

Dérive grecque ou crise des dérivés?

Article pour publication prochaine

Yvan Allaire, Ph. D., MSRC

Président du conseil
Institut pour la gouvernance
d'organisations privées et publiques
(HEC-Concordia)

Le 12 mars 2010

Le journal parisien *Le Monde* titre le 11 mars 2010: *Un front pour interdire la spéculation sur les produits dérivés. La France, l'Allemagne, la Grèce et le Luxembourg demandent à Bruxelles de mettre un terme aux "transactions spéculatives"*.

Pour les dirigeants politiques, les chefs d'entreprises et l'ensemble des citoyens, les spéculateurs financiers seraient une engeance malveillante, à l'affût des faibles et des vulnérables pour apaiser leur appétit insatiable de lucre. Leurs manigances et leurs manœuvres, toujours immorales, souvent à la limite de la légalité sinon carrément illégales, infligent de graves dommages à toute société qui leur laisse libre cours. Leur but, croit-on, est de mettre en jeu, pour leur profit, le sort des entreprises, la valeur des monnaies, le prix du pétrole, la dette des pays, et ainsi de suite.

Toutefois, à en croire certains dans les milieux financiers et académiques, les spéculateurs jouent un rôle utile. Ils stimulent l'efficiencia des marchés. Ils débusquent les périls cachés sous le boisseau, montrent du doigt les empereurs nus, sonnent l'alarme comme des sentinelles vigilantes du système. Les spéculateurs sont comme les canaris dans la mine de charbon, les premiers à ressentir le danger? Au lieu d'en mourir cependant, les spéculateurs en font fortune, à la condition d'avoir vu juste. Il conviendrait presque de leur décerner des médailles pour leurs profits de spéculation!

Les spéculateurs et les produits dérivés

Les produits dérivés sont les armes de choix des spéculateurs financiers. Ces produits dérivés prennent plusieurs formes et selon l'intention originale de leurs créateurs jouent un rôle utile. Ainsi au 30 juin 2009, le montant nominal de tous les produits dérivés en cours atteignait, selon la *Banque des Règlements Internationaux*, plus de 600,000 milliards \$ (américains), soit 10 fois le produit intérieur brut de tous les pays du monde.

Le plus gros bloc, près des deux tiers du total, était composé de dérivés sur les taux d'intérêt. Un emprunteur dont les obligations portent un intérêt à taux variable peut souhaiter transformer cette obligation en taux fixe pour le long terme, se protégeant ainsi contre les variations fréquentes du taux à court terme. De telles variations à la hausse peuvent mettre un emprunteur en difficultés. Un emprunteur peut souhaiter faire l'opération contraire: transformer une dette à taux fixe en dette à taux variable, comme le fait sur une grande échelle le gouvernement du Québec.

Toutefois, ces dérivés sur taux d'intérêt ne sont pas sans risque, comme le découvrent maintenant, à leur surprise horrifiée, les villes et états américains ainsi que plusieurs villes italiennes (*Bloomberg*, 28 août 2009). (Et combien d'autres dans les mois qui viennent auront à révéler les coûts que leur imposent ces produits dérivés). Même l'université Harvard a du payer quelque 500 millions pour s'extirper de produits dérivés sur taux d'intérêt (*Bloomberg*, 17 octobre 2009)! Doit-on voir en cet usage de produits dérivés par des organismes publics un symptôme du malaise généralisé des finances publiques ou simplement l'attirance naturelle des banques d'affaires pour un nouveau marché fait d'acheteurs peu rompus aux arcanes de ces produits complexes?

Un deuxième bloc en importance est composé de dérivés sur les monnaies (49 000 milliards\$). Il est bien légitime pour un exportateur canadien ayant vendu, disons, des marchandises aux États-Unis, lesquelles seront payées en dollars américains dans trois mois, de chercher à se prémunir contre des variations défavorables de la monnaie canadienne versus la monnaie américaine au cours des trois prochains mois. Le dérivé sur les monnaies étrangères fut créé à cette fin. Évidemment, ces dérivés permettent également aux spéculateurs de miser contre (ou pour) une

monnaie. George Soros en fournit un exemple célèbre lorsqu'il spécula, en 1992, que le gouvernement britannique devrait dévaluer la livre sterling. Il paria 10 milliards\$ et fit un profit estimé à quelque 1,5 milliards\$ en quelques semaines.

Un troisième bloc est constitué de dérivés (ou trocs) de crédit (\$36 000 milliards). Dans sa forme première, le marché des dérivés de crédit peut sembler utile en ce qu'il permet à un prêteur (une banque par exemple) d'acheter une certaine assurance contre le risque que son débiteur fasse faillite. Sur cette prémisse simple et orthodoxe, des montages financiers complexes furent échafaudés. (En fait, le premier dérivé de crédit fut développé en 1994 par J.P. Morgan pour assurer un prêt consenti à la société Exxon après la tragédie de l'Exxon Valdez (*The New Yorker*, 1er juin 2009)).

Ainsi, en achetant de telles « assurances », les banques pouvaient réduire les montants de capitalisation imposés par les accords de Bâle (Basel II) pour soutenir leurs activités. Toutefois, bien que fonctionnant comme une assurance, ces produits ne sont jamais appelés « assurance » car alors ils seraient soumis à tout l'appareillage de réglementation de l'assurance incluant l'obligation de mettre en réserve une bonne partie des primes touchées par les *vendeurs de ces assurances*.

Pour toute assurance conventionnelle, l'assuré doit démontrer une perte réelle pour être assurable et remboursé par l'assureur. Dans le cas des «dérivés de crédit», les pertes peuvent être virtuelles et spéculatives. Grace à ces dérivés de crédit, les spéculateurs peuvent miser contre la dette d'une entreprise ou d'un pays ou contre la valeur d'un ensemble de dettes hypothécaires pour des montants supérieurs à la valeur nominale de cette dette et *sans jamais avoir prêté un seul sou à cette entreprise ou ce pays ou sans avoir financé un seul dollar de cette dette hypothécaire*.

Imaginons que l'on puisse prendre une assurance sur une maison dont on n'est ni propriétaire, ni créancier hypothécaire, tout simplement parce que l'on spéculait qu'elle risque de passer au feu. Éventuellement, une maison de \$100,000 pourrait porter pour \$800,000 d'assurance, dont \$700,000 détenus par des spéculateurs. Si cela était permis, il y aurait lieu de s'inquiéter pour le sort de cette maison. (Voir Y. Allaire, revue *Forces*, février 2008)

Or, ces CDS ont joué un rôle important dans la crise financière de 2007-2008; les déconfitures de Lehman et d' AIG leur sont directement imputables. Plus récemment, les spéculateurs ont pris dans leur mire les dettes des pays fragilisés par les suites de la crise financière et économique.

Les spéculateurs et la crise grecque

Voyons un peu comment tout cela se joue dans un cas bien réel et tout chaud: la crise fiscale et financière de la Grèce.

Pour composer avec la crise financière de 2007-2008 et ses effets sur l'économie, les gouvernements de plusieurs États ont semé les germes d'une crise macro-économique. Ainsi, de 2007 à 2010, la dette nette (en pourcentage du PIB) de tous les pays de la zone euro est passée de 43,3% à 57,9%. La dette nette des États-Unis grimpa de 42,3% du PIB à 65,2% durant cette courte période trois ans. Le Canada reste en bonne posture avec une dette nette qui augmente de 23,1% de son PIB en 2007 à 32,6% en 2010.

Et la Grèce? S'étant qualifiée de justesse pour se joindre à la zone euro le 1er janvier 2001, la Grèce était déjà sous surveillance avant que n'éclate la crise financière et économique. Sa dette nette, 70,4% du PIB en 2007 atteint 94,6% en 2010, le ratio le plus élevé, après le Japon et l'Italie, parmi les pays du G20. Pressée par les autorités bancaires européennes de corriger sa situation, confrontée à une population très rétive et réfractaire aux grands plans d'assainissement des finances publiques, le gouvernement grec a eu recours, comme Enron, Lehman Brothers (*NYT*, 11 mars 2010) et tant d'autres entreprises ainsi que beaucoup de pays, à des *ingénieurs financiers* pour trouver des solutions originales à leur problème. Dans ce cas, le gouvernement a fait appel à Goldman Sachs.

Goldman Sachs propose des montages financiers qui cachent en partie la réelle situation de la Grèce, lui font montrer des déficits et un endettement inférieurs aux faits réels. Cela est déjà hautement discutable. La divulgation que des manœuvres comptables et le recours aux produits dérivés avaient artificiellement embellis les états financiers de la Grèce a suscité de vives appréhensions. Les détenteurs de la dette de la Grèce, qui ne l'avaient pas déjà fait, ont voulu se protéger en achetant de l' « assurance » sous forme de dérivés de crédit.

Il appert que Goldman Sachs, bien informé, en fait un initié, de la situation réelle de la Grèce achète aussi des dérivés de crédit (c'est à dire, spécule) sur la dette grecque. Que ce soit vrai ou non (les enquêtes en cours apprécieront), il est certain que des fonds de couverture ont pris de très grosses positions spéculatives sur la dette de la Grèce par le truchement de dérivés de crédit. Ces spéculateurs feront des gains spectaculaires si les agences de crédit émettaient quelque doute quant à la valeur de cette dette. En effet ces contrats d' « assurance » sont des instruments négociables; on peut les vendre ou les acheter comme une action ou une obligation. Une société nommée *Markit*, propriété de Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Bank of America, agit comme bourse d'échanges pour les dérivés de crédit.

Supposons qu'en **septembre 2009**, un fonds de spéculation ait acheté une « assurance » ou dérivé de crédit (un CDS) sur la dette de la Grèce. Il aurait payé alors une prime annuelle de quelque 100 000\$ pour une « assurance » de 5 ans sur 10 millions\$ de cette dette (soit, 1%). Notons bien que ce fonds ne détient aucune dette de la Grèce, n'a pas investi un seul euro en obligations du gouvernement grec. Ce fonds prend le risque que la cote de crédit de la Grèce s'améliore, ce qui ferait chuter le coût de l' « assurance » et infligerait donc une perte au fonds de spéculation; mais le risque n'est pas grand, étant donné le niveau d'endettement de la Grèce et le faible prix payé en septembre 2009 pour ce dérivé de crédit. (Au même moment, il en coûte quelque 30 000\$ pour "assurer" la dette américaine).

Or, la situation grecque se détériore. Les investisseurs qui détiennent cette dette tentent légitimement de se protéger en achetant des dérivés de crédit. D'autres spéculateurs, flairant une affaire, en achètent également, ce qui fait monter rapidement le prix de l'"assurance" crédit sur la dette de la Grèce.

Moins de six mois plus tard, en février 2010, l' « assurance » crédit sur la dette grecque coûte maintenant plus de 300,000\$. Le 4 février 2010, le dérivé sur la dette grecque atteint un sommet de 425 000\$. Le fonds de spéculation peut revendre le dérivé de crédit et réaliser un profit d'au moins 200 000\$ en moins de six mois sur une mise de 100 000\$ (ou plus de 400% sur une base annuelle!).

Il n'est pas nécessaire que le pays se déclare insolvable, incapable de repayer sa dette pour que les spéculateurs trouvent leur compte. Il suffit que les nouvelles soient mauvaises, que les agences de notation de crédit (les Moody's, Standard & Poors, Fitch) baissent la notation de crédit de la dette grecque ou menacent de le faire. Il suffit également que des spéculateurs estiment que le prix du dérivé n'a pas encore atteint son maximum et donc en achètent ou continuent d'en acheter.

Pourraient-ils, ces spéculateurs ayant une forte position comme "assurés", tenter de créer un sentiment négatif envers le pays, disséminer toute information négative, « planter » des reportages négatifs dans certains média? Quoi qu'il en soit, les profits gigantesques et les risques modérés de ces opérations les rendent irrésistibles.

Le coût de la spéculation?

Le dommage infligé aux pays est bien réel puisque le coût d'un dérivé de crédit devient la prime minimale que devra payer un pays pour sa dette (au dessus de l'intérêt payé par les pays à faible risque). Soyons concret. La dette allemande porte une cote de crédit AAA (S&P), la plus haute note possible. Les obligations du gouvernement allemand d'une durée de 10 ans donnent un rendement de 3% à 3,3%. Il en coûte 30 000\$, ou 0,3% pour assurer cette dette allemande au cas ou le prêteur ne veut prendre aucun risque de décote au cours des cinq prochaines années.

Tout investisseur songeant à acheter une obligation de la Grèce fera le calcul suivant: un rendement de 3,3% pour l'Allemagne et un coût d'assurer cette dette de 0,3% pour un rendement net de 3,0%. Le coût d'"assurer" la dette grecque avec une contrepartie (le « vendeur de l'assurance ») atteint 325 000\$ (ou 3,25%) en février 2010. Alors, la Grèce devra payer au moins 6,25% pour toute nouvelle dette. En fait, la Grèce vient tout juste d'émettre une émission de dette de 5 milliards d'euros portant intérêt à 6,40%.

Or, supposons que, sans la demande spéculative des fonds de couverture, l'« assurance » crédit de la Grèce aurait augmenté de 1% entre septembre 2009 et février 2010 pour s'établir à 200 000\$ (ou 2%), ce qui est déjà considérable, compte tenu que la Grèce fait partie de la zone euro et peut compter sur des supports à tout le moins indirects des grands pays de la zone. Ce résultat

se traduirait en un coût d'intérêt de 5,25% à 5,40%, une économie d'au moins 50 millions d'euros annuellement sur le nouvel emprunt de 5 milliards d'euros que vient d'effectuer la Grèce.

Pire encore, la Grèce doit refinancer quelque 20 milliards d'euros de sa dette venant à échéance en avril et mai de 2010. Le même coût additionnel de 1% possiblement attribuable à la spéculation peut imposer *une ponction supplémentaire de 200 millions d'euros* au budget du gouvernement grec alors que la population grecque descend dans la rue pour combattre les coupures annoncées par son gouvernement et imposées par la communauté européenne.

Est-il plausible, même s'il est difficile de le démontrer, que la spéculation put avoir un tel effet? Saura-t-on jamais? Mais il est probant qu'en offrant un taux d'intérêt de 6,40%, la Grèce reçut des demandes d'achat pour le triple du 5 milliards d'euros recherchés. De toute évidence, des investisseurs institutionnels et autres estimaient que ce taux de 6,40% était au delà de ce qui est nécessaire pour assurer le vrai risque, une fois que les spéculateurs auraient réalisé leur profit grec et iraient spéculer ailleurs.

Pourquoi le jeu de l'offre et de la demande n'a-t-il pas rapidement corrigé cette situation? Parce que quiconque peut acheter un dérivé de crédit; le seul risque pour l'acheteur consiste à perdre sa mise. Le vendeur de dérivés de crédit cependant doit afficher une haute cote de crédit, une grande solvabilité pour garantir à l'acheteur qu'il sera en mesure de respecter ses obligations, le cas échéant. De plus, le vendeur est assujéti à des appels de nantissements de la part des acheteurs si les conditions de l'"assuré" devaient se détériorer. Il se produit donc un déséquilibre entre les acheteurs et les vendeurs qui peut durer pendant une bonne période de temps.

Réglementer les dérivés de crédit et les autres?

Le journal ***Le Monde*** rapporte le 11 mars 2010 que les quatre chefs d'État ont demandé que la Commission européenne "*diligente le plus rapidement possible une enquête déterminant le rôle et l'impact de la spéculation sur CDS sur les obligations des États européens*".... "*Si cette enquête venait à révéler des abus de marchés ou qu'elle mette en évidence que la spéculation a un impact considérable sur les taux d'intérêts, nous devons examiner rapidement des mesures*

et, le cas échéant, adopter les textes législatifs ou réglementaires nécessaires pour y mettre fin".

L'enjeu, et il est de taille, consiste à distinguer entre les utilisateurs de produits dérivés pour des fins légitimes et ceux qui en font un usage purement spéculatif. La proportion de l'un et de l'autre est inconnue; d'ailleurs plusieurs transactions ne peuvent être facilement attribuées à l'un ou l'autre camp. Ces transactions se concluent généralement de gré à gré entre deux parties consentantes. On n'en connaît pas les vendeurs ni les acheteurs. Qui donc vend cette assurance sur la dette grecque? Mis à part quelques rumeurs, personne ne sait!

Ces transactions demeurent opaques malgré les recommandations, répétées depuis 1999, et de façon pressante depuis 2008, de les rendre plus transparentes, de commander que ces transactions s'effectuent sur des Bourses ou par le truchement de chambres de compensation. Ainsi, les parties aux transactions, les montants en jeu, les risques assumés par différentes parties seraient dévoilés. Il serait plus facile d'en détecter les manœuvres des spéculateurs.

Il faudrait commencer par cette mesure. Obliger les acheteurs et vendeurs de dérivés de crédit de transiger par une chambre de compensation qui serait en mesure de fournir des données précises sur les manœuvres, les participants, les risques, etc.

Qui finance ces spéculateurs?

Voilà une question fondamentale. Ces fonds de spéculation ne font pas qu'engager les argents des spéculateurs qui en sont propriétaires. Si tel était le cas, ces fonds joueraient un rôle marginal, sans grand impact sur le cours des événements. Or, ces fonds de spéculation, appelés trompeusement fonds de couverture ou *hedge funds*, sont de deux types:

1. Des banques d'affaires (*investment banks*) qui n'ont pu résister à l'attrait des formidables rendements de ces opérations de spéculation; c'est ainsi que JPMorgan Chase, Goldman Sachs sont devenus des opérateurs de *hedge funds* de grande envergure. Étant des sociétés inscrites en Bourse, elles ont accès aux immenses capitaux que cette forme de propriété met à leur disposition. Il faut comprendre ainsi la recommandation de Paul

Volcker, ancien président de la Banque fédérale américaine et conseiller au Président Obama, à l'effet d'interdire aux banques d'affaires toute activité de négoce (trading) pour leur propre compte (proprietary trading).

2. Toutefois, la très grande majorité des fonds de spéculation s'abreuvent aux institutions comme les caisses de retraite et les fondations. Les fonds de spéculation sont très cachottiers à cet égard. On sait toutefois que le fonds Blackstone tient plus de 70% de ses fonds de caisses de retraite, que Paulson and Co., le fond de spéculation le plus actif sur le marché des dérivés de crédit, tire 92% de ses fonds d'« institutions ». C'est donc dire que ces fonds de spéculation ont atteint une taille et des ressources leur permettant d'infliger des coups durs aux entreprises, gouvernements et même mettre en péril tout le système financier grâce au support des caisses de retraite.

Pourquoi les caisses de retraite favorisent-elles l'investissement dans des fonds spéculatifs?

Bien qu'elles fussent longtemps obligées de se plier à un ensemble de règles limitant leur liberté d'investir comme bon il leur semblait (rappelons par exemple les limites imposées au pourcentage de leurs portefeuilles investi en actions, aux placements à l'étranger et à l'immobilier), les caisses de retraite ont été graduellement libérées de ces contraintes au cours des années.

Les cotisants à ces caisses publiques ou privées réclament un rendement maximal afin de minimiser le coût de leurs obligations futures. Ce rendement est comparé à divers indices ainsi qu'au rendement des autres caisses. Se classer dans le premier quartile ou, encore mieux, dans le premier décile, est devenu l'objectif de tous les gestionnaires de caisse. Comme de raison, la rémunération variable des gestionnaires est liée à ces mesures de performance.

Étant donné les écarts importants dans la répartition des actifs dans les portefeuilles, ainsi que dans les échéances des rentes futures à verser, ces comparaisons sont de piètres indicateurs de performance. Peu importe, la couverture médiatique entourant le classement des caisses de retraite du secteur public rend futile toute tentative d'analyse et de remise en perspective de

ceux-ci. Tous les gestionnaires de caisses veulent donc figurer au premier quartile dans sa catégorie, ce qui est évidemment impossible sur le plan statistique.

Cette pression publique pour se classer dans le premier quartile et de s'y maintenir, de *battre, chaque année, les indices*, a mené les gestionnaires de caisse à rechercher toutes les façons d'atteindre cet objectif. Les caisses de retraite ont donc investi un pourcentage croissant des actifs dans des placements dits *alternatifs* (fonds de spéculation, de privatisation, d'infrastructure, immobilier commercial et résidentiel, dette de qualité inférieure etc.) promettant des rendements *alpha*, soit des rendements supérieurs tenant compte des risques assumés. Elles ont également eu recours à l'effet de levier (c'est-à-dire le recours à l'endettement) afin d'accroître le rendement sur l'avoir des caisses.

Éventuellement, tout gestionnaire de caisse a appris à utiliser ces instruments afin de hausser le rendement. Alors, un moyen évident de se maintenir dans le premier quartile consiste à utiliser ces outils à un plus haut niveau que les autres caisses de retraite qui servent d'étalon de comparaison. La combinaison d'attentes de rendements élevés de la part des cotisants et bénéficiaires, de mesures comparatives de performance et de modes de rémunération liés à la performance ont finalement eu comme effet de relever le niveau de risque assumé par les caisses de retraite et d'écourter l'horizon de placement de leurs gestionnaires.

Les gouvernements, sur qui repose la responsabilité de déterminer les classes d'actifs dans lesquels les caisses de retraite peuvent investir, doivent se pencher de nouveau sur cette question. Il y a peu d'avantage à long terme à ce que les caisses puissent investir dans des fonds spéculatifs (déguisés sous le nom de fonds de *couverture*) ou dans des fonds de capitaux privés.

Les gouvernements ayant autorité sur les caisses de retraite pourraient leur imposer un plafond quant au pourcentage des actifs pouvant être investi dans des fonds de cette nature. Toutefois, ces fonds de spéculation sont de véritables caméléons, changeant de nom et de stratégie au gré des courants dominants, à telle enseigne qu'il est futile de tenter de les réglementer directement ou spécifiquement. *Il vaut mieux les assécher en les privant de capitaux, du moins ceux en provenance des caisses de retraite.*

Une règle devrait être imposée aux caisses de retraite : ***celles-ci ne peuvent investir dans aucun fond de placement qui exige plus de 3 % comme rémunération totale*** (fixe et variable) ***pour ses services***. Une telle règle mettrait fin aux rémunérations mirobolantes versées à ces gestionnaires de fonds pour des activités spéculatives, parfois douteuses, parfois carrément nocives. Ça en serait fini de ces frais de gestion de 2 % auxquels il faut ajouter 20 % ou plus du rendement obtenu ! Les caisses de retraite devront peut-être laisser passer des occasions de placement au rendement attrayant. Soit ! À long terme, les caisses de retraite et les collectivités ne s'en porteront que mieux. Les caisses de retraite pourraient aussi développer au sein de leur organisation une compétence d'investissement dans des secteurs moins traditionnels, sans plonger dans le placement spéculatif et toxique.

Les caisses de retraite, qu'elles soient publiques ou privées, sont avant tout redevables envers les cotisants et les futurs retraités. Cependant, les capitaux qu'elles gèrent leur sont confiés par des entreprises, des États, et des citoyens d'une collectivité donnée. Les caisses ont l'obligation de réfléchir longuement et de faire preuve d'imagination quant au rôle qu'elles devraient jouer dans la société et quant à leur contribution à l'économie et à la structure industrielle du pays, dans le respect de la relation risque/rendement qui doit guider toutes leurs décisions. (Voir à ce sujet l'ouvrage d'Allaire et Firsirotu ***Black Markets and Business Blues***, (FI Press, juin 2009))

Conclusion

Alors, les spéculateurs ont-ils provoqué la crise grecque? Probablement que non, puisque les conditions financières de la Grèce sont objectivement mauvaises; la divulgation que des manœuvres comptables et le recours aux produits dérivés avaient artificiellement embellis ses états financiers a suscité de vives appréhensions. La spéculation par les dérivés de crédit a-t-elle accentué et amplifié la crise? Fort probablement. Si seulement les détenteurs de la dette grecque avaient cherché à se protéger en achetant des dérivés de crédit, il est hautement probable que le prix de ces dérivés n'aurait pas atteint le niveau observé en février et mars de cette année.

Les spéculateurs ont-ils infligé à la Grèce un coût d'intérêt plus élevé en raison de leurs tractations? Très probablement; ils ont ainsi contribué à amplifier le déficit de l'État grec au moment où le gouvernement fait face à une crise politique et sociale provoquée par son plan de redressement des finances publiques.

Faisant fi des atermoiements et des anathèmes provenant de certains milieux financiers, les gouvernements ne doivent pas hésiter à réglementer les produits dérivés en imposant que ces transactions se fassent par le truchement de chambres de compensation. Les gouvernements doivent également imposer aux caisses de retraite qui relèvent de leur juridiction des limites strictes sur leur latitude d'abreuver en capitaux les spéculateurs de tout acabit. On ne peut réglementer la spéculation ni l'interdire. On ne peut qu'assécher les fonds spéculatifs et ainsi diminuer leur influence et leur capacité de causer des dommages collatéraux aux sociétés.

À défaut d'agir, que les gouvernements se préparent à une attaque en règle sur leur dette par les fonds spéculatifs à la première rumeur, au moindre doute. Après la Grèce, à qui le tour?