

## Quatre principes et neuf propositions pour en finir avec les crises financières,

par Frédéric LORDON, directeur de recherches au CNRS

Alors que la crise présente n'est que la répétition formelle d'une scène caractéristique de la déréglementation financière déjà expérimentée maintes fois depuis deux décennies, il devrait être parfaitement clair pour tout le monde que, sitôt les pertes digérées – il faudra certes encore quelques trimestres –, banques et fonds n'auront pas d'autre préoccupation que d'identifier le nouveau compartiment de marché susceptible de livrer le surplus désiré de rentabilité financière. Et le cycle apuration des pertes-bulle-krach repartira pour un tour...

Cet éternel retour est suffisamment pénible pour qu'on se décide à y mettre un terme. Il est cependant assez évident que les indigents moyens déployés jusqu'à présent, essentiellement constitués de menaces verbales sans suite ou de supplications à la transparence qui n'engagent à rien, ont peu de chance d'y suffire... Or la crise des *subprimes* est, ou aura été d'une gravité qui devrait dissuader de feindre l'action une fois de plus, et convaincre d'agir vraiment. C'est-à-dire radicalement.

Cette action radicale devrait être gouvernée par quatre principes fondamentaux – il ne devrait pas être trop difficile de voir en quoi ils rompent avec les stratégies du fil de l'eau suivies jusqu'ici. Elle pourrait prendre la forme plus précise de neuf propositions. Celles-ci revêtent nécessairement un caractère « technique » qui rend difficile de les exposer en peu d'espace. L'esquisse d'un « plan d'arrondissement » qu'on va lire ici est tirée d'un ouvrage en préparation qui, la place y étant moins comptée, prendra le temps de rendre plus accessibles le fonctionnement des produits et des marchés financiers en cause. L'urgence commande cependant de mettre ces idées en circulation au plus vite, quelque imparfaites qu'elles soient, pour lancer à partir d'éléments substantiels et précis le débat collectif sur la re-réglementation avant que ne se referme cette exceptionnelle fenêtre d'opportunité par laquelle, à la faveur du spectacle de l'effondrement, il devient possible de dire ce qui était jusque là réputé « indicible » et de penser ce qui était décrété « impensable ». Cet empressement se paye au prix d'ellipses qui supposent implicitement connues certaines choses et peuvent rendre l'exposition incomplète et/ou peu accessible pour le non-spécialiste – en espérant que cet arbitrage entre urgence de l'intervention et clarté de la présentation soit au finale à peu près positif.

### Quatre principes

**Principe 1** : *Quand une bulle est formée, il est trop tard.* Elle crèvera nécessairement, avec l'éventualité d'armer tous les mécanismes du risque systémique – c'est-à-dire de la prise d'otage des pouvoirs publics (banques centrales et Trésors) sommés de venir socialiser les pertes sous peine de risquer un collapsus majeur. Le schéma de re-réglementation de la finance doit donc poursuivre l'exigeant objectif stratégique *d'empêcher la formation des bulles*. On voit tout ce qui sépare ce schéma des pauvres tentatives en cours d'élaboration, notamment

aux Etats-Unis – pourtant infiniment plus réactifs que les européens sur ces sujets ! – tentatives qui, de l’aveu même du Secrétaire au Trésor Paulson, n’ont ni la vocation ni la capacité d’éviter de nouveaux accidents financiers...

**Principe 2** : *La finance est serve*. Sa présence et son action ne sont tolérables qu’à concurrence des services qu’elle rend *effectivement* à l’économie productive. Et ceci spécialement si l’on prend en considération le potentiel de catastrophes que recèle toute dérive auto-centrée de l’activité financière. C’est pourquoi, compte-tenu du degré manifeste – et manifestement dangereux – d’autonomie pris par la finance contemporaine, la ramener à la subordination exigera sans doute de lui imposer de brutales, mais salutaires, régressions. Il faut y être prêt.

**Principe 3** : *Le principe de level playing field retenu jusqu’ici par les institutions internationales de la régulation prudentielle (essentiellement les Accords de Bâle, I et II) est une impasse*. Comme son nom l’indique, le *level playing field* vise à établir des normes communes pour réaliser un espace financier commun. On comprend bien, compte-tenu de ce dernier objectif, qu’il ne doive y avoir aucune « dénivellation » réglementaire sauf à induire des distorsions dans la concurrence des places, les places à basse intensité réglementaire jouissant d’un avantage compétitif évident. Mais comme toujours, l’objectif intermédiaire de normes prudentielles communes a conduit à des normes prudentielles minimales. Par un effet de plus petit dénominateur commun, le dogme du *level playing field*, c’est-à-dire du marché financier mondial unifié, ne peut mener ailleurs qu’au *minimum minimorum* de la régulation. L’incapacité des accords de Bâle à empêcher quelque crise que ce soit en est la tragique démonstration. Rétablir des zones financières à régulation adéquate, sans attendre que les plus intéressés à la déréglementation – Etats-Unis et Royaume-Uni – ne finissent par s’y rendre, exige donc de leur aménager des protections, c’est-à-dire de recloisonner le marché financier mondial.

**Principe 4** : *L’Europe est une zone d’activité financière autosuffisante*. Elle peut parfaitement adopter unilatéralement un degré supérieur de réglementation financière sans risquer, comme on s’empresse de le dire, la désertion des capitaux, ou sans que les capitaux extra-européens partis lui manquent. Au demeurant, les impératifs de diversification sectorielle et géographique rendent impossible aux investisseurs extra-européens de « faire l’impasse » sur le marché européen. Qui sait, peut-être même finiront-ils par être séduits par le degré supérieur de stabilité qui y règnera une fois la réglementation mise en place... Il est bien évident que par « Europe » il faut entendre ici les 27 moins le Royaume-Uni. Puisque le Royaume-Uni est manifestement décidé à ne revenir sur aucune des « libertés » de la finance de marché, il faut lui appliquer une stratégie adéquate de cantonnement et le considérer, en tout cas du point de vue de la réglementation financière, comme *de facto* non-européen. Le Royaume-Uni ainsi mis à part, il résulte du principe précédent que la zone européenne de réglementation financière ne peut émerger qu’en cessant d’être ouverte à tous les vents de la finance, donc en envisageant certaines restrictions aux mouvements des capitaux. L’abrogation de l’article 56 (renuméroté 63) du Traité européen consolidé est donc un préalable à toute réglementation financière sur une base européenne. Tel est l’objectif défendu par le mouvement « Stop Finance » ([www.stop-finance.org](http://www.stop-finance.org)).

## ***Neuf propositions***

Les principes précédents ont un caractère stratégique. Mais ils n'ont pas en eux-mêmes de portée opératoire – si ce n'est le principe 4 qui pose clairement le strict encadrement des transactions avec des entités financières extra-européennes qui ne se seraient pas soumises, d'elles-mêmes ou sous l'action de leur propre régulateur, aux normes européennes à venir.

Le passage à l'action re-réglementatrice s'appuie, lui, sur des principes tactiques. On ne s'étonnera pas que tous s'expriment sur le mode négatif du « dé- » car il est bel et bien question de faire régresser la finance et de lui ôter une partie de ce qu'elle a conquis. Ces principes tactiques sont au nombre de six : désincitation, désophistication, détitrisation, déleviérisation, désalimentation et déconnexion. Leur mise en œuvre s'étage sur tous les niveaux de la finance : microéconomique (les comportements des opérateurs) ; mésoéconomique (les constructions institutionnelles gouvernant le fonctionnement des marchés) ; macroéconomique (le pilotage de la politique monétaire).

### ***Proposition 1. Désincitation***

Toutes les incitations déterminant les conduites individuelles de la finance sont vicieuses. L'une des pires est incorporée dans les formules de rémunération de ses hommes. En effet l'investissement dans un actif financier quel qu'il soit est toujours l'acquisition d'un couple rendement-risque. Or les formules de rémunération de la finance ne prennent en compte que la première composante : les traders voient la part variable de leur rémunération courante indexée sur leur seule rentabilité courante. Mais cette rentabilité courante a pour compagnon invisible un certain niveau de risque. Il est invisible en temps réel puisque, par construction, le risque n'est matérialisé qu'*ex-post* ! Le trader touchera donc le profit dérivé de la hausse tant qu'il y a hausse, mais n'enregistrera aucun des effets de la baisse – simplement son bonus sera-t-il nul quand celle-ci se produira. Il est donc de ce fait incité à méconnaître le risque contracté pour privilégier la rentabilité courante qui alimente son bonus courant... puisque, si risque il y a, il ne sera manifeste qu'« après ». Il résulte de cette asymétrie des incitations une sous-appréciation notoire du risque – en d'autres termes il y a de puissants intérêts derrière ce que Hyman Minsky appelait justement « l'aveuglement au désastre ».

La première proposition vise donc à rétablir *la symétrie d'incitation* en rendant la rémunération des traders *pleinement algébrique* – c'est-à-dire susceptible de valeurs négatives ! Les pertes issues de la matérialisation des risques antérieurement contractés ne doivent plus seulement *annuler* les bonus mais *les rendre négatifs*. Les traders auraient ainsi à rembourser sur leurs gains passés les pertes présentes et dans les mêmes proportions. On imagine sans peine les effets de la rémunération algébrique sur leur comportement ! Soit la hantise d'avoir à restituer les gains antérieurs oblige à les mettre en réserve et paralyse la consommation ostentatoire – détruisant l'une des jouissances qui donne son ressort à l'existence comme trader ; soit elle ne parvient pas à produire le comportement de réserve mais alors au prix d'une nouvelle attitude face au risque rendue drastiquement rigoureuse. Dans tous les cas, la perspective de la perte personnelle cuisante devrait être puissamment régulatrice.

On objectera sans doute que, dans ces conditions, les traders les plus « compétents » prendront le chemin de l'exil sous l'effet de la concurrence des offres salariales de la part des banques qui ne seraient pas soumises à l'obligation de la rémunération algébrique. Surtout, qu'on ne les retienne pas ! L'utilité sociale de ces soi-disant « cerveaux » demeure des plus discutables. Que ne restent que les opérateurs « moyens » – non exportables – ne saurait être en soi un problème : si leur agilité à manier les produits les plus complexes est moindre, leurs employeurs leur en feront manier de plus rudimentaires. Or c'est exactement l'autre effet recherché ! L'une des plaies de la finance libéralisée vient de la dynamique incontrôlable de la dite « innovation » financière qui multiplie les produits d'une invraisemblable complexité dont la mesure de risque devient presque impossible. La proposition de *désincitation* des financiers est donc par ses effets collatéraux une mesure de *dé-sophistication* de la finance, mouvement qu'il est urgent d'amorcer pour recréer de meilleures conditions d'appréciation et de contrôle des risques.

### ***Proposition 2. Détitrisation***

La dynamique des acquis sociaux semble avoir changé de camp. Tout ce que le travail a gagné est devenu contestable, tout ce que le capital obtient est décrété irréversible. Ainsi de l'« innovation » financière. Deux des plus toxiques, les produits dérivés et la titrisation, dont la finance s'est parfaitement passée pendant des décennies – rappelons qu'ils ont été répandus à partir du milieu des années 80 –, sont maintenant déclarés tellement indispensables qu'il serait simplement inconcevable de vivre sans. Ces braiements de la finance ne doivent impressionner personne. Jusqu'au début des années 90, les banques... ont fait leur métier de banquier : elles ont accordé des crédits, puis les ont conservés sur leurs livres jusqu'à l'échéance ; et il faudrait une certaine audace pour affirmer qu'elles s'en sont mal portées. Nous nous proposons de leur faire faire ce minime saut en arrière et de renoncer à nous convaincre que rien ne serait plus possible si on les privait de l'outil de la titrisation. Comme on sait, la titrisation permet aux banques de se défaire de leurs crédits aussitôt qu'accordés, et de les vendre sous la forme de créances négociables sur des marchés *ad hoc*. On se demande rétrospectivement comment il est possible de s'étonner que cet instrument de défausse systématique du risque de crédit ait conduit à un effondrement de la sélectivité des prêts – jusqu'à faire surgir la catégorie des prêts *subprimes*.

L'instrument de la titrisation est particulièrement dangereux car il a la propriété de soustraire le comportement bancaire d'émission de crédits, donc de risques, à toute régulation prudentielle. En effet les banques sont normalement limitées dans leur politique de crédit par les règles prudentielles qui les contraignent à réserver du capital propre à hauteur de 8% du total de leurs encours risqués. Mais les crédits titrisés sortent immédiatement du bilan des banques puisqu'ils sont formellement cédés à des entités juridiques distinctes, les *Special Purpose Vehicles* (SPV) – dont les fameux CDO (*Collateralized Debt Obligations*) ont été l'un des représentants les plus en vue lors de la crise du crédit. Par conséquent, des risques-crédit sont émis, et même en quantité gigantesque, mais en échappant à toute provision prudentielle de capitaux propres puisque la banque s'en débarrasse dans l'instant – du point de vue de la supervision, tout se passe comme si ces crédits n'avaient simplement pas été accordés...

Il y a donc dans ce dossier plus qu'il n'en faut pour interdire purement et simplement le recours à la titrisation des crédits. Si quelques timidités se manifestent, deux solutions un peu plus douces sont également disponibles. La première consisterait à drastiquement limiter la part titrisable des portefeuilles de crédit – pas plus de 5% par exemple, qui laissent ainsi une marge aux banques pour le redéploiement de leurs capitaux propres (pour mémoire on rappellera que lors des dernières années de la bulle *subprime*, près de 50% des crédits immobiliers ont été titrisés...). Une autre solution consisterait à laisser ouverte telle quelle la possibilité de la titrisation... mais à imputer aux banques la totalité des risques titrisés dans le calcul de leurs provisions prudentielles de capitaux propres, quand bien même ils ont été sortis de leurs bilans. Du point de vue de la surveillance du risque, cette formule équivaut donc à une conservation complète des crédits, la titrisation demeurant alors intéressante pour les banques, non plus comme instrument de défausse du risque, mais comme instrument de refinancement de marché.

### ***Proposition 3. Déleviérisation d'endettement***

L'un des procédés les plus générateurs de risque de la finance spéculative tient à la mobilisation intensive de l'effet levier – à savoir le recours à de forts taux d'endettement comme démultiplicateur de la rentabilité brute. Les agents prennent alors des positions qui peuvent excéder considérablement leurs capitaux propres, situation extrêmement dangereuse lorsque les paris spéculatifs tournent mal. Il est inutile de souligner la gravité des conséquences lorsque les agents en question sont des banques, à plus forte raison des banques de dépôt... Bien loin des aimables bluettes de certains manuels d'économie financière qui nous laissent croire que la valeur usuelle des leviers tourne entre 2 et 5, on rappellera que la banque Bear Stearns était levierisée à 35 et le *Hedge Fund* Carlyle Capital Group à 32... avant de faire faillite l'un et l'autre. Dans le cas de Bear Stearns, la régulation prudentielle et ses ratios de capital (Cooke ou McDonough) ont eu à l'évidence quelques absences. C'est pourquoi il faut reconstruire des ratios réglementaires limitant strictement les effets de levier d'endettement (on verra ci-dessous qu'il est aussi une autre sorte d'effet de levier – à combattre tout autant, et pour les mêmes raisons de fond). On dira que telle était bien en un sens l'intention du ratio de capital lui-même en définissant les engagements risqués comme multiple des capitaux propres. Force est cependant de constater qu'en cette matière, l'échec aura été à peu près complet.

Comme il est impossible d'avoir une vue totalement déconsolidée (opération par opération) de l'activité de marché des banques et que la confusion des flux empêche toute imputation, la proposition présente suggère de construire un ratio de (dé-)leviérisation moyenné à échelle d'établissement. Pour une période donnée, on note P l'ensemble des positions de marchés (tous actifs financiers confondus) prises par la banque. On note D l'ensemble des dettes de toutes échéances contractées par elle. On note enfin E l'ensemble de ses engagements, débours réels et positions de marchés prises (il y a lieu de faire une différence car certains actifs dits *unfunded* ne réclament aucune avance de fonds donc aucun débours réel). Par convention on impute proportionnellement la dette  $DM = D \cdot (P/E)$  aux prises de positions de marché. Il s'en déduit un effet de levier relatif aux positions de marché  $LM = P / (P - DM)$ . Le ratio prudentiel de (dé-)leviérisation fixera alors une borne supérieure – sévère, c'est-à-dire basse – à LM. À ceux qui feront remarquer que ce ratio est quelque peu grossier, on répondra que dans

sa définition même le ratio de capital retenu par les accords de Bâle n'est pas beaucoup plus subtil... L'extrême simplicité de conception du ratio de capital n'a pas empêché que lui soient données des mises en œuvre d'une grande précision de détail. Rien ne s'oppose en principe à ce qu'il en aille de même pour le ratio de (dé-)leviérisation. On ajoutera également que la rusticité, et surtout la brutalité, du ratio de (dé-)leviérisation sont très nécessaires. Bien sûr dans les applications « raffinées » dudit ratio, il faudrait en principe procéder de la même façon que pour le ratio de capital Bâle II, c'est-à-dire en pondérant les différents risques qui entrent dans l'agrégat P des prises de position de la banque. Il ne faut cependant pas avoir une confiance excessive en ces mesures de risque différenciées : pour des raisons fondamentales, qu'il est impossible d'exposer en détail ici, les modèles de mesure du risque en vigueur dans les institutions financières ont révélé des carences *rédhitoires* – en témoigne intuitivement l'ampleur des pertes réalisées sur des produits de la finance structurée (notamment les fameux CDO) dont certaines tranches avaient été jugées parfaitement sûres... avant qu'on s'aperçoive qu'elles ne valaient plus tripette. À défaut de pouvoir l'expliquer complètement ici, il faut insister sur ce point : cette carence de la finance mathématique à mesurer les risques en temps de grande instabilité n'est ni accidentelle ni remédiable, elle est essentielle et indépassable – en deux mots tout de même, pour qui voudra, l'argument technique ultra-compacté : cette impossibilité tient au fait que les densités de probabilité qui entrent comme hypothèses dans les modèles dits de *Value-at-Risk* sont immanentes aux interactions des agents... et sont par conséquent radicalement indéterminées *ex ante*. C'est pourquoi la solution « du yatagan » qui impose des ratios de (dé-)leviérisation absolument draconiens n'a que d'excellentes propriétés d'économie de moyens puisqu'elle anticipe à raison que les risques jugés modérés par beau temps se révéleront très probablement extrêmes par gros temps : autant donc les limiter *ex ante* et de la plus sévère façon.

***Proposition 4. Régulation impérative de tous les acteurs non-bancaires de la finance de marché***

On fera sans doute observer, d'une part que le ratio de (dé-)leviérisation ne s'applique qu'aux banques qui ne sont pas les seuls acteurs de la finance marchésée, et d'autre part que, en tant que brokers, les banques peuvent être amenées à passer des ordres pour des clients dont les investissements ont déjà été leviérisés par ailleurs (un investisseur peut confier un mandat de gestion à une banque A pour un volume de fonds dont une bonne partie est composée d'endettement contracté auprès des banques B, C, etc.). Les investisseurs, quelle que soit leur nature, doivent être soumis eux aussi à ces ratios de (dé-)leviérisation, pour des valeurs variant éventuellement par catégorie d'établissement. Une attention particulière devrait être portée aux *Hedge Funds* qui se distinguent des autres investisseurs, entre autres, par leurs leviers extrêmement élevés. Or ces fonds d'investissements, dont les prises de position agressivement spéculatives se révèlent très déstabilisantes, échappent à toute supervision prudentielle ! De fait la majorité des *Hedge Funds* font de l'évasion réglementaire un élément constitutif de leur stratégie en se domiciliant dans des places financières *offshore*. Cette carence réglementaire est intolérable et doit être impérativement comblée.

Il faut donc interdire toute transaction entre les opérateurs financiers de la zone européenne régulée et les entités des places *offshore*. N'auront accès aux marchés financiers européens que

les *Hedge Funds* qui se seront enregistrés auprès de l'autorité européenne des marchés et qui par conséquent se seront soumis à sa réglementation.

***Proposition 5. Déleviérisation « de marché » – les marchés organisés de produits dérivés***

L'essentiel de la *prolifération* financière – terme qu'on préférera nettement à celui d'« innovation » financière – est venu du compartiment des produits dérivés. Quoique encore discutée par ceux qui voulant sauver tous les acquis de la finance ne se rendront jamais à l'évidence, leur contribution à l'instabilité financière est devenue patente, pas seulement par les interactions spéculatives qui s'établissent entre marchés à terme et marchés au comptant, mais aussi du fait de l'organisation propre des transactions sur dérivés. Ces transactions se distribuent en deux grandes catégories : transactions sur des marchés dits *organisés* ou bien sur des marchés *de gré-à-gré* (ou encore OTC, pour *Over The Counter*).

Toutes les transactions sur les marchés organisés passent par l'intermédiaire d'une chambre de compensation qui est la contrepartie commune de tous les intervenants : la chambre de compensation est l'acheteur de tous les vendeurs et le vendeur de tous les acheteurs. La chambre de compensation impose à tous les intervenants des avances de fond qu'on appelle dépôt de marge. Ce dépôt de marge est une sorte de coussin de sécurité dont l'épaisseur est beaucoup moins grande que les positions elles-mêmes puisqu'il n'est destiné qu'à enregistrer les variations de prix et à solder les éventuelles moins-values. C'est que la grande caractéristique des transactions sur dérivés (quel que soit le marché) est en effet la suivante : portant sur des promesses de vendre ou d'acheter, donc d'encaisser ou de payer, à *une certaine échéance*, elles ne nécessitent pas en principe de mise de fond *immédiate* au moment où elles sont conclues. Les opérateurs s'y engagent donc en quelque sorte à découvert, au sens où ils ne sont tenus à aucun apport de fonds propres (et même de fonds tout court !) au moment de la passation du contrat. Si l'on se souvient que le levier est défini en général comme la capacité de prendre une position sans disposer préalablement en propre de la totalité des fonds, c'en est ici la forme maximale !

Le dépôt de marge sur les marchés organisés instaure donc, mais artificiellement puisqu'elle n'est pas requise en principe, une obligation de mise de fond préalable. Mais cette obligation est d'une telle minceur en proportion des positions prises, qu'elle définit de fait des leviers faramineux. Ainsi, par exemple, un apport de 1000 dollars permet-il de prendre une position de 375.000 dollars sur le marché des *futures* de l'indice S&P500 ! Ce levier lié à l'organisation particulière des marchés dérivés vient donc se superposer au levier d'endettement proprement dit (voir proposition 3) – un opérateur pourrait en effet très bien avoir emprunté 900 des 1000 dollars requis pour le dépôt de marge et s'être engagé sur les 375.000 dollars de *futures* avec... juste 100 dollars en poche ! On ne s'étonnera donc pas que Bear Stearns avec 8 milliards de dollars de capitaux propres se soit retrouvée engagée, tous produits dérivés confondus, à hauteur de... 13.400 milliards de dollars ! Certes il ne s'agit pas là d'une position *ouverte* du même montant car, dans ce total, de nombreuses opérations sont de couverture mutuelle. Il n'en demeure pas moins que ces 13.400 milliards de dollars représentent bel et bien le risque de contrepartie que faisait peser Bear Stearns sur la communauté financière internationale, puisque en cas de faillite, il y aurait eu pour 13.400 milliards de dollars de transactions non réglées... On fera remarquer, là encore, que sur ce total beaucoup d'engagements à payer

compensent des engagements à recevoir. Le risque de contrepartie *net* est donc moins élevé. Même s'il s'établissait à 10% du total, il n'en resterait pas moins 1340 milliards de dollars de transactions non soldées – une paille... S'y ajoute le fait que les compensations des paiements à effectuer et à recevoir n'a pas forcément le bon goût de s'opérer établissement par établissement, de sorte que certains se retrouvent vis-à-vis de Bear Stearns dans une position nette très ouverte... et par conséquent très exposée au risque de contrepartie. On imagine sans peine les effets d'un tel défaut. La Réserve Fédérale les a imaginés sans peine, et l'on comprend aisément l'urgence qui l'a saisie lors du week end du 15 et 16 mars alors que la faillite de Bear Stearns était imminente – et imminente également la ruine d'ensemble du système financier.

Parce que les exigences de fonds propres sur les produits dérivés sont ridicules, et que la levierisation s'y élève au carré (levierisation « de marché » x levierisation « d'endettement ») ces marchés font régner un risque de contrepartie insupportable. La délevierisation étant l'un des principes tactiques les plus centraux du schéma présent, il faut imposer aux chambres de compensation d'exiger des dépôts de marge beaucoup plus importants que les quelques ridicules pourcents d'aujourd'hui. On pourrait très bien imaginer en principe une règle de couverture intégrale en fonds propres des positions sur dérivés (dépôt de marge 100%, levier 0 – en fait : 1). Si ces produits sont hautement spéculatifs et déstabilisants, il faut donc les rendre *inintéressants*, or le levier est cela même qui produit par effet multiplicateur de faramineuses rentabilités des fonds propres. Si la couverture intégrale est jugée trop rigoureuse, qu'à cela ne tienne : on pourra mettre le curseur où l'on voudra, 50%, 80%, peu importe, mais en tout cas plus les dérisoires 1% ou 2% des dépôts de marge actuels.

#### ***Proposition 6. Nationalisation (européenne) des entreprises de bourse***

On objectera peut-être à la proposition précédente que ce sont les chambres de compensation qui ont tout pouvoir de fixer le niveau des dépôts et des appels de marge et que ces « entreprises de marché » sont souveraines car... privées. Et c'est vrai ! Tel est bien l'un des scandales de la libéralisation financière : les places financières, c'est-à-dire l'infrastructure des marchés, ces institutions stratégiques pour la réglementation, sont sous la coupe d'entreprises privées ! Ainsi Eurex, l'entreprise qui tient les marchés organisés de dérivés en Europe est-elle issue de la fusion de Deutsche Börse AG et de Swiss Exchange, dans le but avoué de faire concurrence à une autre entreprise privée, le LIFFE de Londres. On se doute que ces « entreprises de marché » privées n'adhéreront pas spontanément à un projet qui se donne pour but explicite de rendre inintéressants les produits qu'elles cotent, et dont elles tirent leurs revenus... Il est d'une évidence impérieuse qu'un contrôle politique doit être récupéré sur ces « entreprises de marché » qui doivent par conséquent être nationalisées, dans le cas présent sous une forme européenne (donc sous un statut ou sous un dispositif encore à créer), afin de recouvrir toute latitude en matière de réglementation – et ici de délevierisation – des produits dérivés. Pour celles de ces entreprises qui, telles Euronext, ont choisi de lier leur destin à leurs homologues américaines ou anglaises, il faudra briser le lien transatlantique ou transmanche, c'est-à-dire la dépendance à des zones financières qui n'ont visiblement aucune intention sérieuse de réglementation.

#### ***Proposition 7. Délevierisation « de marché » – les marchés OTC***

Quand on a dit, comme précédemment, que le dépôt de marge constituait « la forme maximale du levier », on était en fait au dessous de la vérité. Car, par opposition aux marchés organisés, les produits dérivés s'échangent également sur des marchés dits de gré-à-gré (ou OTC, *Over the Counter*) qui, comme leur nom l'indique, consistent en la simple mise en relation bilatérale des contractants sans intermédiation d'une place (chambre de compensation). Pour le coup, sur l'OTC il n'y a aucun organisme médiateur qui vienne exiger une mise de fonds préalable, fût-elle aussi minime que les dépôts de marge. Il n'y a donc rien qui vienne limiter les positions que peuvent prendre les opérateurs à découvert de fonds propres. Le levier théorique y est par conséquent... infini !

Parce que ces marchés et leurs produits – on pense en particulier aux *Credit Default Swaps* (CDS) qui sont libres de tout financement préalable (et pour cette raison dits *unfunded*) et se sont spectaculairement illustrés dans la présente crise du crédit –, parce que, donc, ces marchés et ces produits sont au principe d'une accumulation invraisemblable de risques de contrepartie, il faut y mettre un terme. Dans la zone européenne réglementée, les transactions OTC seront purement et simplement interdites. Il n'est pas une transaction sur produits dérivés qui ne sera autorisée si elle ne passe par un marché organisé avec chambre de compensation, évidemment sous tutelle publique, et dans les conditions d'appel de marge conformes à la précédente proposition.

Comme d'habitude, le monde de la finance hurlera avant d'avoir mal et arguera de la « nécessité » de transactions de gré-à-gré qui offrent des couvertures de risque sur mesure alors que les produits échangés sur les marchés organisés sont standardisés pour être rendus fongibles (et ainsi proposer une meilleure liquidité). Que les couvertures soient alors imparfaites est réel, mais ne devrait pas être vu comme un problème, au contraire : dans le paysage de la nouvelle réglementation, la persistance de quelques risques mal assurés devient paradoxalement vertueuse puisqu'elle oblige les divers agents à plus de prudence. La fausse promesse par excellence était bien celle des marchés de dérivés libres et sans contrôle qui prétendent offrir des couvertures pour tout, incitant par là les agents à s'exposer sur les marchés au comptant à n'importe quel risque avec la croyance que celui-ci serait « de toute façon couvert » par l'acquisition du produit dérivé *ad hoc*. À voir les décapilotades successives que s'offre la finance de marché, il devrait être clair pour tout le monde que cette promesse d'« assurance universelle du risque financier » aura été une illusion de première grandeur.

### ***Proposition 8. Désalimentation : une politique monétaire anti-spéculative***

À l'étage supérieur – macroéconomique – de la nouvelle réglementation de la finance, il y a la politique monétaire. Comme on commence à en prendre conscience rétrospectivement – c'est-à-dire un peu tard – la politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine n'aura pas été pour rien dans le gonflement des diverses bulles, et tout spécialement la dernière – Alan Greenspan, avant de tourner casaque pour un peu mieux organiser sa défense, n'a-t-il pas explicitement justifié son action passée en arguant de ce que « le risque valait d'être pris pour réaliser le rêve américain d'une société de propriétaires » ?... Moyennant quoi d'ailleurs des centaines de milliers « d'accédants à la propriété » n'auront « accédé » que le temps d'être jetés à la rue – admirable réussite, vraiment.

Si la spéculation se nourrit de flux de liquidités, dont le crédit représente une bonne part, il est clair que la politique monétaire lâche est une signalée contribution aux bulles financières. *A contrario*, il suffirait de relever les taux d'intérêt pour priver les marchés d'une part significative de leur carburant... mais au risque, évidemment d'étouffer l'économie réelle en même temps que l'économie spéculative ! On ne sortira pas de ce dilemme qui tient à l'existence d'un seul instrument – le taux d'intérêt – pour une multiplicité d'objectifs contradictoires – l'activité productive d'un côté, la stabilité financière de l'autre – sans... démultiplier les instruments. C'est précisément à cette fin qu'a déjà été avancée la [proposition](#) d'une politique monétaire dédoublée, munie d'un taux d'intérêt pour refinancer les banques à hauteur de leurs concours à l'économie réelle, et d'un autre taux d'intérêt pour les refinancer à hauteur de leurs concours à la sphère financière. Ainsi devient possible d'élever le taux d'intérêt « spéculatif » à des niveaux meurtriers, tout en maintenant le taux d'intérêt « productif » à des niveaux maximisant la croissance et l'emploi.

Cette huitième proposition pose à l'évidence le problème de l'indépendance de la banque centrale européenne. Si la régulation de la finance de marché est une affaire hautement politique, et si la banque centrale est un élément important du dispositif, il s'en déduit logiquement que l'action de la banque centrale doit être soumise à une forme de subordination politique autrement plus serrée que le quasi-rien – rapports divers et auditions sans importance – qui lui sert pour l'heure d'alibi. Soit la banque centrale s'exécute d'elle-même et entre pleinement dans le plan d'arraisonnement de la finance, soit il y aura matière à voir là une raison supplémentaire de revenir sur son indépendance.

À statut invariant – invariance qui n'a rien d'un objectif en soi –, notons toutefois que la banque centrale pourrait d'elle-même trouver quelques raisons d'adopter ce dispositif de politique monétaire dédoublée. C'est qu'en effet elle est la toute première victime de la prise d'otage où la jette immédiatement le risque systémique ! Il y a donc dans la logique institutionnelle même de la banque centrale quelque chose qui devrait résister à l'asservissement par la finance privée, puisqu'on ne peut pas qualifier autrement cette sommation impérative de lui venir à la rescousse sauf à provoquer d'immenses dégâts. Si la banque centrale prend au sérieux la mission de la stabilité financière, elle devrait être intéressée au premier chef par le dispositif de la politique monétaire dédoublée qui la sort de son dilemme instrumental autrement insoluble.

***Proposition 9. Déconnexion : encadrer les rapports entre la zone européenne financière et les zones non régulées***

En application des principes 3 et 4 ci-dessus, il est évident que la parfaite liberté de circulation des capitaux entre la Zone Européenne Financière (ZEF), régulée par définition, et les Zones Non Régulées (ZNR) est immédiatement caduque. Sur quelles bases cependant rétablir de possibles rapports entre ZEF et ZNR ?

Une première solution simple et économe plaiderait pour une base de... non-rapport ! Ceci n'est d'ailleurs que la traduction du principe 4 réaffirmant – en fait constatant – l'autosuffisance de la ZEF. La ZEF n'a aucun besoin d'être inondée de capitaux extérieurs, elle en recèle suffisamment elle-même, ni encore moins que des institutions financières privées aillent chercher l'aventure au dehors, sauf à importer les aberrations de marchés qui resteront

le propre des ZNR. En d'autres termes, l'Europe est une zone de chalandise financière suffisamment profonde et diversifiée pour satisfaire les ambitions de la finance privée, telles que le présent schéma les rend raisonnables, c'est-à-dire sensiblement revues à la baisse. La finance privée européenne doit en effet oublier les profits mirobolants des bulles et apprendre à se satisfaire de moins : 50% de rendement des capitaux propres pour la banque de marché, quand la banque de détail n'en dégage « que » 25%, les entreprises du CAC40 entre 15% et 20%, et que les taux d'intérêt qui donnent normalement une mesure de la rémunération du capital sont à 4%, c'est fini ! Il est important d'avoir ces chiffres en tête pour être bien convaincu que les glapissements que la finance privée ne manquera pas de pousser sont moins le fait d'une épouvantable injustice qui lui serait faite que de la fermeture d'un exorbitant et injustifiable privilège de profitabilité. Retour à la normale donc.

On peut toutefois, si on le veut vraiment, songer à des formes de relations financières entre ZEF et ZNR, mais en sachant bien de quoi il y va : la ZEF a pour finalité d'éviter que ne se recréent les dynamiques de marché aberrantes et les formations de risques globaux qui demeureront le lot des ZNR. Si c'est pour que le régime des relations ZEF-ZNR annule tous les effets de la re-réglementation interne à la ZEF, ce n'est pas la peine d'y penser. Il est donc évident que ces relations devront être strictement encadrées et soumises à condition.

Les flux sortants (dans le sens ZEF-ZNR donc) seront contingentés puisqu'il n'est pas question que la finance privée européenne aille contracter aux Etats-Unis les risques qui lui sont interdits – évités – dans la ZEF. Seule une part très minoritaire – 10% ? – de l'accroissement de ses encours risqués (crédits et positions de marché) pourra être engagée en ZNR et parmi eux une fraction obligatoirement en actifs sans risque – les titres de la dette souveraine étatsunienne... pour l'instant.

Les flux entrants (dans le sens ZNR-ZEF) ne seront admis que si les institutions d'où ils sont originaires sont elles-mêmes soumises de fait aux normes européennes, et tout particulièrement au ratio de (dé-)leviérisation tel qu'il pourra être calculé par l'autorité publique européenne de régulation financière à l'aide des données communiquées par le Comité de Bâle et en application des propositions 3 et 4 ci-dessus. En d'autres termes, seuls les acteurs hors-ZEF garantissant par leurs comportements un risque de contrepartie modéré seront admis dans l'espace financier européen. Un contingentement des flux entrants fera vraisemblablement partie du dispositif pour éviter que la restriction de l'alimentation en liquidités de la ZEF du fait de la nouvelle politique monétaire ne soit tournée par des afflux de capitaux en provenance d'une ZNR où la politique monétaire demeure trop accommodante pour la finance.

Il faudrait être spécialement peu perspicace, ou bien malintentionné, pour ne pas voir que ce schéma n'a rien d'un plan achevé. Il n'est pas complet – bon nombre d'autres propositions pourraient lui être ajoutées –, et il reste à travailler sa mise en œuvre détaillée. Mais la matrice est là.

On entend d'ici les cris d'orfraie... Il ne devrait pas y avoir lieu de leur accorder trop d'attention. On le regretterait rétrospectivement tant ceux qui les poussent n'ont pas compris la portée de l'événement et sont simplement en retard sur l'histoire : car cette crise financière est d'une ampleur qui doit produire un changement dans la façon de penser l'organisation internationale de la finance. Les défenseurs de l'ordre ancien n'ont donc pas saisi que celui-ci a

failli et qu'il faut en faire surgir un autre. Dans les années trente, ils auraient hurlé au *Glass Steagal Act* qui a séparé les banques commerciales et les banques d'investissement – une autre excellente idée qu'on pourrait inclure ci-dessus. En fait ils ne pensent jamais que selon l'époque, et sont incapables du moindre effort projectif. De l'époque ils épousent toutes les évidences et tous les impensés. Jusqu'à ce qu'une autre époque détruise les anciennes évidences et en installe d'autres. À ce moment, ils jugent les anciennes évidemment dépassées et les nouvelles évidemment indépassables. On ne va donc pas s'étonner qu'ils se cabrent et poussent de hauts cris puisque le schéma présent leur propose exactement ce que leur esprit est incapable de métaboliser. Et on ne va pas non plus perdre une minute à attendre ni leur bon vouloir ni leur conversion mentale. Car il y a urgence, et eux sont des *retardataires*.