permet d'équilibrer ces besoins. Mais, au bout du compte, elles finiront par se tourner vers leur Banque centrale, la Banque de France chez nous, à qui elles vont apporter des effets très solides

en caution (des créances qu'elles détiennent sur des emprunteurs de première catégorie, les moins risqués) en échange de l'argent qu'elles vont lui emprunter pour abonder les emprunts de leurs propres emprunteurs.

Cet argent, que la Banque de France va apporter aux banques, elle va le créer de toutes pièces par un jeu d'écriture en créditant le compte de la banque concernée de la somme correspondant aux effets qui lui sont apportés en caution par la banque emprunteuse. Il y a donc création monétaire, et même si cette création est du pouvoir exclusif de la Banque de France, dans les faits, ce sont les banques qui, en accordant des prêts, exercent ce pouvoir en son nom. Créer de l'argent n'est pas rien ! De tout temps ce fut un pouvoir régalien. Si l'on en crée trop, il apparaît des bulles ou de l'inflation quand s'enclenche une spirale où les salaires tentent en vain de rattraper le prix des choses. Si l'on n'en crée pas assez, l'économie, comme un feu qui manque d'oxygène, s'étouffe, et c'est la récession. Les banques centrales surveillent donc la création monétaire comme le « lait sur le feu » et régulent la création de crédits par le biais des taux qu'elles facturent aux banques qui viennent se refinancer auprès d'elles.

Aujourd'hui, outre les raisons réglementaires (ratios de solvabilité qui représentent un pourcentage de leurs fonds propres au-delà desquels elles ne peuvent prêter plus... or, leurs fonds propres ont baissé avec la crise), il existe d'autres raisons qui vont pousser les banques à moins prêter. En effet, contrairement à ce que l'on croit, une banque prend de gros risques en prêtant de l'argent, et ce pour une raison très simple : quand elle prête 100 euros, elle va gagner en moyenne 2 ou 3 euros par an. Mais si elle n'est pas remboursée, elle va perdre les 100 euros en totalité. Et pour rattraper ces 100 euros, il va falloir qu'elle mobilise tous les revenus qu'elle aura tirés de 5 000 euros d'autres prêts... ou, si l'on veut prendre une image, qu'elle consacre au remboursement de sa

perte, pendant cinquante ans, tous les revenus que lui rapporterait un autre prêt de 100 euros ! Aussi, avant de prêter de l'argent, elle va faire très attention non seulement à la qualité de l'emprunteur, mais en plus à la conjoncture économique qui pourrait mettre ce dernier en difficulté. Quand la conjoncture est mauvaise, ce qui est le cas, elle va être plus réticente à prêter. D'autre part, si la banque ne gagne que 2 à 3 % par an, et non pas les 5 à 8 % d'intérêt qu'elle charge au client, c'est parce qu'elle a emprunté elle-même sur le marché monétaire une partie de l'argent qu'elle reprête, sur laquelle elle doit à son tour payer un intérêt. En ce début d'année 2009, le marché interbancaire est encore grippé, et elle a du mal à « lever », à se faire prêter ces fonds.

Pourtant, il faut qu'elle prête ! Les 2 ou 3 % qu'elle gagne représentent la différence entre le coût de l'argent qu'elle emprunte, pour partie à ses clients en prélevant sur leurs dépôts, pour partie aux autres banques, et le prix qu'elle « revend » cet argent à celui auquel elle a accordé un prêt. C'est avec ces 2 à 3 % qu'elle paye son personnel, ses loyers, son informatique, en bref qu'elle fonctionne. C'est une partie essentielle de son véritable chiffre d'affaires, l'autre étant la somme de tous les petits montants qu'elle retire des services qu'elle facture à ses déposants, à ceux qui ont des comptes, ou qui ouvrent de nouveaux comptes chez elle... et la dernière étant les revenus qu'elle tire en investissant elle-même son argent, ses fonds propres, dans des opérations de marché (*trading*) ou des produits financiers sophistiqués. C'est là que le système a déraillé !

Il faut cependant retenir deux points essentiels : pour gagner de l'argent, il faut qu'une banque continue à prêter et fasse crédit. Si une banque ne prête pas, ce n'est donc pas par mauvaise volonté car il est de son intérêt de prêter. Mais il faut d'abord qu'elle trouve, qu'elle emprunte sur le marché l'argent qu'elle prête. Or, c'est là où se situe la difficulté d'aujourd'hui : d'une part, les

autres banques, et plus généralement les investisseurs, gardent leur argent et le prêtent moins ; et, d'autre part, pour beaucoup, leurs fonds propres ont baissé, ce qui leur donne moins de capacité à emprunter, donc à prêter.

# Pourquoi l'État ne nationalise-t-il pas définitivement les banques ?

Cette interrogation peut en effet paraître évidente : les banquiers ont gagné beaucoup d'argent eux-mêmes en en faisant perdre à tous, et maintenant qu'ils sont au bord du dépôt de bilan, ils font appel à l'État qui est obligé de les secourir, car l'économie ne peut survivre sans les banques. Conclusion : que l'État prenne les commandes à la place des banquiers qui ont démontré leur incompétence, et que les profits, quand ils reviendront, aillent dans les poches de l'État, c'est-à-dire de nous tous...

Mais, comme toujours, il faut se méfier de la simplicité des évidences. Les deux questions que l'on se pose implicitement ici sont : « Serait-il plus juste que l'État soit le propriétaire et le patron des banques ? », et : « Les banques seraient-elles plus performantes dans l'accomplissement de leur mission de financement de l'économie, si l'État en était le propriétaire et le patron ? » Bien que la première question ressorte de la morale, dont on sait qu'elle n'a que peu de chose à voir avec la performance, elle mérite d'être posée. Les actionnaires des banques, les banques et les banquiers eux-mêmes ont gagné beaucoup d'argent ces dernières années, particulièrement aux États-Unis, pour, au final, avoir fait perdre des milliers de milliards de dollars aux économies du monde entier. Il serait injuste qu'ils n'en subissent pas les conséquences.

Or, si l'on veut bien ouvrir les yeux, on se rend compte que les actionnaires des banques et les banques elles-mêmes, du moins celles qui ont « fauté », sont sévèrement punis. Quand le cours de la Bourse d'une banque s'écroule de 90 %, quand le capital d'une banque en difficulté est repris pour quelques euros symboliques

par l'État où se situe son siège social, ou par un concurrent, ce sont tous les actionnaires de cette banque qui voient leur fortune disparaître en fumée. C'est bien ce qui a été le cas, et on peut considérer que la « punition » est bien réelle. Nationaliser les banques pour cette seule raison apparaît donc comme superfétatoire. Reste les banquiers eux-mêmes, les patrons, les *traders*, les gestionnaires de *hedge funds* et autres, qui ont gagné des fortunes en faisant perdre la leur à nous tous. Eux aussi, pour la plupart, sont ruinés.

Quant à la seconde question, celle de savoir si l'État ne serait pas plus performant s'il était propriétaire et dirigeait les banques, elle appelle deux réponses. Une réponse d'expérience d'abord : chaque fois que l'État s'est mêlé de diriger lui-même les banques, l'expérience s'est révélée soit désastreuse (voir l'histoire de la faillite du Crédit Lyonnais), soit sans incidence sur la conduite de la banque, qui a été gérée comme n'importe quelle banque. À ceci près que, dans le second cas, celles qui se trouvaient dans cette situation, se sont retrouvées handicapées par rapport à leurs concurrentes par leur incapacité à lever les fonds nécessaires à leur développement sur le marché. Quand l'État ne peut apporter de nouveaux capitaux au capital des banques, parce qu'il n'en a pas de disponibles pour cet usage, et qu'il veut garder la majorité ou la totalité du capital pour lui, on se trouve dans une impasse ! C'est la raison pour laquelle on a privatisé les banques qui avaient été nationalisées en 1981, et c'est la raison pour laquelle tous les pays dont les États aujourd'hui rentrent au capital de banques en difficulté s'engagent à les privatiser dès que la confiance du marché sera rétablie.

La seconde réponse est celle qui explique la réponse précédente : pourquoi l'État est-il au mieux un « patron » de banques comme les autres, et, au pire, un patron inconséquent et très peu performant ? Pour une raison simple. L'État apporte certes une

garantie, mais quand les choses vont normalement bien, elle est inutile. Reste alors la question de sa gestion au quotidien d'un établissement bancaire. Dans ce cas, de trois choses l'une :

- soit l'État n'intervient pas dans la gestion de la banque, ce qui veut dire que cela ne change rien à la pratique du métier de banquier. Dans ce cas, sa détention du capital de la banque est une immobilisation qui porte bien son nom : de l'argent appartenant à nous tous est immobilisé, alors qu'il pourrait servir à d'autres investissements plus conformes aux missions de l'État ;
- soit l'exécutif n'est pas contrôlé et peut faire ce qu'il veut (c'est ce qui s'est passé dans le cas du Crédit Lyonnais) ;
- soit, enfin, l'État intervient, mais en fonction de ses propres objectifs qui ne sont pas simplement ceux qui consistent à faire du profit. Et l'expérience prouve que les politiques qui sont à la tête de l'État, quelles que soient leurs couleurs politiques, dévoient la mission première d'un établissement bancaire en lui demandant ou en lui imposant des objectifs politiques qui, la plupart du temps, consistent à soutenir des canards boiteux, ou à se lancer dans des politiques d'investissement hasardeuses.

Bref, l'État est un mauvais actionnaire... mais une bonne caution en période de crise de confiance. C'est ce rôle qu'il joue avec sagesse aujourd'hui, en ce que nulle part au monde, il ne prétend vouloir rester au capital des banques qu'il peut être conduit à nationaliser.

# Pourquoi prétendre emprunter, alors que l'État est déjà trop endetté ?

C'est toujours la même histoire : la dette que l'on crée en empruntant est terriblement inquiétante pour les créanciers quand elle vient de l'incapacité de l'emprunteur à ajuster ses dépenses à ses revenus. Il n'y a pas alors de raison que cela s'arrête et un État, comme un particulier, ira, ce faisant, tout droit vers le surendettement et la banqueroute. De ce point de vue, la situation de la France n'est pas bonne. Ainsi, les intérêts que nous payons chaque année au titre du service de la dette représentent un montant supérieur à celui des recettes de l'impôt sur le revenu, et le deuxième poste de dépenses du budget de l'État, juste après l'Éducation nationale. C'est malsain, et dangereux.

En revanche, quand nous empruntons pour investir dans un actif, ici par exemple les banques, il y a en face de cet emprunt un bien dont la valeur est équivalente à cet emprunt. Les investisseurs acceptent dans ce cas un taux d'endettement supérieur de la part de l'emprunteur, puisqu'ils sont à peu près sûrs, au risque près, de recouvrer leur créance. Ajoutons que dans la situation qui nous occupe aujourd'hui, ce raisonnement ne vaut que pour les 21 milliards d'euros (deux fois 10,5 milliards d'euros) qui ont servi à recapitaliser les banques, puisqu'il n'y a pas eu à mobiliser les 320 milliards promis par l'État en garantie. Il ne s'agit donc, au jour d'aujourd'hui, que d'un transfert de risque.

Mais ce qui est intéressant, c'est de réaliser que les investisseurs auprès desquels l'État emprunterait en cas de besoin sont principalement des fonds de pension, des assureurs, des gestionnaires

d'assurances-vie, bref, en grande partie, nous tous. Si l'État français est en effet « pauvre » puisqu'endetté, il faut savoir que les Français, en revanche, sont riches : notre taux d'épargne est de 14 % du PIB, un des plus élevés du monde.

Le cheminement d'un prêt, entre l'emprunteur et le prêteur, passe normalement par une banque (rôle d'intermédiation) qui, *via* les gestionnaires à qui nous avons confié notre épargne (OPCVM, SICAV, mutuelles, sociétés d'assurances, etc.), va mobiliser celle-ci, contre le versement d'un intérêt, pour abonder ce prêt. Dans ce schéma, c'est nous qui portons le risque, ce qui veut dire qu'en cas de défaut de paiement de l'emprunteur, c'est nous, ou les intermédiaires à qui nous avons confié le soin de gérer notre épargne, qui aurons perdu de l'argent. Dans le cas présent, l'État, en se portant garant, accepte d'assumer le risque. Mais si un débiteur mobilise sa caution, l'État sera obligé d'emprunter. Il fera appel au marché, ce qui revient à dire qu'il empruntera auprès de ceux qui gèrent notre épargne... c'est-à-dire aux mêmes ! La différence entre les deux systèmes réside dans le fait que, dans le second cas, c'est l'État qui devient le débiteur. Or, on présume qu'il pourra toujours rembourser.

Mais dans les deux cas, c'est, entre autres, l'argent de notre épargne qui va servir à abonder les prêts. Sauf que dans le second cas, notre prêt est garanti par l'État, en qui nous avons confiance, alors que nous n'avons plus confiance dans les emprunteurs. C'est en cela que cette crise financière peut être qualifiée de crise de confiance. Seule l'intervention de l'État, par la caution qu'il apporte, par son acceptation à porter le risque, pouvait convaincre les investisseurs de retourner sur les marchés et de prêter à nouveau.

Reste le sujet des plans de relance. Celui de la France, de 25 milliards d'euros, une fois déduites les sommes qui ne représentent

que des transferts ou des avances, va impacter directement les dépenses du budget d'environ 15 milliards d'euros. Cette somme, nous ne l'avons pas. Elle va donc devoir être empruntée sur les marchés, augmentant d'autant la dette de la France, et les intérêts de cette dette qui sont payés chaque année par le budget. Cette somme va donc être remboursée par les impôts de tous les Français. Pour autant, la perte de chiffre d'affaires de la maison France, de son PIB donc, et des recettes fiscales qui y sont associées, serait beaucoup plus importante si l'État ne faisait rien et laissait l'économie reprendre par elle-même, en attendant les effets des relances des autres, et en prenant le risque qu'elle s'écroule entre-temps.

Cette dépense, de l'aveu de tous les experts, paraît donc justifiée... mais il faudra rembourser. Or, tant pour le principal que pour les intérêts, la France est « au taquet ». La seule marge de manœuvre dont dispose le pays est celle des gains de productivité que nous pouvons réaliser sur la dépense publique. Faire mieux, avec moins. L'ironie de l'histoire, c'est que cette marge existe parce que nous n'avons pas engagé les réformes que les autres avaient entreprises bien avant nous. À toute chose malheur est bon ! Aussi, les réformes dans lesquelles la France est engagée, « révision des politiques publiques », mais pas seulement, devront être poursuivies et leur rythme accéléré si l'on ne veut pas voir les impôts augmenter, ce qui initierait un nouveau cercle vicieux, en ce que cette augmentation aurait pour effet d'étouffer à son tour l'économie. Bref, les 15,5 milliards d'euros de dette en plus auront pour effet d'accélérer les réformes. C'est grâce à leurs fruits qu'ils seront remboursés.

# Pourquoi a-t-on trouvé de l'argent pour les banques, et pas pour le RSA ?

En fait, on pourrait dire qu'il ne s'agit pas du même argent. C'est un peu comme dans une famille quand on veut obtenir de l'argent pour faire les courses, et quand on veut en emprunter pour acheter sa maison. Dans le second cas, celui qui vous prête de l'argent sait que si vous ne pouvez pas le rembourser, il récupérera la maison, et donc un bien d'une valeur équivalente à son prêt. On dit qu'il y a un actif en face du prêt. On peut considérer qu'il s'agit d'une avance, mais que l'argent n'est pas consommé. Sauf, bien sûr, si la maison qui vous a coûté 100 ne vaut plus que 20 une fois terminée : c'est ce qui s'est passé avec les maisons construites grâce aux prêts *subprime*. Mais, en général, la maison vaut toujours plus cher que la somme que vous avez empruntée, ne serait-ce que parce qu'on ne vous prête jamais 100 % de son prix.

Alors, d'où vient l'argent du RSA ? Dans le premier cas, au contraire, le prêteur, ou plutôt le donateur dans cette situation-là, ne peut récupérer les poireaux et les carottes que vous avez achetés et consommés. L'argent est définitivement dépensé. Il faut donc qu'il y ait absolument un revenu en face de cette dépense pour qu'il vous accorde un « crédit à la consommation » qui porte ici bien son nom. Dans le cas du RSA, d'une façon ou d'une autre, ce revenu sera prélevé sur les impôts que payent tous les contribuables. Comme dans un foyer qui doit se priver de quelque chose pour pouvoir financer une nouvelle dépense, il faut donc trouver ce milliard dont on a besoin en réalisant des économies ailleurs. Sauf à augmenter ces impôts qui, en France, sont déjà trop élevés. Pourquoi ? Parce qu'on a constaté que quand on augmente les

impôts au-delà d'un certain pourcentage de tous les revenus de tous les Français (mais c'est pareil ailleurs), l'activité économique ralentit, et au bout du compte l'État recouvre moins d'impôts. Par exemple, si les Français, grâce à leur travail, produisent 100 et que l'État veut augmenter ses prélèvements de 47 % à 50 %, les Français ne produiront plus que 90. Du coup, les 50 % prélevés représenteront un montant inférieur aux 47 % précédents !

Or, en France, nous sommes dans cette situation, en particulier par rapport à nos partenaires européens et ceux de la zone euro. Nos prélèvements obligatoires représentent au moins 6 ou 7 % de plus que chez eux. C'est la raison pour laquelle il faut continuer à réformer l'État de façon à ce qu'il arrive à fournir les mêmes prestations aux Français, à assurer toutes ses missions de service public en gagnant en productivité. C'est tout l'objet de la « révision générale des politiques publiques » qui a été engagée, et qui doit être poursuivie, d'autant plus qu'il y a la crise, de manière à se redonner des marges de manœuvre, et à pouvoir débloquer les fonds nécessaires aux politiques d'urgence, sans rencontrer les problèmes que l'on a eus à affronter pour financer le RSA.

# D'où viennent les 360 milliards d'euros que l'on a donnés aux banques ?

Imaginez que vous financiez la construction d'une maison, et que les banques n'existent pas et soient remplacées par vos amis (on appelle votre bande : « les banquiers »). Vous vous tournez vers eux pour leur emprunter de l'argent afin de pouvoir continuer à financer vos travaux. Mais, tout à coup, ils n'ont plus confiance dans vos capacités de remboursement car ils vous soupçonnent d'avoir acheté et vendu d'autres maisons en très mauvais état que vous allez devoir rembourser. Ils vous soupçonnent d'autant plus que, eux aussi, ont fait quelques mauvais achats qui ont pour noms *subprimes*, CDO, CDS, etc. Ils vous refusent donc l'argent que vous leur demandez et que vous aviez l'habitude d'obtenir auprès d'eux. Vous risquez d'être obligé d'interrompre vos travaux, et donc de tout perdre.

Heureusement, vous avez des parents (l'État) très fortunés : ils ont des maisons, des bois, des locataires (contribuables) qui payent régulièrement leurs loyers (les impôts) avec lesquels vos parents entretiennent leur patrimoine (dépenses publiques). Mais, bien que très fortunés, ils n'ont pas d'argent liquide ou immédiatement disponible. Ils sont même endettés. Aussi, quand vous vous tournez vers eux pour leur demander l'argent dont vous avez un besoin urgent, ils vont certes accepter de vous dépanner, parce que ce sont vos parents, et que surtout ils savent que la suspicion dont vous faites l'objet de la part de vos amis est très exagérée. Mais ils vont être obligés de se tourner vers vos amis, pour leur emprunter l'argent dont vous avez besoin. Ces derniers se déclarent heureux de le leur prêter, à un tarif très

avantageux, parce qu'ils ont une confiance absolue dans leur capacité de remboursement, vu que leurs locataires (les citoyens) ne partiront jamais et qu'ils paieront toujours le loyer (les impôts) qu'on leur demandera de verser !

Mais si vos parents empruntent pour vous prêter, il est aussi simple qu'ils se contentent de donner leur caution à vos amis et que ceux-ci vous prêtent directement, n'est-ce pas ? Aussi, ils décident seulement de vous demander de payer un intérêt sur l'argent que vous empruntez avec leur caution, ce qui, d'une part représente pour eux un bénéfice, mais surtout, pour vous et vos amis, une incitation très forte à vous entendre à nouveau de façon à ce que vous vous arrangiez pour ne plus les déranger. D'ailleurs, dans ce cas, il est encore plus simple que vos amis vous prêtent comme d'habitude : il suffit qu'ils sachent que si vous ne pouvez pas les rembourser, vous pourrez vous tourner vers vos parents... Au bout du compte, vos parents auront fait une bonne opération : soit ils n'auront rien dépensé, soit peut-être même auront-ils gagné un peu d'argent.

Dans les faits, « en vrai », l'État a créé une société de refinancement capable d'emprunter avec la garantie de l'État 320 milliards d'euros à moyen terme et de les mettre en garantie à la disposition des banques qui en feraient la demande, au cas où elles ne pourraient rembourser un emprunt, en donnant en échange des créances de bonne qualité qu'elles détiendraient. Il a suffi de déclarer que cette opportunité, délibérément coûteuse pour l'emprunteur, existait pour que, petit à petit, les banques se remettent à se prêter entre elles, et que les taux de refinancement interbancaires se mettent à baisser doucement. Dans le cas, cependant, où des banques se trouveraient dans l'obligation de faire appel à cette garantie, l'État toucherait un intérêt dissuasif de 8 % de leur part qui lui permettrait de couvrir les intérêts qu'il paye lui-même (4 %) à ceux auxquels il a emprunté, et de rémunérer en plus son

risque (donc 4 %). Au final, ces 320 milliards d'euros devraient coûter à l'État soit zéro, soit lui permettre de gagner quelque chose... et si tout explosait et que l'on avait vraiment besoin de les mobiliser, 19 % du PIB et une augmentation d'autant de la dette ! En un mot, pour le moment, ces 320 milliards d'euros ne sont pas une dépense... mais un risque. Ce qui n'est pas la même chose...

Par ailleurs, une autre société a été créée par l'État (la SPPE : Société de prise de participation de l'État) dont la vocation est d'apporter des fonds propres aux banques dans la limite de 40 milliards d'euros, en contrepartie de l'engagement de maintenir ou d'augmenter les prêts qu'elles consentent aux particuliers ou aux entreprises. Vingt milliards d'euros, sur cette somme, ont été apportés aux banques sous forme de prêts subordonnés (ce qui permet à l'État de toucher un loyer sur ce montant), plus un milliard pour recapitaliser Dexia. Il s'agit ici d'un placement, sans impact sur le déficit, dont on peut attendre que, là aussi, au final, l'État sorte gagnant.

Comment pourrait-on résumer cette histoire ? En fait, ce n'est pas une histoire d'argent donné ou emprunté, puisque au bout du compte ceux qui se prêtaient de l'argent vont s'en prêter à nouveau. C'est simplement une histoire de transfert de risques, et donc une histoire de confiance. Une histoire très immatérielle, très virtuelle, mais aux conséquences, hélas, bien réelles (la crise économique qui aurait pu être encore plus tragique). L'État, en se déclarant d'abord garant de la solvabilité des banques, puis en le prouvant en s'engageant à emprunter, ou garantir, s'il le fallait, 320 milliards d'euros pour assurer la liquidité des prêts interbancaires, et enfin en confirmant cet engagement en empruntant vraiment un peu plus de 20 milliards d'euros sur 40 milliards d'euros qu'il s'était déclaré prêt à investir, pour consolider les fonds propres des banques, n'a eu en réalité d'autre but que de restaurer la confiance entre les banques. Une véritable histoire de poker

menteur, qui aurait pu se terminer très mal, en strip-poker pour la totalité des joueurs ! Ainsi, ce qui a été mobilisé n'est pas une supposée plus grande sagesse de l'État, mais, plus trivialement, la confiance que l'on pouvait avoir en ses capacités de payer. Il ne s'agissait pas pour cela de « sortir » de l'argent, mais de prouver que l'on était prêt à le sortir. Une nuance à 360 milliards d'euros !

# Qui va payer ?

Il y a, en ce début d'année 2009, comme une espèce de révolte de l'opinion à l'idée de « payer pour la finance ». La vérité est plutôt que l'on va payer à cause de la disparition (momentanée) de la finance. C'est sa dislocation et son incapacité à remplir sa fonction, financer l'économie, qui conduisent à la crise économique que nous affrontons. La preuve est douloureusement faite que les banques, et au-delà l'industrie financière, sont indispensables au fonctionnement de l'économie, comme un cœur et un circuit sanguin sont indispensables à la vie. La preuve est aussi faite, à nouveau, que la gestion des circuits qu'emprunte l'argent, de même que la régulation de ses flux, font appel à des mécanismes excessivement fragiles, subtils, compliqués, techniques, que toutes les sociétés, depuis que l'économie existe, ont eu toujours le plus grand mal à stabiliser, d'autant qu'ils concernent un système instable, en déséquilibre structurel. Quand les banquiers centraux définissent leur mission en posant qu'ils sont responsables « des grands équilibres », ces mots, quand tout va bien, paraissent abstraits. Quand le déséquilibre ou le décrochage survient, on comprend vite ce que cela veut dire. Et enfin, la preuve est faite *a contrario* qu'il y a eu des progrès immenses dans la compréhension de ces phénomènes, progrès qui se traduisent jusqu'ici par la gestion maîtrisée de la crise par les autorités.

Reste que la contamination à l'économie réelle ne pouvait être évitée, le temps de purger la bulle qui a éclaté. Moyennant quoi, la crise a un prix qu'il faut déjà payer et qu'il va falloir payer. Ceux qui payent déjà sont, bien entendu, ceux qui ont perdu leur épargne ou les investissements qu'ils avaient effectués dans tous les produits financiers sophistiqués dont la valeur s'est effondrée, ou directement à la Bourse en achetant des actions. Au mieux, ils

ont perdu entre 30 et 50 % de leurs avoirs. Au pire, ils ont tout perdu quand ils avaient, par exemple, investi dans General Motors... ou Madoff ! Certains d'entre eux se retrouvent même en situation nette négative, avec des dettes gigantesques, le plus souvent auprès des banques, et qu'ils ne peuvent honorer. Ce sont ceux qui avaient acheté des valeurs ou des biens avec du *leverage*, c'est-à-dire en empruntant.

Ceux qui commencent à payer, certes au figuré, mais de façon encore plus cruelle, sont tous ceux qui perdent aujourd'hui leur emploi du fait de la crise. Les professionnels de la finance, bien entendu (on s'attend à ce que près de 1,3 million d'emplois soient perdus, essentiellement à Londres et à New York), mais aussi les professionnels du bâtiment, de la filière automobile, et, petit à petit, tous ceux qui travaillent dans des entreprises fragilisées par la crise.

Enfin, ceux qui vont payer demain, ce sont les contribuables. Les Français vont devoir payer le plan de relance, dont 15,5 milliards d'euros ont été empruntés sur les marchés. Soit une augmentation d'autant de la dette de l'État (pour mémoire, avant la crise, environ 1 000 milliards d'euros). C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les réformes doivent être absolument poursuivies, de façon à pouvoir augmenter la productivité de l'État, et donc espérer pouvoir rembourser ce surcroît de dette sans augmenter les impôts. La consolation vient cependant de ce que, s'il n'y avait pas de plan de relance, il y aurait encore plus de contribuables qui se retrouveraient victimes comme chômeurs...

# Quelle nouvelle régulation va être adoptée ?

Il est trop tôt pour le dire. Mais on connaît les données du problème et l'objectif à atteindre. Ce dernier est simple : il s'agit d'obtenir la plus forte croissance possible en évitant les cahots, c'est-à-dire les bulles spéculatives et les crises. Or, c'est compliqué, comme de remplir à ras bord une coupe de champagne en évitant que la mousse déborde.

Un marché, et celui de la finance en est un, est un système dont la croissance équilibrée dépend de la bonne gestion d'un déséquilibre, qui seul lui permet d'exister. Soulignons ce besoin de déséquilibre : toute vie, toute activité est un déséquilibre dynamique, fruit d'une légère asymétrie dans un système organisé. Les physiciens posent même qu'il n'y aurait rien, ni univers ni matière, si cette légère asymétrie n'existait pas (dixit le prix Nobel de physique de cette année, M. Yoichiro Nambu). Vouloir faire respecter un équilibre parfait est donc, par définition, contradictoire avec un objectif de croissance.

La nouvelle régulation devra ainsi veiller à éviter un double écueil : celui qui consiste à étrangler la distribution de crédits, et donc à freiner la croissance ; et celui qui, au contraire, consiste à trop la desserrer, au risque de créer de l'inflation ou des bulles spéculatives. Cette recherche de symétrie et d'équilibre est d'autant plus difficile à atteindre qu'il existe des interactions non contrôlables entre les différentes zones monétaires. De fait, la politique de taux bas de la FED de ces dernières années a été relayée et largement amplifiée, au point d'échapper à tout contrôle, par l'« exubérance irrationnelle » et non contrôlée des marchés, fruit de l'innovation financière et du sentiment partagé

d'avoir réussi à maîtriser les risques. Le verre de champagne de la croissance a été rempli à ras bord, mais en laissant déborder beaucoup de mousse, en autorisant des valorisations irraisonnées des actifs, en particulier immobiliers, qui a conduit à la crise.

La première tentative des régulateurs serait donc de contraindre cette exubérance, par exemple en imposant la suppression des produits dérivés les plus sophistiqués, réputés faussement créateurs de valeur. Mais ce serait au prix d'une amputation du potentiel de croissance des économies concernées. Aussi, les solutions qui vont être adoptées vont toutes tourner autour d'une triple exigence : réintégrer dans le bilan des banques les produits dérivés ; les traiter à travers une chambre de compensation qui permettra d'évaluer précisément les montants engagés ; et établir un ratio de solvabilité pour ceux qui commercialisent ces produits. C'est cette voie qui va être explorée, car elle permettrait à l'innovation financière de continuer à réussir de couvrir des risques nouveaux, porteurs de croissance, tout en gardant la maîtrise de l'ensemble pour qu'il n'échappe pas à tout contrôle.

# Comment contrôler les banques ?

La nationalisation n'est pas la réponse. Pour autant, il faut que les banques soient mieux régulées ou contrôlées pour que les excès qui ont conduit à la crise ne se reproduisent pas. Les Anglais, culturellement, par exemple par les études que suivent la plupart de leurs dirigeants dans les grands collèges comme Eton, et de par la conception du droit qui est la leur, ont une approche de l'économie qui peut ici nous servir de guide. Pour eux, l'économie, quel que soit le secteur considéré, dans notre cas par exemple la banque et la finance, est un jeu qui se joue en respectant des règles. Celles-ci peuvent être aussi compliquées ou arbitraires que l'on veut, mais elles devront être respectées... en tout cas formellement. C'est dans ce « formellement » qu'ils se distinguent de nous. C'est ce « formellement » qui est le fondement de leur droit, la *common law*, qui les différencie radicalement de notre droit, incarné par le Code civil de Napoléon, mais dont l'inspiration est romaine (droit romain).

Bref, pour les Anglais et tous les Anglo-Saxons, à commencer par les Américains, tout ce qui n'est pas explicitement interdit par la loi ou la règle est permis. Pour eux, une notion comme l'« esprit des lois » ou l'« abus de droit » qu'un tribunal de chez nous peut opposer à un fraudeur, en se référant non pas au texte de la loi, mais à son intention, n'a aucun sens et aucune valeur. Au contraire, ils vont essayer d'exploiter toutes les possibilités que leur offre la loi, tous ses interstices dans lesquels ils peuvent se glisser pour exploiter leur avantage. Et tant pis si celui ou ceux qui ont établi le règlement ou la loi n'ont pas vu la faille. L'Anglais est un joueur sans état d'âme... et très imaginaire.

Autrement dit, dans la mentalité induite par la *common law*, le joueur n'est pas responsable du système. Son unique objectif est

de l'exploiter au mieux. En revanche, s'il triche, s'il transgresse la loi ou le règlement, pas de pitié pour lui ! Il se retrouvera à la case prison. Et les grands patrons américains, aussi riches et puissants soient-ils, se retrouvent vraiment en prison : il y en a une dizaine à l'heure actuelle. La conséquence de cette approche est que, d'une part la loi, le règlement, est un chantier permanent, enrichi à chaque nouveau cas par une nouvelle jurisprudence et que, d'autre part, toute créativité qui exploite les failles de la loi est légitime et récompensée. Dans le cas présent, l'industrie financière, c'est-à-dire les banques et toutes les activités financières, est d'inspiration anglo-saxonne et régie par la *common law*.

L'approche anglo-saxonne consiste donc à poser que la crise a fait apparaître un certain nombre de défaillances de la loi, de la « règle du jeu », et qu'il faut y pallier. Mais cette approche ne met en aucun cas en cause le capitalisme, l'économie de marché, le libéralisme, etc., comme nous le faisons en Europe. Pour eux, refonder le capitalisme est une question qui n'a pas de sens. Les leçons, et les nouvelles régulations qui seront tirées de la crise, vont donc être le résultat de discussions techniques, à la suite des négociations qui ont commencé à New York à la mi-novembre, et qui doivent déboucher sur des recommandations des ministres des Finances du G 20 à la fin mars, et sur une grande conférence internationale, probablement à Londres, entre les chefs d'État à la fin avril.

Cependant, il paraît comme déjà acquis que :

- L'autorégulation du secteur financier, comme principe et comme idéologie, va être abandonnée. Cette crise est en effet due en grande partie, dans le mécanisme à l'œuvre qui a conduit à l'effondrement de la sphère financière, aux spirales haussières, puis ensuite baissières, dans lesquelles des marchés, dont les acteurs prétendaient s'autoréguler, se sont pris au piège eux-mêmes.

- Ce sont les États qui vont redéfinir et garantir ces nouvelles « règles du jeu ». Ils vont, pour cela, mandater les régulateurs, et en ce qui concerne le volet international, des organismes comme le FMI qui verra sa mission redéfinie. Dans la mesure où la finance est mondialisée, la réglementation et son contrôle ne peuvent être que mondialisés. On l'a d'ailleurs vu au mois d'octobre 2008, quand il a fallu définir et mettre en œuvre des plans de sauvetage pour le secteur bancaire. Les tentatives « individuelles », comme celle de l'Allemagne dans un premier temps, ont échoué.
- La mesure la plus importante qui va être négociée est celle qui va conduire peu ou prou à l'exigence de ratios de solvabilité sur les engagements hors-bilan des banques et de tous les acteurs de l'industrie financière. Concrètement, cela veut dire qu'il ne sera plus possible de prétendre porter ou vendre un risque sans être capable, en cas de sinistre, de le financer, du moins en partie. Il y aura un aléa moral pour tous les acteurs de la finance, ce qui est le meilleur moyen de contraindre les risques qu'ils sont prêts à prendre. Tous les instruments financiers « exotiques » vont donc être contrôlés, et il sera beaucoup plus difficile de faire de l'argent uniquement avec de l'argent, donc de spéculer. C'est la fin de la finance « virtuelle ». Tout le reste de la négociation découlera des règles plus ou moins contraignantes qui seront adoptées sur ce sujet.

# Comment mieux contrôler les rémunérations des patrons ?

On devrait rédiger cette question ainsi : « Comment peut-on contrôler les rémunérations des financiers ? » Dans cette crise, ce sont les rémunérations des financiers, que l'espérance de gains gigantesques a conduit à prendre des risques inconsidérés, qui ont posé problème, et non celles des patrons de sociétés industrielles. Les financiers, par le biais de bonus, qu'ils fussent *traders*, courtiers, dirigeants de banques, gestionnaires de *hedge funds* ou de fonds LBO, ont en effet gagné des fortunes : 110 milliards de dollars ces trois dernières années, somme à rapprocher des pertes « directes » occasionnées (1 100 milliards de dollars) et des pertes comptables enregistrées (perte de valeur de la capitalisation boursière), environ 24 000 milliards de dollars à la fin 2008.

Mais pour bien analyser le problème, il faut être exact : une fois les pertes dûment constatées, la capitalisation mondiale se retrouve dans l'état dans lequel elle se trouvait en 2003, après déjà presque dix ans de croissance ininterrompue que l'industrie financière peut légitimement prétendre avoir soutenue. Pendant toute cette période, jusqu'à l'explosion de la bulle spéculative, la rémunération des financiers ne faisait pas scandale. Or, si l'industrie financière a été aussi performante, c'est parce qu'elle a su, durant toute cette période, attirer les éléments de la société les plus éduqués et les plus brillants par des rémunérations mirobolantes.

Ce qui revient à faire une double constatation. Pour qu'il y ait des joueurs, il faut que, de temps en temps, il y ait des gagnants. Les dirigeants du loto connaissent bien cette règle et l'appliquent... Mais la tolérance sociale de rémunérations hors du commun, la

faculté que nous avons à admettre que certains d'entre nous gagnent des fortunes, est fonction de la performance de ceux qui les perçoivent. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles il est extrêmement difficile de définir ce que serait un salaire « juste ». Mais c'est aussi la raison pour laquelle ceux qui perçoivent ces rémunérations hors du commun ne peuvent prétendre s'exempter de leur responsabilité vis-à-vis de l'ensemble du corps social, ne peuvent continuer de soutenir y avoir droit même en cas d'échec, et continuer à « jouer ». Ils sont, qu'ils le veuillent ou non, emblématiques aux yeux de tous les autres, et leur seule légitimité est non seulement celle du succès, mais aussi celle de leur contribution au bien-être de tous. Quand ils faillent, ils doivent partir. Sans un sou. Il existe maintenant un consensus international sur ce sujet qui se traduit un peu partout par l'interdiction des parachutes dorés et par l'obligation de départ des dirigeants.

De plus, il apparaît aussi que même si le système financier a contribué à la possibilité de la croissance mondiale durant ces dix dernières années, en « mettant le monde entier au travail », les financiers eux-mêmes ont capté à leur profit une grande part de la valeur ajoutée produite et distribuée dans les pays industrialisés durant cette période, alors que les rémunérations des salariés moyens n'ont, en revanche, pas évolué. En particulier et par exemple, alors que Wall Street représentait 8 % du PIB américain, elle captait 30 % de la valeur créée... alors que la finance ne crée pas plus de valeur que le pourcentage du PIB qu'elle occupe. En regard, l'augmentation du pouvoir d'achat des salariés américains s'est faite grâce à l'endettement, et non par l'accroissement des revenus. Même s'il existe un facteur explicatif à ce phénomène plus profond que les fortunes distribuées aux financiers – celui, dans un contexte de mondialisation, de l'hypervalorisation de ceux qui participent à l'économie de la connaissance et de la sous-

valorisation des autres salariés –, il n'en demeure pas moins que les professions financières ont grandement contribué à ces déséquilibres. Ceci pour l'éthique et la « justice sociale ».

Mais, en outre, dans le cas présent, il apparaît de façon flagrante que ces rémunérations ont poussé ceux qui les percevaient à prendre des risques inconsidérés, à fermer les yeux sur la catastrophe vers laquelle on se dirigeait, alors même que la plupart d'entre eux en étaient conscients. Le problème ici quitte le terrain de la morale ou de l'éthique, pour celui de l'économie et de l'efficacité du système. On pourrait dire, en détournant le champ d'application de ce concept, que les rémunérations de la finance ont fait peser un risque systémique au système financier, au point d'être en grande partie responsable du sinistre de la crise.

C'est ici que l'exigence de stabilité du système rejoint l'exigence morale, en ce que les deux vont obliger à réguler ou plafonner les rémunérations excessives des financiers. À cette exigence, il existe trois familles de réponses.

Tout d'abord, celle qui consiste à faire confiance aux actionnaires. C'est cette « régulation » qui a été jusqu'ici la norme. En dehors du fait qu'elle ne concerne que les mandataires sociaux ou les principaux dirigeants, et non les autres employés, par exemple les *traders*, il existe souvent un conflit d'intérêt entre ceux qui fixent les rémunérations et ceux qui en bénéficient. Tous font, de fait, partie du même groupe de dirigeants qui se partagent les sièges des conseils d'administration des grands groupes, particulièrement dans les banques. C'est un peu « je te tiens, tu me tiens par la barbichette ». En revanche, elle est le plus souvent efficace dans le cas de sociétés dont le capital est contrôlé par un actionnaire unique et familial.

Plus généralement, les tenants de cette régulation exclusive par les organes de gouvernance de l'entreprise font valoir que cette

dernière appartient exclusivement à ses actionnaires, et que la propriété privée est protégée par la constitution. Même si l'on peut concevoir de faire appel aux deux autres familles de réponses, il y a peu de chances que cette approche soit totalement remise en cause, en particulier dans les pays anglo-saxons qui y sont très attachés. Ce qui veut dire que si les Européens revenaient dessus, et que cette règle ne changeait pas ailleurs, la conséquence serait, entre autres, de déclencher des délocalisations de sièges sociaux, aux dépens de ceux qui l'auraient abolie.

Ensuite, celle qui consiste à fixer les rémunérations par la loi. À partir du moment où l'on considère que les grosses rémunérations ont un impact à la fois sur le lien social et sur la sécurité de fonctionnement du système financier, d'aucuns font valoir que les autorités publiques sont fondées à fixer directement ces rémunérations par la loi. Cette voie apparaît vite sans issue. Elle est non seulement porteuse d'effets pervers considérables, de distorsion de concurrence, mais, en plus, à moins d'une impossible harmonisation internationale, elle s'apparentera toujours à une course-poursuite derrière des pratiques incontrôlables pour la contourner. On ne retient pas de l'eau qui coule avec ses doigts.

En revanche, la voie qui consiste à imposer un cadre réglementaire à l'ensemble des rémunérations non salariales, résultant de commissions (bonus, primes, etc.) est celle qui va probablement être approfondie. Ainsi, quelques dispositions techniques qui suscitent un consensus international sont déjà en voie d'adoption : interdiction des parachutes dorés et plafonnement des rémunérations des dirigeants quand ils font appel à de l'argent public pour recapitaliser ou financer leurs établissements.

Mais il semble que les réflexions principales vont, au moins pour la finance, ici aussi, porter sur l'aléa moral. À l'heure actuelle, ceux qui bénéficient de bonus, de stock-options ou autres commissions distribuées par les établissements financiers ne peuvent que

gagner. Ils sont donc incités à prendre des risques sans limites, sans se sentir concernés par la pérennité du système dont ils bénéficient, faisant ainsi peser le risque systémique que la crise a sanctionné. En conséquence, les règles qui vont être recherchées sont celles qui auront pour effet de faire porter à ceux qui bénéficient de ces avantages une part de risque, à due proportion de celui qu'ils font prendre aux autres. Concrètement, cela peut s'appliquer par l'obligation, pour les bénéficiaires de « sursalaires », sous forme de stock-options ou de bonus, d'en conserver la majorité pendant toute la durée de leur présence dans la société, ou pour une durée fixe de, par exemple, cinq ans. De même l'obligation pour les dirigeants, tant qu'ils sont en exercice, d'avoir un pourcentage significatif de leur patrimoine investi en actions de leur société ; de même que pour les bonus des *traders*, assortis des mêmes obligations, etc.

Toutes ces pistes sont, à l'heure actuelle, largement débattues. Mais elles partagent toutes comme dénominateur commun le principe selon lequel quiconque ayant pour responsabilité de faire prendre un risque à la société qui l'emploie, et à la société entière, doit partager ce risque. Ce n'est donc pas l'objectif de limitation des rémunérations qui est poursuivi. Il sera probablement une conséquence des mesures qui seront adoptées. Mais pas obligatoirement. Ainsi, par exemple, ces règles sont déjà celles qui sont pratiquées par la profession des *hedge funds*, puisque leurs gérants sont dans l'obligation de mettre l'essentiel de leur fortune à risque dans les fonds qu'ils gèrent. Pour autant, ce sont, parmi les financiers, ceux qui ont gagné le plus d'argent...

On peut cependant postuler que les rémunérations, même importantes, tirées d'une activité où le risque est partagé et où la corrélation aux performances réalisées est garantie, seront socialement plus acceptables et tolérées. Pouvoir gagner de l'argent représentative en effet un espoir pour toutes les sociétés, pour tous les

corps sociaux. L'injustice qui est dénoncée par les opinions publiques n'est pas que certains puissent en gagner beaucoup, mais celle des conditions dans lesquelles certains en gagnent. Pour qu'il y ait des joueurs, il faut qu'il y ait des gagnants... mais pas de tricheurs !

# Pourquoi a-t-on toléré jusqu'ici les paradis fiscaux ? Va-t-on enfin les interdire ?

Le problème posé aux paradis fiscaux (voir définition...) est double. D'une part, il leur faut distinguer l'argent qui vient se domicilier chez eux, en transit, comme dans un port franc. C'est le cas, par exemple, des grandes entreprises ou des banques qui consolident dans les paradis fiscaux des sommes qui viennent de régions différentes, et qui les reventilent ensuite entre ces mêmes régions ou d'autres, où elles subiront la fiscalité locale. Et, d'autre part, il leur faut identifier les sommes dont l'origine est le fruit d'activités illicites, qui viennent se « poser » dans leurs banques, pour repartir ensuite s'investir tout à fait légalement dans d'autres pays. Il s'agit là de blanchiment. Cette distinction ne peut être le fait que d'organes de surveillance et de régulation locaux, qui disposent de moyens pour assumer cette mission. Or, c'est là que le bât blesse : entre les États qui prétendent opérer cette surveillance, mais ne s'en donnent pas les moyens, et ceux qui ne souhaitent pas y soumettre leurs « clients », il y a un espace dans lequel se sont engouffrés tout le financement de la grande criminalité et le blanchiment de ses fonds.

La situation se clarifie peu à peu : le GAFI (Groupe d'action financière), organisation intergouvernementale de lutte contre le blanchiment, resserre petit à petit son étau. De même, les dispositions prises par les différents États ont pour effet de rendre l'évasion fiscale plus difficile. De plus en plus, si l'on veut échapper au fisc de son pays, il faut s'expatrier vraiment, et non pas fictivement. Reste la concurrence fiscale, dont on peut considérer qu'elle est saine, pour autant que les dispositions adoptées

pour attirer des déposants chez soi ne soient pas outrageusement dérogoires aux règles fiscales auxquelles sont soumis les contribuables locaux. Enfin, le fait qu'il existe des places *off-shore* (dont on peut concevoir qu'elles se trouvent *onshore*) qui jouent le rôle de ports francs de la finance peut être, lui aussi, considéré comme bénéfique, dans la mesure où il contribue à faciliter les déplacements et les réallocations d'actifs entre des pays soumis à des régulations différentes.

Dans le cas de la crise actuelle, les « paradis fiscaux » n'ont été concernés que par le biais de cette fonction, et de ce point de vue ils peuvent être considérés comme n'ayant pas eu d'impact ni en tant que cause ni en tant que facteur aggravant. Les paradis fiscaux posent un grave problème au monde en ce qu'ils représentent sa plus grande, sinon son unique lessiveuse d'argent sale. Mais sa résolution n'a rien à voir avec les problèmes posés par la crise.

# L'État est-il vraiment de retour ?

Mais l'État était-il vraiment parti ? ! À 70 000 pages de textes, rien qu'aux États-Unis, pour réguler les activités bancaires et financières, on peut se poser la question. On peut considérer que l'État remplit lors de cette crise une triple fonction de garant, de caution, et de gérant. L'État garant, c'est celui qui promulgue et garantit les lois. Il édicte la « règle du jeu », et veille à son respect. Dans le cas présent, en ce qui concerne la finance, il délègue à des organes de régulation comme le CECEI ou l'AMF en France, la SEC, la FED ou le CFTC aux États-Unis, le soin de veiller au respect des règles qui ont été arrêtées, dont certaines ont fait l'objet de lois qui lui ont été suggérées par ces mêmes organismes. L'État que l'on pourrait qualifier de caution, c'est celui qui, *via* sa Banque centrale, distribue et régule la monnaie, de même que celui qui, *via* l'émission de bons du Trésor, nantit les impôts que vont lui verser les contribuables, en échange de prêts que lui accordent les investisseurs. L'État gérant, c'est celui qui assume la responsabilité opérationnelle d'entreprises publiques, comme la SNCF, ou d'entreprises privées dont il contrôle la majorité du capital. Mais c'est d'abord, dans le cadre des plans de relance, celui qui passe commande, qui est le donneur d'ordre des grands travaux, des investissements directs opérés par les services de l'État, ou par ceux des collectivités locales.

Quand, ces temps-ci, on parle du « retour de l'État », on fait surtout référence à ces deux dernières fonctions, comme si le fait de les avoir exercées de façon déterminée durant la crise exemptait l'État de ses responsabilités quant à ses manquements en tant qu'État garant, pour ne retenir que la faillite du privé dans l'industrie financière. Autrement dit, le présupposé de l'idée du retour de l'État, à travers des interventions directes, ou *via* la maîtrise du

capital des principales industries, à commencer par celle de la finance, est qu'il devrait être à même d'avoir une conduite de l'économie plus stable et plus responsable.

Cette intuition, on peut parler d'envie pour certains, se heurte à la réalité des faits : c'est l'État qui a failli dans l'exercice de sa fonction de garant, et c'est la raison pour laquelle il s'est retrouvé dans l'obligation d'assumer ses fonctions de caution et de gérant, alors que l'expérience prouve qu'il n'est pas au mieux dans ce dernier rôle.

La finance a besoin de règles pour fonctionner harmonieusement, et, comme toute société humaine, elle a besoin de lois qu'une police fasse respecter. Or, c'est cette police, nommément la SEC, qui n'a pas fait son travail, et qui a permis à la bulle spéculative de se former... et d'éclater.

v.

**Comment ça marche ?**



## Qu'est-ce qu'un CDS ?

Les CDS sont des contrats financiers bilatéraux, de protection, entre acheteurs et vendeurs. L'acheteur de protection verse une prime annuelle, exprimée en points de base (un centième d'un point de pourcentage), en fonction du montant de l'actif garanti, au vendeur de protection (une sorte d'assureur, comme Lehman Brothers ou un véritable assureur comme l'était AIG) qui promet de compenser (de rembourser) les pertes de l'actif de référence en cas d'événement de crédit (non-remboursement de l'emprunteur). Il s'agit, en quelque sorte, d'un contrat d'assurances. Il se différencie cependant d'une assurance en ce qu'il s'agit d'une transaction où le vendeur de protection n'a pas pour obligation de mettre de côté des fonds pour garantir la transaction. Il perçoit des primes périodiques et augmente ses avoirs sans nul investissement en capital, si aucun événement de crédit, c'est-à-dire sinistre, n'a lieu jusqu'à maturité du contrat. Dans le cas contraire, qui peut lui coûter très cher, il est contraint de faire un remboursement, donc de fournir des fonds ex post. Il s'agit donc d'une exposition hors-bilan. Tant que tout va bien... tout va bien !

Les CDS sont une des causes de la chute, le 15 septembre 2008, d'AIG, la plus importante société d'assurances américaine, de même que de la diffusion de la crise à l'ensemble de l'industrie financière. Le marché des CDS est passé de 6 396 milliards de dollars fin 2004 à 57 894 milliards fin 2007. Proliférant sans contrôle, il avait pris la dimension d'une bulle financière. La banque Lehman Brothers était le premier acteur sur ce marché jusqu'à sa faillite. C'est la raison pour laquelle sa chute fut si catastrophique pour tous les autres établissements financiers, en ce qu'elle était la contrepartie (l'assureur) de la plupart d'entre eux qui lui avaient acheté des produits.

Les CDS vont probablement faire l'objet d'une double modification de leur réglementation : d'une part, leurs émetteurs vont être soumis à des obligations de ratios de solvabilité, comme tous les assureurs ; et, d'autre part, va être mise en place une ou des chambres de compensation pour pouvoir notamment surveiller le montant des en-cours, et celui de la véritable exposition au risque de ceux qui en ont émis et achetés. Ce dernier point est important : sur la somme des en-cours de 57 894 milliards, d'avant la crise, on estime en effet que l'exposition au risque n'était « que » de moins de trois milliards. Pourquoi ? Parce qu'un vendeur de CDS se couvrait lui-même par un autre CDS, et ainsi de suite... Bref, le même risque était couvert, vendu et acheté plusieurs fois, un CDS, de fait, en annulant un autre...

# Qu'est-ce que la titrisation ?

La titrisation est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. En d'autres termes, il permet à une société de toucher immédiatement du cash en contrepartie d'actifs (des créances qu'elle détient, par exemple) qui lui sont payés par mensualités ou annualités. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société *ad hoc* qui en fait l'acquisition auprès de la société qui les détient, en se finançant par l'émission de titres (des parts de la société *ad hoc* ou des obligations) souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêt et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs *via* le paiement d'intérêts ou le remboursement de leurs titres.

Initialement, cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs en-cours, c'est-à-dire de transformer en titres négociables des prêts à la clientèle. Depuis, les opérateurs spécialisés, la plupart du temps des banques d'investissement, ont permis à certains grands groupes industriels de titriser des créances commerciales de façon récurrente, de titriser des immeubles d'exploitation, des stocks... en bref, de rendre liquide presque tout le bilan.

On regroupe sous ce terme de « titrisation » tous les produits plus sophistiqués, comme les CDO et les CLO, qui permettent, d'une part de minimiser le risque des investisseurs qui achètent des produits titrisés, et donc, d'autre part, de les rendre plus attractifs.

# Qu'est-ce qu'un CDO ou un CLO ?

Un CDO (*collateralised debt obligation*) est une famille de titres de dettes émis par une structure *ad hoc*, souvent véhicule de titrisation, qui achète et détient des obligations émises par des entreprises ou des banques (CBO) ou des prêts bancaires (CLO). Les CDO permettent de rendre liquides des titres qui ne le sont pas spontanément, et aux banques de se refinancer auprès d'investisseurs qui souhaitent prendre un risque sur un portefeuille de dettes. Ce risque peut être plus ou moins élevé selon la nature des dettes détenues par le véhicule et le rang de priorité plus ou moins élevé des dettes émises par le véhicule.

Plus simplement, vous savez que le taux de défaut des créances *subprime* que vous détenez, parce qu'elles correspondent à des prêts qui ont été accordés à des personnes peu solvables, pourrait tourner autour de 10 ou 15 %. À l'inverse, vous pouvez dire que 85 ou 90 % de ces prêts vont être remboursés. Mais ce que vous ne savez pas, ce sont lesquels. Donc, vous en réunissez, disons mille, dans un panier commun : le CDO. Ce panier, techniquement, est une sorte de société dont vous allez vendre des parts ou qui va émettre des obligations représentant l'intégralité du montant des créances qu'elle détient. Ce « panier » touche, bien entendu, la totalité des intérêts payés par les emprunteurs. Ces parts, ou ces obligations, vous allez les diviser en deux grandes catégories (dans les faits, elles sont plus nombreuses que cela).

La dernière, disons 40 % du total, sera celle sur laquelle impacteront en premier tous les défauts de remboursement. Elle est donc extrêmement risquée, mais tout aussi bien rémunérée : jusqu'à 50 % pour certaines tranches ! Avec quel argent ? Avec celui de la quasi-totalité des intérêts perçus par le CLO. Ces parts *junk*, c'est-

à-dire « pourries », ont souvent été gardées par la banque émettrice, justement parce qu'elles étaient très bien rémunérées et que la banque pouvait se couvrir par un CDS. L'avantage de ces parts résidait en effet dans le fait que les intérêts perçus permettaient de se rembourser très vite, avant que les sinistres ne surviennent. La première, disons 60 % du total, ne portera théoriquement pratiquement aucun risque, puisqu'il faudrait que les défauts des emprunteurs dépassent 40 % pour qu'ils impactent sur elle. En revanche, elle ne rapporte à l'investisseur que quelques *basic points* (centièmes de pourcents). Mais peu importe, car elle est quasiment sans risque, donc notée AAA par les agences de notation. Elle peut ainsi être revendue, et elle l'a été, à des investisseurs extrêmement prudents par obligation comme des caisses de retraite ou des fonds de pension.

Le problème est survenu quand le taux de défaut des emprunteurs a explosé, passant de 10 à 15, et, crise aidant dans certaines régions, à plus de 80 %, voire à 100 % ! On a découvert alors à l'œuvre un phénomène mal étudié en finance comportementale, que l'on pourrait résumer de la façon suivante : les investisseurs sont toujours prêts à se faire rémunérer un risque... qu'ils ne sont au fond pas prêts à prendre ! Autrement dit, dès que les défauts de paiement ont commencé à survenir, ils ont tous cherché à se départir des parts de CLO et CDO qu'ils avaient acquises et, très vite, il n'y eut plus que des vendeurs et plus aucun acheteur, portant la valeur des parts de ces produits à zéro. Conséquence : tous ceux qui étaient suspectés d'être « scotchés » à ces produits qui ne valaient plus rien sont devenus à leur tour suspects, et personne n'a plus voulu leur prêter d'argent. Et c'est ainsi que l'on a débouché sur la crise de confiance entre les banques...

## Qu'est-ce qu'un *hedge fund* ?

Un *hedge fund*, contrairement à ce que l'on croit, n'est pas un fonds spéculatif. C'est d'abord, dans sa traduction littérale, un fonds défensif (*to hedge* signifie « protéger ») qui protège les avoirs qu'il gère. Il utilise pour cela des techniques qui tendent à lisser ses performances, quels que soient les aléas du marché. L'objectif de base d'un *hedge fund* n'est donc pas d'abord de gagner beaucoup d'argent, même si c'est souvent le cas, mais de protéger de baisses trop fortes les fonds qu'il gère. Preuve en est qu'historiquement, quand le marché est très porteur, les performances des *hedge funds* sont plutôt moyennes, mais que quand il baisse, les *hedge funds* baissent moins que lui. L'objectif final des *hedge funds* est donc celui de la « performance absolue » (*absolute return*), c'est-à-dire de la décorrélation par rapport au marché. Ils y réussissent plus ou moins bien...

Ils partagent tous trois points communs :

- Leurs gérants y ont placé l'essentiel de leur fortune. C'est une règle de fait, faute de laquelle les investisseurs refuseraient de venir. Il y a donc un « aléa moral ».
- Les fonds (mais pas les sociétés de gestion qui sont domiciliées principalement à New York et à Londres) sont domiciliés *offshore*, c'est-à-dire aussi bien dans des paradis fiscaux (îles Caïmans...) qu'en Irlande, au Luxembourg, etc. Non pas pour des raisons fiscales, car les plus-values sont taxées par les pays originaires des fonds quand ils y reviennent, mais pour des raisons de régulation : les places *offshore* permettent de drainer des fonds venant d'investisseurs du monde entier soumis à des réglementations différentes, et de les réunir en un seul « véhicule » pour les gérer ensemble.

- Dans la mesure où les *hedge funds* jouent souvent à la marge, et ne font leurs résultats que sur des petits écarts de cours, ils utilisent tous un levier (ils empruntent pour accroître leurs mises) pour amplifier leurs gains.

La technique de base employée par tous les *hedge funds* consiste, chaque fois qu'ils investissent dans une valeur (on dit qu'ils sont « longs »), à se couvrir en vendant une autre valeur, ou le plus souvent un indice, à découvert (on dit qu'ils sont « courts » ou qu'ils « shortent » une valeur). Ils cherchent donc toujours, dès qu'ils investissent, à vendre à découvert au même moment quelque chose – une valeur, un indice, un produit dérivé –, dont l'évolution est étroitement corrélée de façon inversement proportionnelle à ce qu'ils achètent. Pour autant, si cette corrélation était parfaite, si l'équilibre entre ce qui est acheté et ce qui est vendu à découvert était parfait, l'opération serait blanche et ils n'auraient rien gagné ni perdu ! Or, dans la mesure où les « longs » ne peuvent pas perdre, en général, plus que le quart ou le tiers de leur valeur, les « shorts » ne seront là que pour couvrir ce quart ou ce tiers. La différence sera appelée *net exposure* : elle correspond effectivement à la part du fonds qui n'est pas couverte. Elle se calcule comme un pourcentage de la valeur totale du fonds (appelée NAV, pour *net asset value*, c'est-à-dire valeur nette de tous les actifs, calculée en *mark to market*, c'est-à-dire à leur valeur du jour).

À partir de cette technique de couverture, les *hedge funds* agissent très différemment les uns des autres. Ils font appel à des « stratégies » qui n'ont rien à voir les unes avec les autres. On peut simplement dire qu'il en existe deux grands types : celles dites « quantitatives » (minoritaires en nombre et en fonds gérés) qui, un peu comme pour le *trading*, ne font appel qu'à des modèles mathématiques, et les autres.

Les principales stratégies utilisées sont les plus simples :

- *long/short equity*. Exemple : quand on achète du pétrole parce que l'on pense qu'il va monter, on achète à découvert des valeurs de constructeurs automobiles parce qu'elles vont baisser ;
- *global macro*, dont le représentant le plus emblématique est Georges Soros. On joue ici sur les monnaies, les métaux, etc. ;
- *event driven*, dont la sous-catégorie la plus connue est celle du *merger arbitrage* : au moment de l'annonce d'une OPA, c'est la plupart du temps la valeur de celui qui achète qui va baisser, alors que celle de la cible va monter. On va donc vendre les actions de l'acquéreur à découvert et acheter immédiatement celles de sa cible. Imparable !
- Etc.

Plutôt que de *hedge funds*, il faut aujourd'hui parler de « gestion alternative », par opposition à la gestion classique (baptisée *long only*) qui consiste à sélectionner puis acheter (*stock picking*) des valeurs en espérant qu'elles montent. Cette opposition se fonde donc sur l'emploi de techniques de couverture. Mais les conséquences de l'emploi de ces techniques sont considérables, au point que la gestion d'un *hedge fund* n'a plus rien à voir avec celle d'un *long only*.

Tout d'abord, un *hedge fund* est un fonds dans lequel sont regroupées de quelques dizaines à quelques milliers de participations (pour un *long/short*). Ensuite, que le fonds soit quantitatif ou qualitatif, le choix des couvertures, pour que leurs évolutions correspondent à des corrélations inverses, nécessite le plus souvent aujourd'hui l'emploi de modèles mathématiques sophistiqués et l'utilisation de produits dérivés pointus. Enfin, et peut-être surtout, l'utilisation de couvertures qui coûtent cher entraîne une double conséquence : la première est que les gains ne vont être réalisés qu'à la marge (d'où la tentation d'utiliser des leviers

importants, tentation à laquelle les *hedge funds* ne cèdent plus, faute, dans le cas contraire, de ne plus trouver d'investisseurs, depuis la faillite du fonds LTCM en 1992 qui, « leveragé » trente fois, avait failli faire sauter la planète finance et avait perdu tout leur argent). La seconde, conséquence de la première, est qu'il faut être capable d'analyser très finement et précisément ce que devrait être le « vrai » prix de marché d'une valeur. Les gérants de *hedge funds*, pour cela, vont se livrer à des analyses très poussées sur les valeurs qui les intéressent, et vont les étudier à fond, rendre visite aux entreprises, discuter avec leur management, leurs concurrents, etc. Les gérants de *hedge funds* sont, de ce fait, ceux qui connaissent le mieux les entreprises (au point, pour certains, de déployer des stratégies « activistes », c'est-à-dire d'essayer de pousser le management à suivre leurs conseils).

En conclusion, on peut tordre le cou à quelques idées reçues sur les *hedge funds* quant à leur légitimité économique : contrairement à ce que l'on croit, ils sont dans le monde de la finance ceux dont les gérants connaissent et comprennent le mieux l'« économie réelle ». Et leur action a pour unique objectif d'arriver à ce que les sociétés dont ils achètent les actions (ou d'autres titres) soient, au final, cotées à leur juste prix, soit parce qu'elles auront prospéré (quand ils sont « *long* » et les ont bien choisies), soit parce qu'ils les auront « shortées » ou qu'ils auront « shorté » un indice, en les poussant, ou en poussant le secteur concerné, à se restructurer. Ils « font » de l'argent non pas sur les anomalies du marché financier, comme les *traders*, mais sur les anomalies du marché « réel » des entreprises. Ils contribuent en cela à fluidifier en permanence le marché en donnant confiance à l'ensemble des autres opérateurs sur le prix des valeurs qu'ils peuvent acheter ou vendre. En un mot, ce sont des investisseurs fins qui investissent leur argent, et non des spéculateurs qui ne risquent que de perdre de l'argent qu'ils n'ont pas.

# Qu'est-ce que la vente à découvert ? Pourquoi l'autorise-t-on ?

La vente à découvert consiste à vendre des titres, des actions que l'on emprunte, et à les acheter plus tard, quand on doit les restituer à celui auprès duquel on les a empruntés, en espérant qu'entre-temps leur prix aura baissé. En d'autres termes, on va vendre 100 une action que l'on loue, et que l'on espère racheter 80 le jour où il faudra la restituer. Dans ce cas, le bénéfice sera de 20, diminué des frais minimes de location que l'on aura versés. Il s'agit d'une pratique risquée, car si le marché se retourne, on peut y perdre beaucoup. Elle est donc réservée à des utilisateurs avertis.

Outre le fait de faire gagner de l'argent à celui qui la pratique, quelle est l'utilité économique de la vente à découvert ? La réponse est d'abord qu'il s'agit d'une technique de couverture qui permettait, à l'origine, aux industriels de se prémunir d'une évolution défavorable des prix. Elle contribue surtout aujourd'hui à donner de la liquidité au marché, à le « lisser », à lui permettre de trouver plus rapidement son juste prix, et, partant, à ce qu'il soit moins volatil, moins chaotique. En ce sens, son existence est reconnue comme très utile, tant par les marchés que par les régulateurs.

La vente à découvert a mauvaise presse : on lui reproche d'accélérer la spéculation sur un titre, en créant des effets d'entraînement sur le marché. Ainsi, si un titre est joué à la baisse de façon significative, son prix baissera, puisque les volumes vendus seront en augmentation et le feront baisser effectivement. Les

autorités politiques et l'opinion ont notamment gardé en mémoire le « coup » qu'avait réalisé Soros sur la livre sterling, la forçant à dévaluer. Mais ce reproche ne peut être justifié que si les volumes vendus sont importants, que si un vendeur à la baisse entraîne l'adhésion d'autres acteurs. Ce qui n'est vraiment le cas que lorsqu'il y a une vraie anomalie de prix sur la valeur « massacrée ».

Dans le cas de la crise actuelle, les mécanismes à l'œuvre lors de l'effondrement des valeurs financières ont été tout autres, et l'explication du krach ne réside pas dans une spéculation à la baisse de vendeurs à découvert. Il a simplement suffi que les détenteurs de ces valeurs prennent peur et qu'ils vendent leurs titres, contribuant à l'autoréalisation de leur pronostic, comme dans toute spirale baissière ! Preuve en est d'ailleurs donnée par le fait que les valeurs de Dexia et Fortis se sont écroulées, alors que la vente à découvert avait été interdite une semaine auparavant.

## Que veut dire « aléa moral » ?

L'aléa moral, *moral hazard* en anglais, est un paradoxe très simple en économie comportementale : quand quelqu'un prend un risque, la sagesse est pour lui de s'assurer, de se « couvrir ». Mais s'il se couvre complètement, si le risque qu'il a pris n'en est plus un, il aura tendance à se déresponsabiliser et à augmenter sa prise de risque. C'est la raison pour laquelle on ne prête théoriquement jamais 100 % de la somme réclamée par un emprunteur, et qu'on lui demande toujours un apport personnel d'un certain pourcentage de la somme empruntée. La prise en compte de cet aléa moral a contribué à la définition des règles prudentielles qui régissent les banques.

Cette prise en compte de l'aléa moral a été doublement transgressée depuis quelques années par l'industrie financière, ce qui, entre autres, est à l'origine de la crise. Tout d'abord, par l'invention et l'utilisation des CDS qui ont permis à tous les acteurs du marché de se départir des risques qu'ils portaient et de s'affranchir des règles prudentielles en sortant les prêts ou les emprunts qu'ils faisaient de leur bilan. Ils ont ainsi été conduits à prendre des risques inconsidérés, notamment en ne vérifiant pas attentivement la solidité des sous-jacents des produits qu'ils achetaient. Il faut en particulier savoir que chaque sous-jacent fait l'objet de ce que l'on appelle un « prospectus », c'est-à-dire un document qui en donne les détails de façon très précise. Mais quand ce sous-jacent est réuni dans un « panier », un CDO par exemple, avec des milliers d'autres, on se retrouve très vite avec dix mille pages de lecture en petits caractères. Ensuite, par le mode et les contrats de rémunération des dirigeants qui, non seulement les poussaient à prendre des risques, puisque leurs revenus étaient proportionnels à l'augmentation des montants qu'ils

faisaient gagner à leur banque, mais en plus les couvraient en cas de sinistre de leur établissement et de démission forcée grâce aux parachutes dorés... Ce qui pose un grave problème moral et, d'un point de vue économique, représente une grande partie du problème, en ce que ces rémunérations « poussaient à la faute » !

De ce point de vue, la solution à adopter par la nouvelle réglementation paraît simple : réintroduire l'aléa moral pour tous les intervenants du marché de la dette, et pour tous les produits financiers qui sont structurés autour d'elle. Concrètement, il faut qu'à chaque étape du recyclage de la dette, le vendeur d'un produit en garde une partie à son bilan, de façon à ce qu'il soit, lui aussi, « en risque ». De même pour les rémunérations : il faut qu'une partie de celles-ci soit en risque, jusqu'à l'extinction de la dette à partir de laquelle les rémunérations sont calculées.

Cependant, un problème demeure : on a vu avec la disparition de Lehman Brothers que la faillite d'une banque importante déclenchait une crise systémique. En vertu de quoi tous les gouvernements se sont engagés à ne plus laisser une banque faire faillite... Ce qui revient, au niveau de ces établissements, à supprimer l'aléa moral. C'est la raison pour laquelle cette nouvelle « règle » de protection absolue des établissements bancaires ne peut être acceptable qu'à deux conditions : il faut, en cas d'intervention de l'État, que les dirigeants soient licenciés, et que les actionnaires soient au minimum dilués à due proportion des apports en capital de l'État.

# Que veut dire « distribuer des liquidités » ?

N'est ce pas une autre façon de dire que l'on fait marcher la « planche à billets » ? Pour qu'une banque puisse fonctionner, c'est-à-dire octroyer des crédits, il faut qu'elle puisse emprunter. Or, comme toutes les banques étaient suspectes les unes aux yeux des autres, elles ne se prêtaient plus d'argent. Le marché interbancaire était paralysé. C'est pour éviter cette paralysie générale que les banques centrales se sont substituées au marché et leur ont prêté des liquidités, c'est-à-dire de l'argent. D'où sort cet argent ? Elles le fabriquent : c'est le privilège des banques centrales de « battre monnaie », c'est-à-dire de créditer un compte d'un trait de plume. Elles « émettent » de l'argent. C'est la raison pour laquelle on les appelle aussi des « instituts d'émission ». Cela dit, fort heureusement, les banques centrales ne créent pas de l'argent sans limites et définitivement, en contrepartie de rien, ce qui, compte tenu des sommes en jeu, conduirait instantanément à une inflation gigantesque et pas maîtrisable... ou à l'apparition de nouvelles bulles spéculatives.

Dans le cas présent, elles ont prêté de l'argent aux banques qui n'arrivaient pas à en trouver auprès de leurs consœurs, contre des cautions (actions, titres de propriétés sur des produits financiers), et pour une durée limitée dans le temps (moins de trois mois). Ce qui fait que comme le marché interbancaire reprend petit à petit, les banques centrales se font rembourser et ne remettent pas en circulation l'argent qu'elles ont distribué. D'autre part, elles interviennent comme teneur de comptes, pour le Trésor. Contrairement aux entreprises, les administrations publiques (États et collectivités territoriales) ne peuvent pas se

financer par l'émission d'actions car elles n'ont pas de capital. En dehors des modes de financement propres à leur nature (impôts principalement), elles ne peuvent donc que recourir à l'emprunt. Elles émettent pour cela des bons du Trésor, des obligations d'État qui sont « commercialisées » par des SVT (spécialistes en valeur du Trésor), des banques qui ont reçu un agrément pour placer ces titres auprès des investisseurs.

Le Trésor, c'est-à-dire l'État, par l'émission de ces titres, devient un emprunteur pas tout à fait comme les autres, car les investisseurs considèrent que sa signature est meilleure que toutes les autres... quand il s'agit d'un des grands pays industrialisés. Mais il reste néanmoins un emprunteur, et non pas un émetteur de monnaie ! Comme tous les emprunteurs, il doit verser un intérêt à ceux qui lui prêtent de l'argent, intérêt qui est fonction du risque que les prêteurs considèrent prendre en achetant ses bons du Trésor. Cependant comme tout emprunteur, à emprunter trop, il court le risque, à un moment ou à un autre, que ses créanciers trouvent qu'il est trop endetté, et qu'ils ne veulent plus lui prêter, avec pour conséquence une crise économique aiguë. C'est ce qui est arrivé à l'Islande : du jour au lendemain, elle ne pouvait plus acheter de pétrole, de produits alimentaires, et l'État n'avait plus d'argent pour payer ses fonctionnaires et les pensions de retraite... Cette crise de solvabilité d'un État important est encore, début 2009, le principal risque systémique qui demeure, et qui pourrait faire échapper la crise à tout contrôle.

Quant à faire marcher la « planche à billets », c'est une autre histoire que l'on espère du passé pour les grands États... Ce ne peut être encore que celle d'un État irresponsable qui, faute de trouver des acheteurs pour ses bons du Trésor, demanderait à son institut d'émission, à sa Banque centrale d'imprimer des billets ou de créditer son Trésor « contre rien » ! Comme le Zimbabwe aujourd'hui...

# Qu'est-ce qu'une banque d'investissement ?

Une banque d'investissement ne devrait pas s'appeler « banque » ! À l'origine, c'est une société de services qui rassemble des activités de conseil, d'intermédiation et d'exécution ayant trait aux opérations qui concernent le capital de ses clients (opérations de haut de bilan). Ces opérations sont elles-mêmes généralement réparties au sein de la banque d'investissement dans trois entités distinctes : la finance d'entreprise (*corporate finance* : ex-fusions-acquisitions), les opérations sur les marchés financiers (*capital markets* : ex-introductions en Bourse), et enfin les produits structurés (*structured finance* : titrisation de dette).

Une banque d'investissement intervenait à la base au coup par coup pour ses clients qui faisaient au départ appel à elle pour acheter des actions en Bourse. Sa rémunération a donc été établie comme un petit pourcentage sur les sommes en jeu à chaque opération qu'elle exécutait : ce pourcentage se compte en centièmes de pourcents. C'est ce qu'on appelle le *basic point* ou « bp ». Un « bp » est égal à  $1/100^e$  de 1 %. Partant de ce même modèle de rémunération, elles ont développé, petit à petit, des produits plus complexes où elles « structuraient » des paniers de prêts classiques octroyés par les banques de façon à mieux les revendre aux investisseurs, y compris en apportant ces fameux produits dérivés qui étaient censés en couvrir les risques.

Ces banques, dans la mesure où l'essentiel de leurs revenus était tiré de ces opérations, souvent complexes, et dans la mesure où elles ne collectaient pas de dépôts auprès des particuliers, étaient régulées par la SEC aux États-Unis (le « gendarme » de la Bourse américaine dont l'AMF est en France l'équivalent). Elles

échappaient donc à la réglementation bancaire, plus sévère, de la FED (la Banque centrale américaine dont la BCE est en Europe l'équivalent). Elles ont alors pu « jouer » sur les marchés pour leur compte propre, avec des leviers, c'est-à-dire un pourcentage d'argent emprunté, considérables. Il a donc suffi qu'un très faible pourcentage de leurs débiteurs fasse défaut pour qu'elles se retrouvent en faillite, entraînant le marché dans la crise.

Entre-temps, en effet, ces banques d'investissement qui, à l'origine, étaient des petites (relativement aux banques commerciales) sociétés de services à l'usage des professionnels, s'étaient considérablement développées ces dernières années avec l'expansion illimitée, parce que non régulée, de produits financiers sophistiqués qui augmentaient le volume de leurs affaires, les conduisant, effet de levier aidant, à traiter des milliards de dollars. C'est la raison pour laquelle la quasi-faillite de Bear Stearns, la vraie faillite de Lehman Brothers et la déconfiture d'AIG, qui assurait les produits vendus par les précédentes, ont créé un vent de panique sur les marchés et ont déclenché à partir de septembre 2008 la véritable crise dans laquelle nous nous trouvons plongés. Les banques d'investissement, depuis lors, sont quasiment toutes repassées dans l'orbite des banques de dépôt, et se trouvent donc soumises à la même régulation qu'elles.

## Qu'est-ce que le *credit crunch* ?

La capacité d'emprunt d'une entreprise, comme celle d'un individu qui achète une maison, dépend de sa faculté à rembourser et à garantir son emprunt par un dépôt ou une caution qui représente entre 10 et 40 % de sa valeur comprise comme la somme de ses actifs. Valeur qui, elle-même, est donnée par le prix du total de ses actifs, c'est-à-dire, au final, pour une société cotée, par le cours de son action. Les cours de la totalité des actions ayant baissé de l'ordre de 20 à plus de 40 % selon les pays, les capacités d'emprunts de toutes les entreprises, dont les banques (qui doivent elles-mêmes emprunter pour prêter : ce ne sont que des intermédiaires), sont diminuées d'autant, limitant d'un même montant leurs capacités d'investissement. Or, ce sont ces investissements qui, en cascade, irriguent toute l'activité, toute la sphère économique. Moins d'investissements, cela veut dire moins d'argent distribué dans l'économie, donc moins de commandes, moins de travail, moins de revenus distribués, moins de consommation, et, au bout du compte, comme une boucle qui se refermerait en une spirale descendante, à nouveau moins de commandes et à nouveau une perte de valeur pour les entreprises et une moindre capacité à emprunter...

C'est cette spirale, dite de « *credit crunch* », littéralement de « rétractation du crédit » qu'il va falloir inverser pour retrouver la croissance. Or, elle ne prendra fin qu'à deux conditions : que le marché soit purgé des produits « toxiques » qui empêchent de restaurer la confiance entre les créanciers et les débiteurs ; et que la baisse de l'ensemble des valeurs soit telle que les investisseurs jugent que leur prix est redevenu attractif.

Pour autant, la pente sera longue à remonter, car entre-temps beaucoup de sociétés, en particulier financières, auront fait

faillite, des emplois auront été détruits, et le niveau d'activité sera donc moindre. C'est la raison pour laquelle, à un instant donné, il faut que l'un des investisseurs « se mouille » et intervienne à un moment du cycle pour réamorcer un mouvement positif. C'est ce à quoi correspond l'intervention des États par leurs plans de relance.

# Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?

On devrait parler de paradis fiscaux et réglementaires. De pays où la fiscalité est légère, le secret bancaire absolu, mais aussi, et dans bien des cas surtout, où la réglementation et les contrôles sont quasi inexistantes. Une fois posée cette définition, le sujet devient plus difficile et plus flou, car on a tendance à tout mélanger : concurrence fiscale, concurrence réglementaire, évasion fiscale des individus et des entreprises, et blanchiment d'argent sale. Il en est ainsi de la concurrence fiscale : une fiscalité légère est-elle un délit ? S'agit-il d'un délit que d'imposer à ses citoyens des taux inférieurs à ceux du voisin ? L'ensemble des pays de l'Union européenne ont un taux moyen de prélèvements obligatoires (euphémisme pour parler des impôts) inférieur d'environ 6 % à celui de la France. Est-ce un délit de bonne gestion ? Au-delà, des pays peuvent adopter des stratégies plus agressives : ainsi en va-t-il, par exemple, de l'Angleterre qui, pour attirer sur son sol les grandes fortunes étrangères, leur accorde un statut fiscal particulier, ou des îles Caïmans qui n'imposent qu'une fiscalité symbolique à ceux qui y déposent leurs fonds. Dans ce dernier cas, comme dans celui des autres micro-États, comme le Liechtenstein ou les îles Wanatu, il s'agit, pour leurs gouvernements, de pallier le faible nombre de contribuables locaux, en attirant beaucoup d'autres grâce à une fiscalité symbolique pour chacun, mais dont le total représente l'essentiel de leurs ressources fiscales.

Certains États ont donc simplement pour objectif de détourner les contribuables à fortes contributions de leurs pays d'origine pour qu'ils viennent s'installer sur leur sol (cas de l'Angleterre, de la Belgique ou de la Suisse). Certains autres, parce qu'ils ne sont pas « vivables » (qui a envie de vivre aux îles Caïmans ?), ou

parce qu'ils veulent maximiser leurs recettes, cherchent surtout à ce que ces mêmes contribuables viennent déposer leurs fonds dans leurs banques, et les fassent « travailler », sans que les revenus de ces placements soient taxés par le fisc du pays de résidence des déposants (le Liechtenstein, Monaco, les îles Caïmans, mais aussi la Suisse, Singapour, etc.). Dans le premier cas, on pourrait parler de concurrence « à la régulière », alors que dans le second on pourrait dire qu'il y a incitation à la fraude, ou tout au moins à l'évasion fiscale. Dans le premier cas, le secret bancaire n'est pas indispensable ; dans le second, il est une condition suspensive à la prestation de ce type de service.

Si l'on s'en tient au premier cas, on peut même avancer que cette concurrence fiscale est positive, en ce qu'elle représente une incitation forte à ce que les différents gouvernements ne cèdent pas à la tentation d'exagérer la pression fiscale qu'ils font peser sur les épaules de leurs concitoyens. Les plus dépensiers, les plus mal gérés, ceux où les contribuables n'en ont pas « pour leur argent » sont effectivement pénalisés. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle certains responsables politiques français, plutôt que de remettre en cause leur gestion des deniers publics, ont régulièrement réclamé une « harmonisation fiscale » entre les pays, et le bannissement des régimes fiscaux clairement institués pour attirer chez soi les contribuables des autres ! De ce point de vue, l'histoire récente démontre que tous les contribuables français peuvent rendre grâce à l'existence de ces régimes proposés par certains de nos partenaires ou paradis fiscaux, en ce qu'ils leur ont évité d'être soumis à des prélèvements obligatoires encore plus pesants.

Dans le second cas, on se trouve dans une zone grise où le secret bancaire sert à dissimuler des revenus, ou du patrimoine, au fisc de celui qui les reçoit ou les détient. Y a-t-il fraude ? Certainement. Mais il faut se souvenir que cette faculté de dissimulation

a servi aussi quelques nobles causes, en permettant à des proscrits d'échapper à la spoliation, notamment pendant la dernière guerre. Que l'argent de la corruption profite de cet « abri » n'est pas admissible, de même qu'il n'est plus admissible que certains États se réfugient derrière cette noble raison pour accueillir sans distinction des fonds d'origine criminelle. Il faut donc faire une distinction. Il n'y a, en effet, rien de commun entre celui qui transfère des capitaux ayant payé l'impôt, qui va les réinvestir à partir d'une place *offshore*, et qui paiera l'impôt, que ce soit chez lui ou ailleurs, et celui qui aura touché dans son pays, ou ailleurs, de l'argent tiré d'activités illicites – drogue, corruption, commerce d'armes, etc. – et qui cherchera à le dissimuler au fisc et à la police de tous les pays...

## Conclusion

# Défis, chances et handicaps : comment la France va-t-elle s'en sortir ?

La crise financière a pris le monde entier en écharpe en seulement quelques semaines. Pourtant, les pays et régions du monde sont inégaux face à la crise économique qui en est la conséquence. Certains s'en sortiront les premiers, peut-être dès la fin 2009, d'autres traîneront leur langueur durant encore de longues années. Qu'est-ce qui fera la différence ? Quelles sont les chances de la France de bien en sortir ?

Le monde sortira de la crise quand la déflation du prix des actifs, des entreprises, de l'immobilier, des matières premières, etc., les rendra suffisamment attractifs pour que les investisseurs acceptent de s'y intéresser à nouveau, et pour que les épargnants trouvent de l'intérêt à consommer et à investir ailleurs que dans des obligations d'État. Les liquidités prêtes à se mobiliser seront rares au début. Ceux qui les détiennent, et qui seront prêts à prendre de nouveau des risques, pourront les sélectionner et les choisir. Ils arbitreront d'abord entre les régions du monde – États-Unis,

Europe, Asie –, selon la valeur relative de leurs monnaies, elle-même conditionnée par les rendements et le niveau de sécurité qui leur seront offerts. Mais ce flux de liquidités ne viendra nourrir une nouvelle croissance durable que lorsqu'il s'investira à nouveau dans des entreprises et dans l'économie réelle.

La question est donc de savoir quels seront les critères de choix d'investissement de ceux qui auront cette responsabilité, sachant qu'ils pourront choisir d'investir n'importe où dans le monde. Iront-ils investir à Lyon, dans une société de biotechnologie ? en Inde, dans une société de production d'énergie ? en Chine ? en Angleterre ? Et pourquoi pas en Afrique ? Ils analyseront, pèseront les risques, les rentabilités attendues. Pas d'affect, encore moins d'affect qu'auparavant dans ces décisions : juste des calculs, et pour ce qui ne peut se calculer, des analyses, en mobilisant les meilleurs experts. Comme dans la célèbre réplique du film *Le Parrain*, où l'assassin s'excuse auprès de sa future victime : « *It's only business* », « Rien de personnel ; ce sont seulement les affaires. » Et leur doigt magique se posera sur le front de telle entreprise, et non telle autre, et un quartier, une ville reprendront vie, de nouveaux emplois surgiront, et l'activité ainsi générée contribuera à relancer en priorité la croissance d'une région, d'un pays, et pas des autres.

Ceux qui détiennent ce pouvoir, ces milliers de cadres de la finance ou des grandes entreprises multinationales, détiennent le pouvoir de l'intendant et non celui du prince. Ils sont plus que jamais dans l'obligation de réussite, dans l'impossibilité de l'échec, et non dans leur désir et leurs caprices. Ils auront moins que jamais le choix : pour qu'ils puissent investir, il faudra que se trouvent quelque part des regroupements de compétences, de talents, d'infrastructures, une stabilité politique et juridique, bref un ensemble de facteurs qui contribuent à forger un environnement économique, juridique et culturel particulièrement favorable.

Alors, la France ? En quoi la France pourra-t-elle retenir leur attention ? La France, comme tous les pays développés, dispose d'une main-d'œuvre de qualité qui coûte cher. La France, comme tous les pays développés, ne justifie leur intérêt que s'il s'y trouve des ouvriers et des employés susceptibles de fournir une très forte valeur ajoutée. En un mot, que s'il s'y trouve un personnel très éduqué, très compétent, très professionnel, très précis, très productif et très créatif. Ce personnel appartient pour partie à l'Olympe ; il comporte aussi ses oiseaux migrateurs : leur rareté, leur exclusivité leur donnent la possibilité de choisir là où ils veulent se poser. Et ils ne se poseront que là où se trouvent les universités et les centres de recherche les plus performants, ou des *clusters* dont la spécialisation est exclusive. À ce jeu, avant la crise, les États-Unis étaient gagnants. Mais face à la triade de la recherche, de l'argent et des compétences techniques, il apparaît qu'il existera aussi un autre facteur déterminant d'attractivité : la culture, c'est-à-dire la séduction d'un territoire. Dans le monde d'après la crise, celui qui ne procurera que ces trois premiers facteurs d'attractivité, mais pas la culture, ne sera qu'une étape, et non une destination.

Grâce aux nouvelles technologies de l'information qui permettent, de partout et nulle part, de travailler avec le monde entier, les nouveaux Olympiens, ceux qui détiennent un talent unique, auront le pouvoir et la liberté de choisir de travailler là où il fait « bon vivre » : là où les infrastructures – routes, chemins de fer, villes – sont les meilleures, là où la sécurité juridique est garantie par des institutions impartiales, là où l'emprise administrative est la plus légère et la plus réactive, là où l'environnement culturel est le plus ouvert, et donc là où les universités sont les meilleures. Et si toutes ces conditions sont remplies, ils les arbitreront enfin en faveur du territoire le plus stimulant, le plus amusant, le plus excitant, qu'il s'agisse de la beauté des paysages et des villes, de la vitalité

artistique, des musées, des expositions, des concerts, des restaurants, des terrasses de café, etc. C'est ce que Dubaï avait cru comprendre. L'argent s'y trouvait, et la volonté politique d'investir sur place y attirait déjà pour travailler des talents –architectes, financiers, entrepreneurs... Mais la culture n'y était pas. Alors Dubaï a décidé de l'acheter sur étagère : au Louvre, au Guggenheim ou à d'autres. Mais comment acheter des paysages qui ne soient pas de sable, des pistes de ski qui ne soient pas une attraction de centre commercial, un patrimoine qui ne soit pas une promotion immobilière néohaussmannienne en béton, une liberté d'expression qui ne soit pas soumise à des fatwas, et une vie intellectuelle qui ne soit pas sous la chape de plomb d'une théocratie ? Alors, tous à Dubaï ? Même pour y vivre ? Dubaï est aujourd'hui en faillite.

À l'inverse, la France est bénie des dieux... Pour autant qu'elle ne les insulte pas. Elle était le plus beau pays du monde, disait-on dans les écoles. Le pays à offrir la meilleure qualité de vie, lit-on dans les sondages internationaux. La France est d'abord une cité-État, pas plus. Elle représente 1 % de la population mondiale, 3 % de son PNB. « *Not an issue* »... En d'autres termes, pas un enjeu, pas un sujet... Mais elle n'est pas moins qu'une cité-État, avec toute la symbolique prestigieuse de cette notion. Une grande et belle cité-État moderne, aux quatre coins accessibles en moins de deux heures. Si les réformes en cours sont poursuivies pour rendre son administration plus réactive, moins pointilleuse, sa fiscalité plus légère, et si les investissements décidés par les plans de relance se traduisent dans les faits, la France disposera d'atouts maîtres pour attirer les talents et les investisseurs... y compris français ! Grâce à ses TGV et ses autoroutes, la France peut répondre à cette nouvelle définition de lieu d'accueil et de regroupement de ceux qui créeront à nouveau de la richesse, puisque, vue d'en haut et d'ailleurs, elle est composée

de villes magnifiques, entourées de grands parcs, avec des zones de détente magiques – la Provence, la côte d'Azur, les Alpes... – et des zones industrielles. Et même dans ce dernier cas, le « mobilier urbain », les décors sont époustouflants : églises, châteaux, villes d'autrefois... Il en va de même pour les animations : la France possède un foisonnement de spectacles, festivals, terrasses de café – manifs comprises ! –

Vous avez dit Disney ? Mais oui ! En cent fois, un million de fois mieux ! Car tout y est vrai, à commencer par la vie ! Tout ce qui fait l'attractivité d'une cité-État se trouve potentiellement chez nous, en particulier un environnement et un patrimoine d'exception, et une liberté absolue de penser et de s'exprimer...

Seul problème : nous ne rayonnons plus, l'on nous visite comme on visite un musée, et on retourne ailleurs à la vraie vie. Sauf exceptions qui attireraient encore des touristes, mais seulement des touristes, les anciens décors sont fatigués, souvent en mauvais état, comme la plupart de nos cathédrales, et les nouveaux sont sans talent, moins beaux qu'ailleurs, ou au mieux identiques. En plus, nous avons laissé proliférer une lèpre urbaine désespérante, tant pour ceux qui y habitent que pour ceux qui la voient. De même, en ce qui concerne la vie intellectuelle et artistique, nous exhalons un petit parfum si désuet avec nos débats d'hier, nos artistes sous « cocon public », nos spectacles subventionnés, notre côté rance et province, qui interdisent toute mise en résonance avec ce qui agite le reste du monde. Franchement, pour les étrangers qui nous rendent visite, Besancenot et l'avenir du trotskisme...

Nous avons décroché, pouvons-nous revenir « dans le coup » ? L'après-crise peut offrir cette opportunité. La promotion d'une nouvelle classe d'Olympiens par l'économie de la connaissance, libres de leurs mouvements, sans vraies attaches puisque le

monde est leur jardin, libres de travailler où ils le souhaitent grâce aux nouvelles technologies de l'information, obligera les territoires, les régions et les différents pays du monde à rivaliser de séduction pour les attirer et les retenir. Leur prospérité en dépendra. Notamment parce que seule cette séduction pourra justifier que les prestations banalisées de ceux qui ne peuvent changer de pays soient facturées à un prix qui leur permette de continuer à travailler et à accroître leurs revenus.

La France est encore dans l'ambivalence. La qualité du patrimoine que représentent nos territoires, notre faculté à le magnifier ou non, la qualité de nos équipements, de notre urbanisme, de notre architecture, et plus largement la vitalité de notre culture, seront en effet au cœur de l'avantage comparatif qu'elle devra faire valoir face à nos concurrents, et, partant, un des socles essentiels de la prospérité que nous cherchons à retrouver. Les succès des réformes qui sont poursuivies, des investissements qui ont été arrêtés dans le plan de relance, en décideront.

Rien n'est encore joué, mais contrairement à d'autres, pour la France, tout est encore possible.

# Index des mots clés et des noms propres

## A

Accords de Bretton Woods 104  
Agences de notation 46, 92,  
153  
Aléa moral 34, 107, 160  
Arrogance 79  
Attali, Jacques 80  
Aveuglement 99

## B

Banque de France 111, 114–115  
Banques  
~ commerciales 104  
~ d'affaires 80  
~ d'investissement 104, 164  
~ de dépôt 80, 165  
Banquiers 98, 111  
Blanchiment 143  
~ d'argent 168  
Brooksley E. Brook 102  
Buffett, Warren 99

## Bulle

~ des *subprimes* 28  
~ financière 57  
~ immobilière 19, 28  
~ Internet 23, 28  
Bush 101–102

## C

Capitalisme 79  
Chambre  
de compensation 102, 108  
Chine 27  
City Group 57  
Clinton 101  
Collectivités locales 145  
Concurrence 169  
~ fiscale 168  
~ réglementaire 168  
Confiance 64  
Cox, Christopher 44, 102  
*Credit crunch* 24–25, 47, 166  
Crise  
~ boursière de 1987 91

- ~ de 1929 23, 104, 111
- ~ de change 24
- ~ de confiance 35, 61, 120, 122, 153
- ~ de liquidité 24
- ~ de solvabilité 24, 163
- ~ des *subprimes* 36
- ~ du crédit 20, 64, 83
- ~ économique 20
- ~ financière 20

## D

- Déflation 30
- Dérégulation 104
- Déséquilibre 132
- Dévaluation compétitive 37
- Dubaï 174

## E

- Économie de marché 23, 28–29, 77–78, 112
- Émissions obligataires 48
- Emprunteurs finaux 93
- État
  - ~ caution 145
  - ~ garant 145
  - ~ gérant 145
- Éthique 139
- Évasion fiscale 169
- Exigence
  - ~ de stabilité 139
  - ~ morale 139

Expérience 119

## F

Fonds

- ~ de pension 121
- ~ défensif 154
- ~ ex post 149
- ~ propres 56
- ~ spéculatif 154

Fraude 169

Fuld, Richard 57

## G

- G 20 135
- Gramm-Leach-Bliley Act 102
- Greenspan, Alan 40, 102

## H

- Hedge fund* 95, 154
- Hoover, Herbert C. 111

## I

- Industrie automobile 83
- Inflation 30
- Investisseurs finaux 157

## K

- Kerviel, Jérôme 43
- Keynes, John Maynard 61

## Krach

- ~ bancaire 20
- ~ boursier 20

## L

Levitt Jr., Arthur 102

Libéralisme 77–78

Liberté 78

- ~ des marchés 100

## M

Madoff, Bernard 43

Marché

- ~ interbancaire 162
- ~ obligataire 48

*Mark to market* 34–35, 155

Merton, Robert 91

Modèle

- ~ brownien 92
- ~ d'analyse de risque 105
- ~ mathématique 93
- ~ statistique 105

Modélisation du risque 91

Mondialisation 27

Morale 139

Mozilo, Angelo R. 106

## N

Nationalisation 134

Nouvelle régulation 132

## O

Obligations 151–152

*Offshore* 154

## P

Paradis fiscal 154, 168

Paulson, Henry 27

Plans de relance 21, 25, 56, 122

PME 51

Politiques 104

- ~ contracycliques 28

Pouvoir d'achat 138

Prétention 79, 100

*Private equity* 36–37, 49

Productivité 123, 125, 131

## R

Ratio de solvabilité 108

Reagan 104

Règles prudentielles  
de Bâle II 35

Régulateurs 101

Responsabilité morale 89

Rubin, Robert E. 102

## S

Samuelson, Paul 91

Sociétés de *mortgage* 105–106

Soros, Georges 96, 156, 159

Sortie de crise

~ en U 72

~ en W 71

Sous-jacents 34

Spéculateur 23, 31, 89

Summers, Lawrence 102

## T

Titrisation 106, 151

*Trader* 93

Trésor 162

## U

Utopie 77

## V

Vente à découvert 95, 158

# Index des sociétés citées

AIIG 20, 33, 149, 165  
Bear Stearns 19, 27, 165  
Better Place 85  
Chrysler 83  
Countrywide Financial 106  
Crédit Lyonnais 119–120  
Dexia 47, 128, 159  
Enron 34  
Fannie Mae 33, 106  
Ferrari 85  
Ford 83  
Fortis 47, 159  
Freddie Mac 33, 106  
General Electric 81  
General Motors 81, 83, 131  
IBM 85  
Lehman Brothers 20, 24, 27, 57, 111, 149, 161, 165  
Natixis 105  
Orange 85  
SFR 85  
SNCF 145  
Société Générale 43, 93



# Index des sigles

AAA : note excellente attribuée par les agences de notation 46, 92, 153

AMF : Autorité des marchés financiers 145, 164

BCE : Banque centrale européenne 42, 71, 165

CBO : *Congressional Budget Office* 152

CDO : *collateralised debt obligation* 34, 46, 58, 79, 107, 126, 152, 160

CDS : *credit default swap*, contrat financier bilatéral, de protection, entre acheteur et vendeur 33, 58, 79, 101, 107–108, 126, 149, 153, 160

CECEI : Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement 111, 145

CFTC : *Commodities futures trading commission*, organisme américain qui réglemente les marchés des matières premières et des produits dérivés 39, 101–102, 145

CLO : *collateralized loan obligation* 34, 46, 54, 58, 107, 152

FED : Réserve fédérale américaine 4, 19–20, 39, 101–102, 108, 145, 165

FMI : Fonds monétaire international 41, 73, 104, 136

GAFI : Groupe d'action financière 143

LBO : *leverage buy out* 36, 137

LTCM : *Long Term Capital Management* est un *hedge fund* 157

NAV : *net asset value* 155

OPA : offre publique d'achat 49, 156

OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières 122

PIB : produit intérieur brut 28, 99, 101, 122

RSA : revenu de solidarité active 124–125

SEC : *Securities and exchange commission*, commission américaine des opérations de Bourse 4, 44, 101–103, 108, 145–146, 164

SICAV : société d'investissement à capital variable 107, 122

SPPE : Société de prise de participation de l'État 128

SVT : spécialiste en valeur du Trésor 163

- Pourquoi les marchés font-ils des bulles ?
  - Pourquoi personne n'a rien vu venir ?
  - Les financiers sont-ils des voleurs ?
  - Qui va payer ?
  - Les plans de relance vont-ils marcher ?
  - Est-ce la fin de l'industrie automobile ?
  - Est-ce la fin de l'économie de marché et du libéralisme ?
  - Est-ce vraiment le retour de l'État ?
  - Comment la France va-t-elle s'en sortir ?
- ...

Nicolas Crespelle, journaliste et conseil en stratégies, répond de manière simple aux questions que les non-initiés que nous sommes se posent. Explications, diagnostic et perspectives nous permettent de mieux comprendre le mécanisme de la crise, et l'impact sur nos vies et sur notre avenir.



Après avoir dirigé pendant dix ans le département des études d'une société du CAC40, poursuivi ensuite une double carrière de conseil en stratégies & développement, et d'éditeur de presse politique comme fondateur de *Profession Politique* puis de *L'Hémicycle*, **NICOLAS CRESPELLE** est aujourd'hui conseil en stratégie, senior advisor de la banque d'affaires Findercod, et administrateur de l'Université des sciences Pierre et Marie Curie.

<http://crespelle.unblog.fr>

