



LA CRISE FINANCIERE

Une approche de la fédération

L'objectif de notre approche est de mieux connaître les rouages du système pour mieux avancer nos propositions sans se laisser restreindre au domaine social, notamment celui de l'emploi. C'est une démarche complémentaire à l'analyse générale de la CGT sur la crise du système capitaliste et particulièrement à ses propositions d'une nouvelle répartition des richesses en faveur du travail.

On abordera donc ici, dans une démarche fédérale originale qui tient à notre caractère professionnel, l'aspect financier de la crise, qu'il faut bien comprendre comme un sujet global touchant aussi bien les banques que les assurances.

I- L'origine de la crise

L'environnement mis en place à Bretton Woods au sortir de la 2^{de} guerre mondiale, le système financier mis en place est principalement constitué :

- du " gold exchange standard ", la valeur de la monnaie universelle, le dollar, est fixée en référence à une contrevaletur de 38 \$ l'once d'or,
- de la mise en place du FMI, de l'OCDE et de la Banque Mondiale.

Ce système fonctionnera pendant toute l'ère de développement multinational du capitalisme industriel, malgré la décision de Richard Nixon en 1971 de mettre fin à la convertibilité du \$ en or afin de faire fonctionner la planche à billet pour financer la guerre du Viet Nam. Cette décision entraînera le flottement généralisé des monnaies et.. la création du " serpent monétaire " européen, ancêtre de l'euro.

Une nouvelle étape s'ouvre, celle de l'exportation de la dette américaine, et celle de la " mondialisation ", puis de la mise en place de l'euro.

Avant la crise actuelle, de nombreuses crises " cycliques " se sont produites, annonciatrices de la crise majeure d'aujourd'hui, dont la " crise asiatique en 1997 " qui précédera " la crise russe ", la faillite du fonds LTCM, l'éclatement de " la bulle Internet " et la faillite d'Enron.

La crise est d'origine financière

Il ne s'agit donc pas de refaire un Bretton Woods et de remonter le temps, pas plus que de moraliser le capitalisme, mais de déceler l'origine financière de la crise dans les années Bush père et Thatcher, et qui va se déployer dans les années Bush fils pour éclater avec leur fin.

Dans ce cycle commencé il y a un peu plus de 30 ans, la crise financière était annoncée, car elle reposait sur un dogme

économique anglo-saxon (libéral) simple : le marché s'autorégule, car de la richesse de quelques uns naît la richesse de tous... oubliant que le marché n'a qu'une raison d'être, réaliser le plus de profit possible.

Pourquoi ?

L'originalité du cycle est d'avoir ajouté au marché des marchandises un " marché financier " propre à dégager **une rentabilité du capital investi supérieure à deux chiffres**, s'affranchissant ainsi de la valeur réelle des marchandises (est-ce que la valeur du pétrole sur le marché est sa valeur réelle ?) et des contraintes de l'économie (les limites de la production des richesses réelles comme le PIB par exemple ou la rentabilité du capital industriel).

Comment ?

Le développement est parallèle des instruments financiers, de la dérégulation (ou plutôt du développement des marchés non régulés), des technologies et des moyens humains. Ce mouvement prend sa source dans les années 80 et s'accélère dans les années 90.

Quelques exemples dans l'ordre cité ci-dessus :

- Les produits dérivés

(un produit dérivé est un produit mis en vente sur le marché et dont la valeur est un sous-jacent d'un autre – le cours d'une action, une matière première... ou d'un " panier " de plusieurs). Certains produits peuvent être utiles, comme un produit qui garantit le prix du carburant ou du gaz sur une certaine période. Air France ou GDF les utilisent pour se prémunir des variations brutales à la hausse. Le problème est qu'à partir de " modèles mathématiques ", certains produits inutiles, sans réelle contreparties, prétendent planifier un rendement supérieur, et leur complexité les rend totalement opaques.

L'économie dite " réelle " ne représente que 2,2 % des échanges financiers. Il se traite (traitait) plus de 1,400 millions de milliards de produits dérivés par an.

Les transactions sur les dérivés de marchandises ont été multipliées par 4 de 2002 à 2006 sur le CBOT, principal marché des matières premières. Il s'est échangé 80 fois la production réelle de blé aux USA sur le marché de Chicago en 2007 et 2008.

En 90, 40 milliards de \$ étaient gérés par 500 hedge funds, en 2007 1750 milliards par 10000 hedge funds.

- **La titrisation** (une créance est découpée en un certain nombre de titres censés répartir le risque entre les acquéreurs des titres). Ce sont notamment les CDS (credit default swap) et les CDO (collateralised debt obligation). Encore une fois, ces produits inventés aux USA au début des années 90 peuvent être utiles. On peut considérer que la 1^{ère} étape l'est. Il en va autrement, lorsque le découpage est en cascade et que les niveaux s'additionnent pour rechercher un effet de levier. Les " subprimes " en font partie. La recherche d'une rentabilité élevée sur ces produits s'est appuyée à nouveau sur des modèles, validés par les agences de notation qui les ont classés AAA.

- **Les LBO**, leverage buy out, (achat par effet de levier : un achat est financé par un prêt et le remboursement du prêt est financé par le produit de l'achat ou de sa revente). Le rendement est très élevé car l'investissement initial est très faible, de l'ordre de 10% de l'achat.

- **La " vente à découvert "** (les techniques d'échange sur les marchés permettent d'acheter sans mise de fonds immédiate (emprunter), il est donc possible de revendre avant le règlement). La vente à découvert permet des gains rapides sans mise initiale, et donc un rendement sans égal, mais accélère la " volatilité " d'une valeur.

- **Le marché de gré à gré**, OTC – over the counter. C'est un marché sans aucune règle ou le vendeur et l'acheteur procèdent de gré à gré. Il n'y a pas de compensation, pas d'appel de marge, pas de conditions minimales pour vendre ou acheter. Les principaux intervenants sur le marché de gré à gré sont les hedge funds.

- **Les hedge funds** (fonds de couverture – alternatifs). " *Les hedge funds se trouvent être peu réglementés car la réglementation de la gestion d'actifs classique n'autorisait pas la vente à découvert et l'effet de levier. Ces fonds se sont donc créés dans des juridictions offshore (les paradis fiscaux).* " " *Les institutions financières, telles que les fonds de pension et les compagnies d'assurance constituaient 2% des investisseurs (à la création), 38% en 2005, et cette part atteindra probablement 50% en 2008.* " En général, le fonds se rémunère d'une commission de 2% des actifs gérés et de 20% des gains réalisés. Le rendement est en moyenne de 20% mais peu atteindre 30%.

- **Les normes comptables** ont été modifiées pour permettre le développement des marchés financiers, en les alignant sur la norme anglo-saxonne, sous le prétexte de les unifier et de protéger les investisseurs. Les produits dérivés n'auraient pu connaître un tel développement si la capacité de crédit des banques, et donc leurs fonds propres n'avaient été calculés sur les bases des nouvelles normes IAS39 (IFRS). Cette norme prévoit que les actifs constituant les fonds propres détenus sont évalués à leur valeur du marché et non plus à leur valeur d'acquisition. C'est la " fair value ". Dès lors, les grands établissements américains et britanniques, qui détenaient des produits dérivés dans leurs actifs en très grande quantité, disposaient d'un ratio fonds propres / emplois de plus en plus favorable... leur permettant de distribuer plus de crédit et contribuer ainsi à la hausse du marché. Evidemment, le phénomène s'est produit à l'inverse lors de la crise, la norme étant accusée d'accélérer la crise. Cette " procyclité " a promptement conduit les autorités européennes à annoncer leur volonté de modifier les normes IFRS, qu'elles avaient

elles-mêmes promulguées, tant pour les banques que pour les assureurs qui devaient être concernés au travers de la norme " Solvabilité 2 ", pendant de " Bâle 2 ".

- **Les agences de notation** ont servi de caution, alors que leur étroite dépendance avec les investisseurs et les banques était évidente. Elles ont également concouru au développement des marchés financiers en poussant à l'alignement sur les normes anglo-saxonnes. On se souvient par exemple de leurs critiques à l'encontre de la faible rentabilité de la banque de réseau comparée à celle des activités de marché.

Les technologies ont joué aussi un rôle important. L'informatisation des échanges, la plus grande partie des ordres est aujourd'hui automatisée, a permis une accélération sans précédent du flux de ces mêmes échanges à l'origine des profits dégagés sur les achats et les ventes. Sur les marchés régulés, comme par exemple Euronext, les ordres sont aujourd'hui exécutés en 45 millisecondes, et la cote est mise à jour toutes les 15 mn... mais ça ne suffit pas encore, la directive MIF (une directive européenne de protection des intérêts de investisseurs) organise la concurrence des marchés régulés et autorise la création de marchés alternatifs. Ainsi 2 nouveaux marchés ont été créés dans lesquels on retrouve les grands de la finance, CHI-X et Turquoise, marchés qui se vantent de traiter les ordres en 15 millisecondes pour un coût moindre et coter en temps réel. Dans les salles, 90 % des transactions sont générées par des automates de trading préalablement paramétrés...

- **Les paradis fiscaux** est la " juridiction offshore " indispensable au développement de l'activité. Tous les grands établissements ont leurs représentations locales.

- **Les systèmes de rémunérations** ont accompagné la dérive financière permettant ainsi de disposer des moyens humains nécessaires, dans un système qui pousse à prendre des risques pour réaliser le profit maximum dans le délai le plus court... et d'en tirer un bonus proportionnel (que l'on soit trader gérant ou dirigeant).

Le ratio Cooke (Bâle 1) a été remplacé par le ratio Mc Donough (Bâle 2). On est donc passé en 2 étapes d'un ratio prudentiel établi entre les ressources collectées (les dépôts des clients) et les emplois (les prêts distribués) à un ratio qui substitue aux ressources les fonds propres détenus. Ainsi, la SG collecte 300 milliards pour un encours de 350 milliards de prêts, mais son ratio Tiers1 (ratio fonds propres s / risques) est plus faible que celui des banques britanniques en situation délicate. Problème : les fonds propres ne sont pas calculés par tous de la même façon !

Solvabilité 2 procède la même logique pour les assureurs.

Le rôle des " Zinzins "

Au-delà de l'image d'Epinal, il y a lieu de s'interroger sur le beau monde que l'on côtoie parmi les clients des fonds, les investisseurs. Citons notamment EDF, Renault, l'AGIRC, l'UNEDIC etc... Parmi les prêteurs de liquidités sur le marché

qui se sont réfugiés à la Caisse des dépôts en titres d'Etat par ces temps de crise, le trésorier d'EDF; parmi les clients d'un hedge fund des Caïmans, celui de Renault. Comme quoi les spéculateurs sont partout !

II- L'intérêt de la régulation

Deux arguments d'origines politiques opposées se rejoignent pour nier l'intérêt de la régulation : " le système est intrinsèquement pervers " ou " règlementer est inutile, il faut compter sur la régulation naturelle ". Ce n'est pas évidemment notre avis, la régulation, c'est-à-dire la loi étant la traduction de la volonté politique sur l'économie.

Le contexte

Ce qui se passera aux USA sera déterminant. Ces derniers concentrent 70% des capitaux investis et drainent plus de 15% des échanges commerciaux.

Le FMI n'a pour l'heure aucun rôle de régulation, il n'existe pas de droit financier international, pas d'autorité de contrôle au niveau mondial ou européen.

La circulation des capitaux est libre.

Toutes les banques françaises sont emprunteuses, elles vont rechercher un complément de ressources sur les marchés, ce qui les a mis en position difficile lorsque ce complément est devenu rare et cher.

D'où le plan de " sauvetage du gouvernement français " en deux temps :

- une garantie d'Etat à hauteur de 320 milliards (l'Etat se porte garant, moyennant rémunération, pour le compte de la banque) afin de permettre aux banques de pouvoir se financer sur le marché,
- la souscription d'obligations à concurrence d'un maximum de 40 milliards pour renforcer les fonds propres des banques et consolider leur ratio Tiers one (qui détermine leur capacité à distribuer du crédit). Pour l'heure, 10 milliards ont été souscrits.

Quelques propositions

Rappelons d'abord celles présentées par la CSI (Confédération Syndicale Internationale) au G20 :

" Outre des actions immédiates pour stimuler l'économie mondiale, les organisations syndicales proposent un paquet de mesures réglementaires pour une gouvernance de l'économie mondiale donnant un rôle de poids à l'OIT en lien avec sa nouvelle Déclaration sur la Justice Sociale. Les principaux éléments de ce paquet sont :

une meilleure redevabilité des banques centrales ; une réglementation des fonds d'arbitrage hedge funds et de capital-investissement private equity ; une surveillance renforcée des banques et des conglomérats mondiaux ; la réforme et le contrôle de la rémunération des dirigeants et de la distribution des bénéfices de l'entreprise ; la taxation des transactions financières internationales ; la réforme du secteur de la notation du crédit ; la fin des paradis fiscaux ; la protection contre les prêts abusifs ; des politiques actives en faveur du logement et des services financiers solidaires. "

" La Déclaration établit une plate-forme du mouvement syndical international pour une nouvelle gouvernance de l'économie mondiale. Celle-ci ne doit pas se limiter aux marchés financiers et aux flux monétaires. La nouvelle structure doit

résoudre les énormes failles du système actuel et faire en sorte que les économies émergentes et les pays en développement aient leur place légitime au cœur du processus de décision politique. "

On retrouvera bien sûr une convergence avec ce qui suit :

- Instaurer une autorité de contrôle au niveau européen
- Réviser la directive MIF (remplacer la notion de meilleur intérêt de l'investisseur par la protection de l'investisseur)
- Réviser les normes IFRS (reconsidérer les ratios prudentiels)
- Créer une agence de notation publique et indépendante
- Interdire les ventes à découvert
- Interdire la titrisation de plus d'un niveau de créance
- Limiter, voire interdire d'effectuer des opérations sur les marchés à terme sans livraison physique du sous-jacent et/ou augmenter les dépôts et appels de marge
- Soumettre toutes les entreprises financières, quelle que soit leur forme juridique, à des normes prudentielles et aux contrôles des autorités de régulation.
- Réglementer tous les marchés d'échange de capitaux (y compris de gré à gré)
- Soumettre la constitution des produits ayant vocation à assurer la couverture des risques à des normes de sécurité et de transparence (compensation, appels de marge)
- Comme pour le marché des actions et des obligations assurer l'intégrité, la sécurité du marché de ces produits par des contraintes d'informations sur les produits échangés (taux, contenus, type de contrats, valeurs mises en cause etc.)
- Créer un organisme de gestion de ces marchés du type Euronext, en capacité d'intervenir sur les échanges quand ils paraissent mettre en cause la valorisation des portefeuilles ou des sociétés émettrices ou intervenantes.
- Donner aux autorités de régulation le pouvoir judiciaire d'enquêter et de sanctions sur les émetteurs de ces produits qui ne respectent pas les normes imposées.
- Encadrer les systèmes de rémunérations

Ces propositions sont complémentaires des propositions générales de la CGT, elles visent, en obtenant que des règles encadrent les marchés financiers, à enrayer notamment la spéculation qui a débouché sur la crise. Elles ne règlent évidemment pas les questions de fond posées par la crise du système lui-même, mais, pour certaines d'entre-elles peuvent donner des indications : par exemple quant à la fixation du prix de certaines matières premières comme le blé ou le pétrole.

LEXIQUE

Compensation, appels de marge, marchés régulés :

Les principaux marchés historiques sont des marchés “ régulés ”, c'est-à-dire qu'ils fonctionnent sous la surveillance des autorités publiques. Les bourses de Paris, Londres, Francfort, New York sont des sociétés de droit privé (Euronext – NYSE pour Paris et New York). L'autorité qui contrôle la bourse de Paris est l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Seuls y ont accès les courtiers (les traders passent leurs ordres auprès des courtiers), la plupart des banques ayant leur propre autorisation de courtage souscrite auprès de la bourse concernée. Les achats sur les marchés peuvent être au comptant ou à terme. Des conditions sont fixées pour les achats et pour les ventes : minimum de versement pour un achat à terme par exemple ou maximum de ventes de titres. Les autorités peuvent enquêter en cas de manipulation de cours, suspendre une cotation... En cas d'achat à terme, l'achat est répertorié dans une chambre de compensation (encore une fois, les chambres de compensation sont des sociétés de droit privé) qui enregistre la totalité des transactions. Pour un acheteur donné, en fonction de ses achats et de l'évolution de leur cours, des appels de marge quotidiens peuvent être demandés (si un achat a un cours d'une valeur inférieure à celui convenu dans le contrat à terme, l'acheteur doit régler la marge – l'appel de marge).

Produit dérivé et vente physique :

Le produit dérivé est élaboré à partir d'une autre valeur, matière première ou autre, c'est un contrat d'achat ou de vente à terme. Emis en grande quantité, il peut dépasser, et de loin, la quantité physique de son sous-jacent (la valeur de référence). C'est encore plus vrai pour des valeurs qui n'ont aucune réalité physique comme un panier d'indice. Moins de 2% des contrats émis sont livrés ou vont jusqu'au règlement final. Il n'y a donc pas forcément une contrepartie “ réelle ” dans le flux d'achat et de vente des produits dérivés. La plupart des opérateurs de marchés ne s'en occupent pas, ils achètent ou revendent. Lorsqu'il y a une contrepartie “ réelle ” comme la cargaison d'un navire pétrolier, elle peut passer entre un grand nombre de mains avant d'être effectivement livrée. Cette multiplication des flux déconnectée de la quantité de marchandise permet la spéculation sur la valeur.

Valeur “ réelle ” et valeur de marché :

Le “ marché ” au sens capitaliste du terme est censé fixer un prix d'échange de la marchandise par la loi de l'offre et la demande. Si l'on considère notre cargaison de pétrole, on voit bien qu'il n'en est rien. Le dérivé (contrat d'achat à terme) passera de propriétaire en propriétaire, chaque “ investisseur ” cherchera à vendre plus cher, et la valeur du marché sera bien supérieure à la valeur réelle estimée à l'origine.

A l'inverse, si l'on considère la variation du cours de l'action Société Générale et ses chutes brutales, les 27 et 28 octobre, 20 millions d'actions (sur près de 600 millions émises) sont échangées, faisant chuter le cours à 33€, les 20 et 21 novembre 15 millions d'actions sont échangées, faisant chuter le cours à 27,5€. L'échange de moins de 4% du nombre total d'actions entraîne une chute de la valeur de marché de plus de 24% en octobre et l'échange de 2,5% entraîne une baisse de 15%. Quel rapport avec la valeur “ réelle ” ?