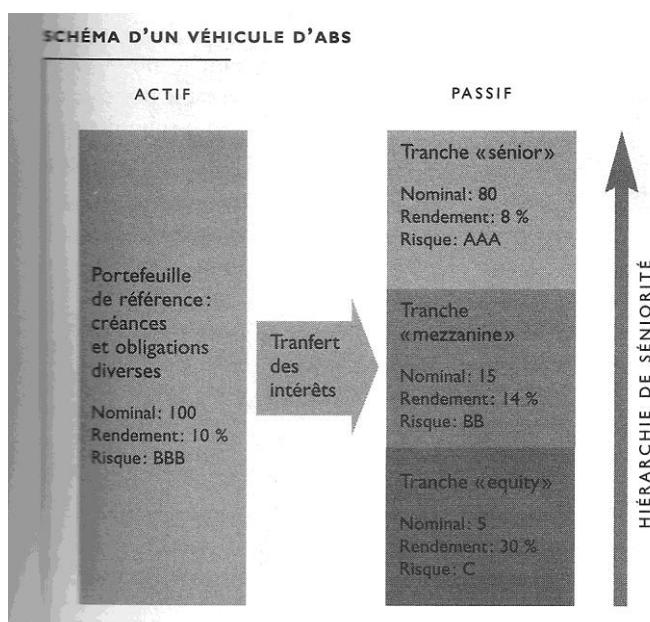


## Frédéric Lordon, Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières

Sur 150 pages, Lordon nous explique sur un ton franc les rouages de la titrisation des risques et les différents montages juridico-financiers qui ont permis à quelques financiers de faire fortune pendant qu'ils menaient la finance mondiale dans le mur. Ensuite, il nous livre ses solutions pour éviter une nouvelle crise. Petit lexique à la fin pour surnager dans le jargon.

Le capitaliste a un but : le *high yield*, ou plutôt, le *highest yield*, ou comment extraire le plus d'argent possible pour sa pomme. Ce rendement se mesure au taux de rentabilité des capitaux propres, return on equity (ROE). C'est grâce à lui que la finance américaine, qui pèse 15% du PIB, concentre 40% des profits américains. Comme toujours, Goldman Sachs est la pionnière et lance ses fonds propres dans des produits financiers aux rendements miraculeux. Elle et toutes les banques émettrices de tels titres paient des agences de notation pour noter ces titres... et les agences leurs attribuent une bien meilleure qualité que les obligations d'entreprise. Ce système repose sur la concurrence exacerbée de tous les acteurs, individus ou banques, qui les incite à profiter de l'euphorie spéculative quand bien même ils auraient la lucidité de voir la vanité de leurs placements sur le long terme.

S'ensuit une prolifération de produits structurés, qui sont des combinaisons de plus en plus complexes de créances. La brique de base en est l'ABS (Asset Backed Security : titre adossé à des actifs). Les ABS immobiliers sont les MBS (Mortgage...). Le montage juridique se fait à l'ombre des cocotiers, là où la fiscalité est douce, au sein de SPV (Special Purpose Vehicle), entités juridiques *ad hoc*. Comme les ABS sont trop mainstream, la finance se lance dans la titrisation itérative : les CDO (Collateralized Debt Obligations) qui sont en gros des ABS d'ABS. Voyez plutôt comment marche un ABS :



Qui chope les *equity*, que les vrais financiers appellent entre eux *toxic waste*, puisque ce sont ces titres qui sont exposés en première ligne à un défaut de paiement de la part de ceux qui ont contracté l'emprunt initial ? Essentiellement les *hedge funds*. Ils pensaient à l'époque avoir suffisamment de nez pour pouvoir revendre ou renégocier leurs titres avant qu'on remarque l'insolvabilité des emprunteurs. L'aubaine pour les financiers ne réside pas dans les *equity*, dont tout le monde sait le

caractère toxique, mais dans les titres seniors : bien notés, avec de hauts rendements. Au fait, que veut dire *prime* ? C'est le standard de solvabilité appliqué par le système bancaire à ses clients. Bon, on commence à avoir peur du risque des *subprimes* donc on concocte des CDS (Credit Default Swap) pour s'assurer contre la faillite d'un titre précis : on paie un agent tous les ans pour qu'il assure la faillite éventuelle du titre (on fait dans le pointillisme, après le pot-au-feu). C'est la ruée sur les CDS du coup, avec eux, plus de souci ! Je vous passe les produits dérivés de produits dérivés... on dénombre au moment de la crise des encours de produits dérivés à hauteur de 13 fois le PIB mondial. Pour exemple, un trillion de dollars de CDS s'échangent sur la dette de General Motors... dont l'encours global est de 15 milliards. Dans le même temps les marchés ne jouent plus du tout leur rôle puisque les actionnaires pompent sous forme de dividendes plus d'argent qu'ils n'en apportent.

Et là, c'est le drame. La panique, tout le monde veut vendre (même les titres seniors ne valent plus rien), personne ne sait vraiment ce qu'il a comme titres, ça prendra plusieurs mois et de fréquentes réévaluations du simple au double pour que chaque banque enquête dans ses comptes pour connaître ses pertes. Tout le monde veut vendre, donc, singularité, les produits n'ont même plus de prix sur le marché (puisque personne ne veut les acheter), cela correspond à un prix nul. Ah ! J'avais oublié l'*enhanced leveraged*, ou levier amélioré : pour contourner la règle des 8% de fonds propres, les banques empruntent pour constituer des fonds propres. Ainsi, elles démultiplient leurs rendements... et leurs pertes. Bref des milliards de milliards de faillite qui s'enchaînent en cascade, puisque tout le système bancaire est interdépendant.

Du coup c'est bibi qui régale. Bien obligés, les banquiers centraux, de sauver le système bancaire. Le marché de prêts interbancaires, où les banques se refinancent au jour le jour, est bloqué à cause de la panique qui règne et de la peur que les autres banques aient des produits pourris ; donc pour éviter la collapse généralisée, les banques centrales sont généreuses : elles donnent plein de liquidités et de facilités de refinancement pour calmer la bête. Concrètement, ce sont elles qui reprennent les produits pourris.

Depuis la déréglementation des marchés financiers dans les années 70, il y a en moyenne une crise financière tous les trois ans (si si !). Donc pas cons, ils recréent des règles : Bâle II entre en vigueur en 2006 par exemple. Hum... un peu trop timorées ces règles semblerait-il. Quelles sont-elles ? Évaluer les risques, et les couvrir, à 8% en moyenne. Outre des raisons évidentes de conflits d'intérêts, le gros problème de cette méthode réside dans l'évaluation des risques, qui se fonde sur des modèles qu'on dit 'robustes' alors qu'ils sont incapables de simuler un 'changement de régime' : une panique collective.

Six principes et neuf propositions pour en finir avec les crises financières :

- La finance est servie.
- Le contrôle des risques est une chimère.
- Quand une bulle est formée, il est trop tard.
- Ne pas tomber dans le piège du *level playing field*, règles prudentielles communes mondiales proposées par Bâle, car elles seront toujours minimales. Préférer une zone financière propre, indépendante des États-Unis et du Royaume-Uni, qui seront toujours trop déréglementés.

- L'Europe est une zone d'activité financière autosuffisante.
- Les protestations prévisibles de l'industrie financière sont nulles et non avenues.

Propositions :

- désincitation (rendre les gains des traders possiblement négatifs)
- détritrisation (par exemple limiter la part des titres dans un portefeuille à 5%, ou imputer aux banques la totalité des risques titrisés dans le calcul de leurs provisions prudentielles)
- délevierisation (mettre les dépôts de marge à 100% sur les marchés organisés)
- régulation impérative de tous les opérateurs non bancaires de la finance de marché (comme les *hedge funds* : interdire les transactions avec les paradis fiscaux)
- Nationalisation (européenne) des entreprises de bourse
- interdire les opérations OTC (over the counter) (qui bénéficient d'un levier infini)
- adopter une politique monétaire anti-spéculative (subordination politique de la BCE)
- encadrer les échanges avec les zones non régulées (en quantité et qualité)