

## LES GRACQUES

### La Bourse ou la Vie

Pendant quelques semaines, les courbes de l'économie se sont creusées sous le souffle de l'Histoire. Chacun a eu peur, peur de revenir un siècle en arrière, un siècle de haine et de guerres. Peur, suivie d'un soulagement provisoire avec un goût de cendres dans les consciences : ce ne sera qu'une récession. Mais quel gâchis !

Car il faut vivre dans un univers bien éthéré pour ne voir dans ce qui s'est passé que la simple revanche de l'Etat sur les marchés, de la régulation sur la dérégulation, de l'Europe sur les Etats-Unis.

La vérité, c'est l'inverse : les marchés ont réussi la plus formidable prise d'otages de l'Histoire ; ils ont posé un pistolet sur la tempe des Etats et des contribuables. Ne vous demandez plus ce que votre banque peut faire pour vous, demandez vous ce que vous pouvez faire pour votre banque ! Garantisiez ses dettes, ou nous retournons tous à l'âge de pierre. C'est le banquier de grand chemin qui attend les Etats sur sa route et les met en joue : la Bourse ou la vie...

Les gouvernements ont cédé. Ils ont eu raison. Ils n'avaient pas le choix. Ils ont tâtonné un peu, il y eu quelques embardées nationales, mais ils ont fini par se coordonner. Chacun a donné ce qu'il avait de meilleur. Henry Paulson a lancé la production avec des moyens hollywoodiens. Gordon Brown a écrit les dialogues. Nicolas Sarkozy, assure la réalisation. Il n'est d'ailleurs pas certain que le coût final de cette opération se révèle prohibitif, ni même que nos finances supportent une charge nette. Après tout, les nationalisations de 81 ont été une bonne affaire pour les contribuables français, même si c'est pour de toutes autres raisons que celles pour lesquelles elles avaient été décidées.

Mais au moins avaient-elles été voulues. Ici, les démocraties subissent. On ignore quel sera le coût ou le gain final, mais on sait ce qu'on engage : plus de 2500 milliards de dollars dans le monde, 350 milliards d'euros en France, plus d'un mois de PIB de l'Europe et des Etats unis, plus de 10 000 euros par foyer fiscal français, 6 ans d'impôt sur le revenu. On peut, intellectuellement, comme certains l'ont fait, se féliciter que le monde retrouve le keynésianisme, qui ne marche que s'il est global. A ceci près que ces gigantesques plans de sauvetage ne sont pas keynésiens. La majorité, en Europe l'énorme majorité même, des montants mis en avant correspond à une interposition payante de l'Etat ou des banques centrales entre des détenteurs de liquidités, ils sont toujours là même s'ils restent en retrait, et ces demandeurs de liquidités que sont devenues les banques. Il ne s'agit pas de dépenses de fonctionnement, il ne s'agit pas d'investissements qui pourraient créer de la richesse et faire tourner la machine. Il s'agit de mettre de l'huile dans les rouages pour que le moteur ne s'arrête pas, définitivement grippé, avec, pour le coup, des conséquences incalculables. Le reste des plans des grands Etats est voué à recapitaliser les banques, pour qu'elles puissent continuer de prêter alors même que la tempête risque de continuer de dégrader leurs fonds propres. Là non plus, l'objectif n'est pas keynésien au sens orthodoxe du terme. C'est bien une nouvelle crise, avec une réponse radicalement nouvelle – comme le nécessitait la situation. Le retour célébré du keynésianisme est en réalité l'invention par les Etats de réponses nouvelles à une crise radicalement nouvelle et leur reconnaissance générale d'une évidence : celle que les marchés, laissés à eux-mêmes, peuvent faire de mortelles sorties de routes. Ce constat-là était déjà celui dont est né le keynésianisme. Mais si les gouvernements avaient retrouvé le goût d'investir ensemble 2500 milliards pour sauver le monde, ils auraient peut-être pu avoir d'autres priorités que le renforcement du Tier one des banques d'investissement. Si l'on n'oublie pas la Vie, après avoir sauvé la Bourse, les idées ne manquent pas au rayon de la Fraternité : éradiquer la faim dans le monde (300 Mds sur dix ans) ; construire « la grande muraille verte » de Dakar à Djibouti pour stopper la désertification du Sahel et l'équiper en bassins de rétention (200 Mds); doter d'ordinateurs toutes les écoles du monde, etc..... Les projets existent. Ils sont rentables, au moins par les externalités qu'il génèrent , et plus en tous cas que de consumer les excédents de liquidités créés par une politique monétaire laxiste dans l'inflation immobilière, les LBO, et les rachats d'actions...

Acceptons l'évidence obscène : on ne peut pas le faire tout de suite, il faut d'abord sauver le soldat Goldman Sachs et le reste des troupes en déroute. Soit. Mais puisque les gouvernements ont repris le goût de travailler ensemble, puisqu'ils vont faire payer des garanties qui ne joueront pas, et acheter au plus bas des actions de banques qu'ils revendront après la crise, pourquoi ne mutualiseraient ils pas les éventuels bénéfices de la crise, sous l'égide de la Banque mondiale et du FMI, pour lancer ce plan Marshall d'équipement du Sud que la fin du siècle précédent a oublié ? Les gouvernements devraient s'engager à le faire, et à porter enfin leur aide publique au développement au niveau des objectifs qu'ils ont eux-mêmes adoptés – théoriquement. Ceci peut être fait très vite, il suffit d'écrire un produit dérivé au profit du FMI qui permettra d'y consacrer les éventuelles plus-values du sauvetage bancaire. Le surplus, s'il y en a un, devrait aller – tous en ont besoin- à leur propre désendettement. C'est notre première proposition

Cela ne suffira pas à restaurer le leadership économique et moral des démocraties libérales. Il faut aussi faire le ménage dans notre modèle : comprendre ce qui a produit l'explosion, éviter qu'elle ne se reproduise, surtout éviter que les mêmes ingrédients ne produisent d'autres déséquilibres insupportables. Ce qui s'est produit ne se prête pas à une analyse idéologique univoque. Gardons nous donc de reprendre les vieilles antiennes de l'économie administrée, qui reprennent du poil de la bête, comme une montre arrêtée qui s'émerveillerait d'indiquer l'heure exacte deux fois par jour. Ce n'est pas la crise finale du capitalisme. Ce n'est pas la remise en cause de l'économie de marché. Ce n'est même pas seulement une crise de la dérégulation. Elle n'est née ni des hedge funds, ni des paradis fiscaux, mais aux Etats unis et sur le segment du marché le plus administré, les crédits hypothécaires. Elle a, dans l'histoire des crises financières, la caractéristique unique de venir de ce que les banques ont trop prêté... aux pauvres, ce qui n'est pas leur tendance naturelle. Le dérèglement ne vient pas seulement de la dérégulation, mais aussi d'une mauvaise régulation, doublée d'une passivité des autorités face aux contournements de la loi.

Mauvaise régulation que celle qui forçait les banques américaines à prêter aux communautés les plus défavorisées, et qui leur permettait ensuite de socialiser ce risque auprès d'agences privées sous-capitalisées -donc très rentables aux heures fastes- et bénéficiant de la garantie de l'Etat. Pile l'actionnaire gagne, face l'Etat perd. Bien sur, l'accession à la propriété de toutes les couches de la population est un bel objectif ; mais livrer des populations démunies à l'usure, rêver d'une nation de propriétaires qui dépenserait ses hypothèques rechargeables, c'est le contraire d'une politique sociale. Mauvaise dérégulation qui a discrètement autorisé les banques à endetter sans limite leurs filiales de brokerage. Mauvaise régulation qui se contentait d'imposer des ratios de fonds propres aux banques, alors que les crédits ne transitaient par elles que l'espace d'un instant, après qu'ils aient été distribués par des courtiers non régulés et avant qu'ils ne soient « assurés » par des « monoliners » non régulés mettant dix fois moins de fonds propres en face du même risque, et replacés sous forme titrisée dans des fonds d'investissement de la clientèle, eux même endettés et non régulés.

Les années 2000 n'ont pas vu seulement le développement des entreprises sans usine. Elles ont aussi inventé les banques sans bilan - du moins le croyaient-elles, aveugles aux risques de marché que leur faisait courir, précisément, la titrisation

La solution passe donc par de nouvelles règles du jeu qui mettent fin à cette économie artificielle. Réguler plus, réguler mieux et surtout, c'est notre seconde proposition, réguler plus large. En d'autres termes, il s'agit non seulement de limiter le levier d'endettement des banques mais aussi de tous ceux qui en jouent le rôle par l'effet de l'innovation financière : hedge funds, ce qui nécessite un minimum de régulation dans les places offshore ; fonds de LBO , dont les Etats devraient limiter la déductibilité des intérêts; vendeurs de dérivés de crédit qui devraient être astreints à opérer sur des marchés organisés ; assureurs financiers, à surveiller et capitaliser en proportion de leurs risques ; et même les bonnes vieilles Sicav du grand public , qui ne doivent promettre que la liquidité qu'elles peuvent tenir.

Et puis il n'est plus tolérable qu'on ait laissé hors de tout contrôle public l'exercice réel de la régulation. Banquiers et investisseurs institutionnels, avec, de fait, l'aval des régulateurs publics, ont « rendu les clés » aux agences de rating, opérateurs privés détenus par des groupes financiers ou de médias et rémunérés par ceux dont ils assurent la surveillance. Ce sont elles qui notent la stabilité financière des émetteurs et ces notes déterminent souvent si les investisseurs institutionnels peuvent acheter les produits.

Imaginerait-on, dans la vraie vie, sur le marché des biens, que l'étiquetage des produits, l'information sur leur dangerosité, la fixation des dates de péremption, le traçage soient assurés par un opérateur privé, sans un minimum de clarté sur ses méthodes et de supervision publique ? Passe encore si cela marchait. Mais cela n'a pas été le cas.

Regardons de manière un peu détaillée ce qui s'est passé. :

-certes, les notes données par les agences sur les obligations d'entreprise et les produits simples donnent une approche statistiquement assez vérifiée de leur probabilité de défaut. Encore cette corrélation s'affaiblit-elle en période de crise, quand la spéculation ou la crise de confiance s'attaque à une valeur en particulier ; elle n'est alors maintenue qu'au prix de dégradations surprises, où les agences suivent les emportements du marché plutôt qu'elles ne le guident, quand le changement de notation lui-même ne précipite pas le défaut ;

-quand elle s'est appliquée à des produits complexes, la modélisation des agences n'est pas parvenue à suivre le rythme de l'innovation financière. Surtout, elle a été interprétée par les investisseurs comme une garantie de liquidité, ce qui n'était pas leur objet ;

-enfin , les agences de notation ont commis des erreurs graves de méthode dans un certain nombre de domaines : insuffisante prise en compte des dangers macro-économiques (renversement du cycle immobilier, impact des évolutions de la forme de la courbe de taux) sur certains sous-jacents (au premier rang desquels, les subprime et leurs dérivés) ; erreur identique dans la notation des ces agences bizarres que sont les rehausseurs de crédit (monoline insurance companies), dont le sort n'aurait pas dû être analysé sur la base de statistiques historiques de crédit (ce qu'elles ont fait), mais en en comprenant leur exposition à des évolutions macro-économiques.

Certes, les torts sont partagés .Les banques qui structuraient les produits ont bénéficié de ces insuffisances ; les investisseurs ont été paresseux ; les régulateurs publics n'ont pas vu venir le risque systémique.

Ce système ne peut plus durer .Que faire des agences de notation ?

Une première voie serait de les « nationaliser », en les plaçant sous la responsabilité et le contrôle des banques centrales .Cela éviterait au moins tout risque de conflit d'intérêt. Il faudrait néanmoins être sûrs que les banques centrales et les régulateurs feront mieux, et ne seront pas tétanisés par les risques d'une mise en jeu de leur responsabilité.

A défaut de nationalisation, il faudra au moins réformer en profondeur le cadre dans lequel exercent les agences de rating en les plaçant sous un contrôle public et international. Elles rendent un service public, l'étiquetage des produits et la régulation des risques. Elles produisent un bien public, la confiance. Mettons-les sous la responsabilité des banques centrales. Elles bénéficieraient de leur indépendance vis-à-vis des gouvernements mais aussi des opérateurs. Elles pourraient se rémunérer par une taxe sur les émissions ; c'est ce qu'elles prélèvent déjà. Imposons leur une publication des lignes générales des méthodes d'évaluation des produits complexes qu'elles utiliseront et leur revue par des panels d'experts indépendants. Cela n'empêchera pas toutes les erreurs ; cela les limitera et évitera les plus grossières. Transparence, indépendance, débat public : elles qui étaient présumées apporter cela au bon fonctionnement des marchés devront ainsi s'y soumettre pour leurs propres activités.

Pourquoi les banques centrales et pas les gouvernements ? Parce que le malentendu le plus grave serait de « politiser » cette nécessaire re-régulation. L'opinion publique veut toujours plus de croissance, donc

plus d'endettement. Ce qui est en jeu pour assainir le système est exactement l'inverse ; la croissance des dernières années a été trop tirée par l'endettement, qui a cru cinq fois plus vite que le PIB. Cet argent facile a tiré un peu l'économie, sa disparition va la ralentir dans les mêmes proportions. Mais il a surtout provoqué l'inflation des valeurs d'actifs (actions, immobilier). Il a enrichi les riches et renversé les valeurs. Comme si l'on était un entrepreneur seulement en mettant de la dette sur des actifs ! Ce mécanisme est arrivé à son terme et la régulation doit accompagner la désintoxication au crédit sans trop s'inquiéter de la baisse des valeurs. La croissance de demain dépendra des gains de productivité et la fortune de l'innovation. C'est une bonne nouvelle.

Mauvaise régulation, excès d'endettement mais aussi excès de glotonnerie. Il faut le constater sans céder au populisme ni aviver la jalousie sociale : l'énormité et la rapidité des gains personnels des acteurs centraux du système ne peuvent pas être étrangères à une gestion qui a conduit à une prise de risques excessifs. Et il ne s'agit pas là seulement d'interdire les « parachutes dorés » de ceux qui échouent, ce qui ne représente qu'une réponse très partielle au problème : le risque de perdre deux millions en cas d'échec ne dissuade pas de prendre un risque excessif, si on peut en gagner cent en cas de réussite.

Ce ne sont pas des considérations morales qui doivent guider les régulateurs. Il n'y a pas d'un côté les gentils industriels, de l'autre les méchants financiers ; d'un côté les salariés, dont les hauts salaires devraient être plafonnés, de l'autre les capitalistes qui pourraient s'enrichir sans limites ; et il n'est pas immoral de vouloir s'enrichir. La question est d'aligner les intérêts à long terme de l'économie, des actionnaires et du management. Un gestionnaire de fonds reçoit souvent chaque année en cash un pourcentage de la performance des capitaux qu'il gère ; s'il les fait progresser de 25% par an pendant quatre ans et les effondre de 80% la cinquième, il deviendra très riche alors que ses actionnaires auront été ruinés : ne nous étonnons pas que les performances soient volatiles ; et que ceux qui ont choisi de rémunérer ainsi leurs gestionnaires ne soient pas surpris d'être investis dans des produits risqués.

L'économie de marché a besoin d'être mobile, que les patrimoines ne soient pas figés, que ceux qui réussissent puissent faire fortune. A condition que la fortune se construise dans la durée et pas sur quelques « coups ». A l'occasion de cette crise, les actionnaires vont partout chercher à mettre en place des dispositifs permettant d'étaler sur la durée les rémunérations extrêmes, et de les conditionner à la durabilité du succès.

Notre quatrième proposition vise à ce que les régulateurs et les actionnaires encadrent les mécanismes de rémunérations, afin que ceux-ci mesurent la performance sur toute la durée de vie des produits. Une fiscalité dissuasive peut y contribuer efficacement. Après tout, ce n'est que depuis une date récente que l'on a décidé de considérer comme un droit de l'homme le plafonnement à 50% de l'imposition des très hauts revenus : pourquoi ne pas créer un nouveau taux, très pénalisant, par exemple 80%, sur les rémunérations les plus élevées dans les institutions financières, qui ne s'appliquerait qu'à ceux qui n'accepteraient pas de laisser quelques années leur actif dans l'entreprise, sous forme d'une créance subordonnée annulable si la performance ne résiste pas au temps ? Annulable de droit si l'entreprise fait faillite ou demande un soutien public, mais les actionnaires pourront fixer pour chaque entreprise des critères plus exigeants en fonction de la durabilité de la performance.

Propositions extrêmes, idéalistes, dangereuses parce qu'elles ne seront pas partagées au sein du monde occidental et affaibliraient les économies de ceux qui prendront les devants ? Ce n'est pas si sûr. Le monde a changé. L'histoire montre au contraire la violence des mouvements de balancier entre régulation et dérégulation. Le risque est plutôt que l'inaction ne rouvre la voie au populisme, au protectionnisme, à la désagrégation des solidarités.

L'histoire du capitalisme d'après-guerre montre aussi une tendance à réguler pour éviter la reproduction d'une crise particulière, sans attaquer les causes qui provoquent les déséquilibres et les bulles. De ce point de vue, il y a des remèdes dans la boîte à outils étatique qui sont pires que le mal et que l'on voit redresser la tête en ces temps troublés, chez nous comme chez nos voisins allemands. Potions au goût

sucré et aux conséquences amères, qui relèvent de deux recettes : le laxisme monétaire et le laxisme budgétaire.

Il y a une origine de fond aux bulles successives sur les pays émergents, les valeurs technologiques, les créances hypothécaires, les matières premières ; c'est l'irresponsabilité d'une politique monétaire trop accommodante qui a maintenu pendant des années les taux d'intérêt réels en deçà des taux de croissance soutenables. La politique de la réserve fédérale américaine en est responsable, et complices les politiciens qui agonisaient la BCE pour ne pas suivre cet exemple. C'est une politique pour les riches qui n'accroît pas la croissance à long terme car celle-ci ne vient que de l'innovation et des efforts de productivité. Elle ne sert qu'à accroître provisoirement la valeur des actifs, à encourager l'économie d'endettement et à provoquer des bulles, car il faut bien que les liquidités en excès s'investissent quelque part. Une fois passé le cœur de la crise, il faudra y mettre fin. Le retour à la rigueur... C'est notre cinquième proposition, certainement pas la moins douloureuse.

Mais ce qui peut provoquer la prochaine crise globale, c'est le risque que les Etats, enivrés de la nouvelle crédibilité que leur prête provisoirement un marché en perte de repères, soumis à la demande d'une opinion publique qui supportera une activité ralentie par des banques gavées de subventions et néanmoins réticentes à prêter, soucieux de « relancer la machine », fassent déraiser leur dette.

Aujourd'hui, les liquidités affolées se réfugient dans les emprunts d'Etat. Cela ne durera pas toujours; ne les laissons pas créer une bulle sur les emprunts d'Etat, après les quatre précédentes ! La crise bancaire doit au contraire servir de signal d'alerte. A cette occasion, on s'aperçoit que les Etats sont petits par rapport aux masses de capitaux en circulation. Le total de bilan de chaque grande banque représente à peu près une fois le PIB de son Etat d'origine ; les plus grandes sont depuis longtemps « too big to fail »; mais certaines sont en train de devenir « too big to be rescued ». L'Islande a fait faillite. L'Irlande a garanti tous les passifs bancaires pour deux fois son PIB : que fera-t-elle si une banque a été mal gérée ? Elle doublera son impôt sur le revenu pendant une génération ? Et que se passera-t-il le jour où une agence de rating décidera de dégrader la notation de la dette d'un Etat du G 10 ? Celui ci ne pourra plus lever de la dette pour financer son déficit. Il devra vendre ses actifs à la casse et licencier ses fonctionnaires et il ne pourra plus honorer les tombées de dette en en émettant de nouvelles.

Déjà au lendemain des crises bancaires, on commence à voir, à l'intérieur même de l'Union, une différenciation des « spreads » entre Etats, et même un marché des CDS souverains, c'est-à-dire un marché de l'assurance contre les faillites d'Etat. Cela n'est pas absurde dans le temps long. Car l'Histoire dit que les Etats aussi, font faillite... Cela ne fait pas peur à la droite conservatrice « Starve the beast », affamez la bête, disaient les reaganiens. La gauche progressiste plaide pour la capacité de l'Etat à réguler l'économie et à assurer les solidarités. Protéger l'Etat et réformer l'économie, c'est se mettre du côté de la régulation et aussi – c'est peut être à la gauche de retrouver le mot – du côté de la rigueur, c'est-à-dire de la justice.

LES GRACQUES

### **Nos 5 propositions pour la nouvelle régulation mondiale :**

- Mutualiser au profit du FMI et de la Banque Mondiale une part des gains des Etats tirés des plans de sauvetage des systèmes financiers, le reste étant consacré à leur propre désendettement.
- Contrôler le levier d'endettement et la liquidité de tous les opérateurs non régulés : vendeurs de dérivés de crédit, Sicav, fonds de LBO, hedge funds, monolines, etc...
- Placer les agences de rating sous contrôle public international, confié à la responsabilité des banques centrales.
- Imposer à tous les opérateurs de marché des règles de rémunération de la performance tenant compte de la durée, et surtaxer fiscalement ceux qui ne les respectent pas.
- Tenir le cap d'une politique monétaire rigoureuse et revenir à la rigueur budgétaire.