

D'une dérive grecque à une crise européenne: le rôle de la spéculation

Yvan Allaire, Ph. D., MSRC

Président du conseil

Institut pour la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP)

20 mai 2010

Introduction

Madrid, le 14 mai. Au moment d'écrire ces lignes, la Grèce subit de graves désordres sociaux, l'euro est en forte baisse, le Portugal et l'Espagne se préparent à la tempête qui s'annonce, la survie de la zone euro repose sur les jeux de pouvoir de l'Allemagne et de la France... ainsi que sur les manœuvres des spéculateurs

Certains l'avaient prédit, les mesures prises par les gouvernements en 2007-2009 pour sauver leurs institutions financières de la déconfiture et pour composer avec la récession amenée par la crise financière de 2007-2008 ont semé les germes d'une crise macro-économique de grande envergure.

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%, celle des États-Unis, de 42,3% à 65, 2%. Le Canada reste en bonne posture sa dette nette ayant augmenté de 23,1% à 32,6%.

La Grèce, le pays déclencheur de la présente crise, a vu sa dette nette grimper de 70,4% en 2007 à 94,1% en 2010, le ratio le plus élevé, après le Japon et l'Italie, de tous les pays de l'OCDE. Pire encore, une fois corrigée de certaines entourloupettes comptables, le déficit budgétaire de la Grèce fait quelque 12,7 % de son PIB!

Mais pourquoi ces résultats financiers de la Grèce mettent-ils en péril tout l'édifice de l'euro? Supposons, par analogie, que la province de la Nouvelle Écosse dont le PIB dans l'ensemble canadien équivaut à peu près à celui de la Grèce dans la zone euro (quelque 2,5%), se soit fortement endettée et que son déficit budgétaire soit devenu insoutenable. Évidemment cette hypothèse est fort improbable car le système fédéral canadien, contrairement à la zone euro, comporte de mécanismes de péréquation, de paiements de transfert et de stabilisateurs, comme l'assurance emploi, qui sont déclenchés automatiquement pour appuyer une province en difficulté fiscale.

Supposons, aussi implausible que cela soit, que la Nouvelle Écosse se trouve en telle situation. En quoi cela menacerait-il le dollar canadien ou le coût et la capacité des autres provinces canadiennes de financer leurs dettes? Le gouvernement de la Nouvelle Écosse devrait discuter avec ses créanciers d'arrangements et de restructuration, incluant la possibilité pour ceux-ci de ne recevoir qu'une fraction des montants prêtés à la Nouvelle Écosse. De telles négociations et restructurations sont pénibles et laissent des traces sur la réputation du débiteur. Elles sont toutefois fréquentes et dans l'ordre des choses dans les milieux financiers.

La Grèce comme Lehman Brothers!

Toutefois, les choses prendraient une toute autre allure si la dette de la Nouvelle Écosse était en grande partie détenue par de banques à charte canadiennes. Pire encore, supposons que des spéculateurs aient acheté massivement des dérivés de crédit (appelés faussement *assurance-crédit*) sur la dette de la Nouvelle Écosse et que les vendeurs de ces assurances soient des banques et sociétés d'assurance canadiennes. Ajoutons que toutes ces institutions sont tenues de présenter à leurs bilans cette dette et ces dérivés de crédit à leur juste valeur marchande.

Les pertes (réalisées ou non) subies par ces banques et autres sociétés financières pourraient fragiliser leurs bilans et susciter une vive appréhension envers tout le système financier canadien. Dans une telle situation, il ne serait pas étonnant que la Banque du Canada intervienne pour protéger les créanciers de la Nouvelle Écosse en leur offrant

d'échanger les titres de dette de la Nouvelle Écosse pour de titres du gouvernement canadien. Comme en 2007-2008, encore une fois, c'est la crainte que le système s'écroule comme un château de cartes qui a fait du président Sarkozy le président officieux de l'association des banques françaises.

En effet, de la dette totale de la Grèce, soit 268 milliards d'euros, les banques françaises en portent le risque pour plus de 50 milliards en plus d'être propriétaires de trois banques grecques.

La Grèce, c'est comme Lehman Brothers. On estimait alors que la faillite de Lehmann n'aurait pas de trop grandes conséquences. On ignorait, dit-on, le réseau complexe de relations entre toutes les institutions financières qui rendait tout le système vulnérable à une contagion mortelle. Cette erreur vient hanter ceux qui jonglent avec les enjeux de la nouvelle crise. Car, comme AIG a suivi Lehmann, derrière la Grèce se pointent l'Espagne, le Portugal, l'Irlande avec un endettement total d'environ 1,600 milliards d'euros dont les banques françaises détiennent quelque 250 milliards d'euros et les banques allemandes environ 310 milliards.

Il n'est pas étonnant que le Président Sarkozy, pourtant si caustique à Davos à propos des excès du capitalisme financier, fit des pieds et des mains, menaçant même, rapporte-t-on, de retirer la France de la zone euro, pour qu'un plan de sauvetage de la Grèce fut mis en place et étendu par la suite aux autres pays vulnérables. La chancelière Merkel, pour des raisons de politique interne, a du jouer la carte de la réticence, mais elle n'a pas le choix de participer aux efforts pour sauver les banques allemandes, sous le couvert de sauver l'euro.

Comme pour les plans de sauvetage lors de la crise financière de 2007-2008, cette fois encore, ce sont les citoyens ordinaires qui paieront la note; et cette note sera plus salée et cruelle que la première. En effet pour s'extirper de ce mélodrame et obtenir l'appui des autres pays de la zone euro, les pays visés doivent, condition *sine qua non*, adopter des

mesures d'austérité fiscale, imposer des coupures et des gels salariaux, sabrer dans les dépenses publiques.

De telles mesures font assumer un double risque aux pays visés; d'abord celui d'une fracture sociale et de perturbations violentes puis le risque de plonger leur économie encore chancelante dans une pénible récession, laquelle aurait pour effet de réduire les recettes de l'État et donc de maintenir leur déficit budgétaire *malgré des mesures douloureuses pour les citoyens*.

La valeur de l'euro

Comment faire pour éviter ce sombre dénouement? Utiliser l'arme monétaire à l'échelle de l'euro comme l'auraient fait des pays souverains; la dévaluation de l'euro stimulera les exportations et l'industrie touristique cruciale en plusieurs pays dit du Club Med. La défense de l'euro contre les spéculateurs se mobilisera lorsque l'euro aura atteint un niveau jugé souhaitable compte tenu de l'effet positif sur les exportations et des risques d'inflation.

La fragilité endémique de l'euro en cas de crise était bien connue de ceux qui suivent de près ces questions. Dès sa création, l'absence de mécanismes de péréquation, de paiements de transferts, de stabilisateurs ainsi que l'absence de sanctions effectives envers les pays déviants, rendait l'euro vulnérable en situation de crise chez l'un ou l'autre de pays membres de la zone euro.

Durant les années de relative prospérité économique, tous les pays de la zone euro ont eu accès à du crédit à des taux d'intérêt très favorables en raison de leur adhésion à la zone euro, ce qui a incité certains pays à s'en prévaloir jusqu'à la limite permise de 60% du PIB. Or, la crise financière et la récession économique ont fait sauter les plombs. Les déficits ont bondi bien au-delà du 3% du PIB ainsi qu'en avaient convenu les membres de la zone euro. La dette fracassa la limite théorique du 60%.

Parmi ceux qui suivent de près ces phénomènes, on trouve aux premières loges les spéculateurs sur les monnaies. Selon la Deutsche Bank, des 3 200 \$ milliards de transactions *quotidiennes* sur ce marché, au moins le quart, soit 800 milliards de dollars, sont de transactions spéculatives.

Depuis belle lurette que les gouvernements et les banques centrales savent où et comment les spéculateurs vont passer à l'attaque. Les banques centrales, souvent appuyées par leurs consœurs, connaissent bien les mesures à prendre pour barrer la route à la spéculation, du moins lorsque poussée au-delà du raisonnable et des valeurs intrinsèques. Il serait surprenant que l'euro glisse en deçà de 1,20 \$ (US) car il y va de l'intérêt de tous les pays exportateurs. L'ensemble des banques centrales, européenne, américaine, canadienne, chinoise, japonaise même, interviendront pour soutenir l'euro et le maintenir dans une bande entre 1,20 \$ et 1,25 \$.

Les dérivés de crédit

Par contre, une deuxième forme de spéculation s'est manifestée dès le début de cette crise par le truchement des dérivés de crédit à *découvert* (les « crédit dérivatives swaps » ou CDS). Cet instrument de spéculation, relativement nouveau, joua un rôle critique et probablement nocif dans la crise financière de 2007-2008. Les dérivés de crédit en cours au 31 décembre 2009 avaient une valeur nominale de 36 000 milliards de dollars. 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.

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*.

De plus, pour toute assurance conventionnelle, l'assuré doit démontrer une perte réelle pour être remboursé par l'assureur. Jusqu'en 2000, seul un créancier pouvait acheter un tel dérivé de crédit pour se protéger contre une défaillance de son débiteur. Or, le *Commodities Futures Modernization Act*, adopté pour le congrès américain en 2000 lève cette restriction, en exemptant ces produits dérivés des prescriptions des lois sur le jeu (*Gambling Acts*, ce qui en dit long sur la nature de ces transactions)!

Depuis lors, 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 (parfois même pour des montants supérieurs à la valeur nominale de ces dettes) et ce, *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 spéculé qu'elle risque de passer au feu. Ainsi, une maison de 100 000 \$ pourrait faire l'objet de 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.

Or, ces dérivés de crédit ont joué un rôle important dans la crise financière de 2007-2008. La déconfiture d'AIG leur est directement imputable. Plus récemment, les spéculateurs ont pris dans leur mire les dettes des pays fragilisés par les suites de la crise financière et économique. Voyons un peu comment tout cela s'est joué dans un cas bien réel et tout chaud : la crise fiscale et financière de la Grèce.

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 dollars de cette dette (soit, 1%). Notons bien que ce fonds ne détient aucune dette de la Grèce, qu'il n'a pas investi un seul euro en obligations du gouvernement grec.

Ce faisant, le 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 ou la dette allemande.).

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.

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.

Moins de six mois plus tard, le 4 février 2010, le dérivé sur la dette grecque atteint 425 000\$, le 3 mai quelque 900 000\$ et 691 000\$ le 14 mai au lendemain de l'annonce du plan de sauvetage européen. Le fonds de spéculation peut revendre le dérivé de crédit qu'il a acheté à l'automne 2009 et réaliser un profit d'entre 325 000\$ et 800 000\$ en quelques mois sur une mise de 100 000\$.

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 que des créanciers nerveux en achètent ou continuent d'en acheter.

Pourraient-ils, ces spéculateurs ayant une forte position comme "assurés"(mais ne détenant aucune dette) alimenter l'incertitude envers le pays, disséminer des informations défavorables, agir comme sources des reportages négatifs dans certains médias? Quoiqu'il en soit, les profits gigantesques et les risques modérés rendent ces opérations irrésistibles.

Les conséquences de ces transactions spéculatives pour un pays sont bien réelles puisque le coût d'un dérivé de crédit devient la prime minimale que devra payer un pays pour toute nouvelle dette (au dessus de l'intérêt payé par le 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 trois dixièmes de un pourcent pour « assurer » cette dette allemande si un prêteur ne veut prendre aucun risque de décote au cours des cinq prochaines années. Donc, au taux d'intérêt de 3,3%, l'investisseur-prêteur obtiendrait un rendement net de 3%.

Quand le coût de l' « assurance » de la dette grecque avec une contrepartie (le « vendeur de l'assurance ») atteint 425 000\$ ou 4,25% en février 2010, la Grèce devra donc payer au moins 7,25% d'intérêt sur toute nouvelle émission d'obligations, soit l'équivalent du rendement qu'on obtiendrait en achetant des obligations allemandes (3%) majoré de la prime de risque (4,25%). En mai 2010, avec un coût du dérivé de crédit sur la dette grecque de l'ordre de 6% à 9%, tout nouvel endettement devient impossible.

Le rôle de la spéculation

La spéculation est-elle la cause ou la conséquence de ces circonstances fâcheuses pour la Grèce et les autres pays endettés et déficitaires? La Grèce aurait-elle été confrontée aux

mêmes difficultés de financement sans l'influence des spéculateurs? La question est difficile et complexe.

Pour bien des dirigeants politiques et chefs d'entreprises et pour l'ensemble des citoyens, il va de soi que les spéculateurs financiers sont 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, dit-on, 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 stimuleraient l'efficience des marchés, débusqueraient les périls cachés sous le boisseau, montrent du doigt les empereurs dévêtus, sonnent l'alarme comme des sentinelles vigilantes du système.

Les spéculateurs sont-ils vraiment comme les canaris dans la mine de charbon, les premiers à ressentir le danger? Peut-être, mais au lieu d'en mourir, 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!

Seule une désarmante naïveté permet de prêter foi à ce discours sophiste. Rappelons les sommes et les rémunérations colossales en jeu. Les 10 premiers de classe parmi les gestionnaires de fonds de spéculation se sont partagé une rémunération collective de 20 milliards \$ en 2009. On ne réussit pas de telles passes financières en prenant des positions spéculatives et en attendant passivement que les choses tournent à son avantage ou non.

L'un de ces dix spéculateurs, John Paulson, dont on dit qu'il est ou était engagé dans le jeu spéculatifs contre la dette grecque, est celui-là même qui fait une apparition notoire dans la poursuite de la *Securities and Exchange Commission* contre *Goldman Sachs*. Selon la SEC, ce même Paulson voulant parier contre un ensemble de prêts

hypothécaires, à l'aide justement de dérivés de crédit, demanda à Goldman Sachs de lui assembler des prêts particulièrement propices à une déconfiture rapide.

Cette volonté de tout mettre en œuvre pour maximiser les profits et minimiser les pertes se traduit en quel type de manœuvres quand ces mêmes spéculateurs commencent à miser contre la dette de pays souverains.

Qui finance ces spéculateurs?

Voilà une question fondamentale. Car ces fonds spéculatifs, appelés trompeusement fonds de couverture ou *hedge funds*, ne font pas qu'engager l'argent de leurs propriétaires ou de richissimes investisseurs. Si tel était le cas, ces fonds seraient de petits joueurs, sans grand impact sur le cours des événements. Or ces fonds spéculatifs sont de deux types.

Il y a d'abord les banques d'affaires qui n'ont pu résister à l'attrait des formidables rendements qu'offrent ces opérations de spéculation; c'est ainsi que J.P. Morgan et Goldman Sachs sont devenus des opérateurs de fonds spéculatifs de grande envergure. Étant donné que ces sociétés sont 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 Réserve fédérale américaine et actuel conseiller du président Obama, d'interdire aux banques d'affaires toute activité de négoce pour leur propre compte (*proprietary trading*).

Toutefois, la très grande majorité des fonds spéculatifs s'abreuvent aux institutions comme les caisses de retraite et les fondations, mais sont très cachottiers à cet égard. On sait cependant que le fonds Blackstone, par exemple, tient plus de 70% de ses capitaux de caisses de retraite et que Paulson & Co., le fonds spéculatif le plus actif sur le marché des dérivés de crédit, tire 92% de ses placements d'« institutions ». C'est donc dire que ces fonds ont atteint une taille et jouissent de ressources leur permettant d'infliger des coups durs aux entreprises, ou aux gouvernements, et peuvent même mettre en péril tout le système financier, grâce au soutien des caisses de retraite!

Le dilemme des caisses de retraite

Pourquoi les caisses de retraite confient-elles une partie de leurs actifs à des gestionnaires de fonds spéculatifs? Les cotisants à ces caisses publiques ou privées réclament un rendement maximal afin de minimiser le coût de leurs obligations futures; à tout le moins, les caisses de retraite doivent réaliser sur le long terme un rendement au moins égal aux hypothèses actuarielles utilisées pour établir les cotisations et obligations des caisses de retraite. De plus, leur rendement est comparé à divers indices ainsi qu'au rendement des autres caisses. Se classer annuellement dans le premier quartile ou, encore mieux, dans le premier décile, est devenu l'objectif de tous les gestionnaires de caisses de retraite.

Cette pression publique de se maintenir dans le classement et de battre, chaque année, les indices et d'atteindre l'objectif de rendement attendu en longue durée (habituellement 7%) ont mené les caisses de retraite à s'intéresser hautement aux placements dit « alternatifs » (fonds spéculatifs, de privatisation, d'infrastructure, immobilier, commercial et résidentiel, dette de qualité inférieure, etc.) promettant des rendements supérieurs.

Dans un univers de placement où les obligations portent de très faibles taux d'intérêt et que les titres boursiers offrent de moins bonnes perspectives en termes de rendement-risque, les gestionnaires de caisse ont déplacé une bonne partie des actifs vers des placements « alternatifs ». La combinaison d'attentes de rendements élevés de la part des cotisants et des bénéficiaires, de mesures annuelles et comparatives de performance et le rendement actuariel attendu ont finalement eu comme effet de relever le niveau de risque assumé par les caisses de retraite.

Pour les seuls pays de l'OCDE, 17% des 20 000 milliards de dollars détenus par les caisses de retraite(en 2008) étaient investis en placements « alternatifs »; aucune donnée précise n'est disponible quant à la part des « hedge funds » dans cette manne, mais des informateurs aguerris estiment qu'ils pourraient représenter entre le tiers et la moitié des

sommes placées en fonds « alternatifs », soit entre 1 100 et 1 700 milliards de dollars. Compte tenu que ces fonds ont recours au levier financier pour augmenter leur capacité de placement et relever leur rendement et présumant un levier très conservateur de 50% (1\$ de dette pour chaque 1\$ investi dans leur fond), ces spéculateurs auraient ainsi entre 2 000 et 3 500 milliards pour mener des opérations spéculatives.

Suggestions aux gouvernements du G20

Aucun doute que l'euro est et continuera d'être soumis aux pressions des spéculateurs et aux tensions inhérentes à sa construction. Le fait que cette union monétaire dès sa création contrevenait aux arrangements politiques et économiques essentiels à une telle union a créé une vulnérabilité endémique qui devait se manifester tôt ou tard.

Pendant 10 ans, l'euro fut la démonstration que la politique peut imposer sa volonté à l'économique. L'état de crise créé par l'endettement accru des pays de la zone euro ainsi que les déficits budgétaires insoutenables encourus par certains, soumettra cette volonté politique à rude épreuve.

Les spéculateurs n'ont pas créé ces conditions propices à leur profit; mais ils agissent souvent comme accélérateur et propagateur de crises. Ils sont l'huile sur le feu, le vent qui attise la conflagration. On n'empêchera pas la spéculation mais il ne faut surtout pas donner aux spéculateurs les ressources et des armes nouvelles pour infliger leurs manœuvres aux sociétés et aux citoyens.

Par une cruelle ironie, ces fonds spéculatifs sont largement abreuvés par les caisses de retraite des secteurs publics. De plus, on leur permet de spéculer avec une arme non-règlementée que l'on sait dangereuse et qui n'existait pas il y a dix ans à peine.

Les suggestions suivantes ne vont pas régler les problèmes structurels de l'euro mais elles contribueront à créer un climat plus serein pour en traiter et pour régler les crises, sinon celle-ci du moins les prochaines.

Pour limiter les effets néfastes de la spéculation, il faudrait commencer par obliger les acheteurs et les vendeurs de dérivés de crédit de transiger avec une chambre de compensation qui serait en mesure de fournir des données précises sur les manœuvres, les participants, les risques, etc. À l'heure actuelle, ces transactions demeurent opaques malgré les recommandations, répétées depuis 1999, et de façon pressante depuis 2008, de les rendre plus transparentes, d'exiger qu'elles s'effectuent sur des Bourses ou par le truchement de chambres de compensation. Ainsi, les parties aux transactions, les montants en jeu et les risques assumés par les différentes parties seraient dévoilés. Il serait alors plus facile de détecter les manœuvres des spéculateurs.

Ensuite, les gouvernements du G20 qui ont juridiction sur des caisses de retraite de grande envergure (par exemple, Australie, Canada, Japon, Royaume Uni, États-Unis auxquels il conviendrait d'ajouter les Pays-Bas et la Suisse) devraient restreindre la latitude d'investissement de ces caisses de retraite. Ils pourraient leur imposer un plafond quant au pourcentage des actifs pouvant être investi dans des fonds de cette nature. Mais ces fonds spéculatifs 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 vaudrait mieux les assécher en les privant de capitaux, du moins de ceux en provenance des caisses de retraite. À cet effet, il suffirait d'interdire aux caisses de retraite d'investir dans tout fond qui exige plus de **3 p.100** en frais fixes et variables pour sa gestion. Une telle politique éliminerait tous les fonds spéculatifs et les autres qui exigent habituellement 2 p.100 de frais de gestion et 20 p.100 des profits produits par le fond.

Les caisses de retraite devraient retirer leurs argents de ces fonds au rythme maximal que permettent les engagements contractuels déjà pris par les caisses de retraite. Le retrait total devrait être complété sur une période de deux ans.

Évidemment, les caisses de retraite invoqueront qu'une telle mesure les privera de rendements attrayants et fera en sorte d'augmenter le coût aux cotisants des régimes de retraite. Ces arguments sont théoriques; compte tenu de l'importance des sommes investies par les caisses

de retraite, on verra émerger une nouvelle structure de fonds pour desservir les caisses de retraite, des fonds moins voraces et moins dommageable pour la société. Qu'elles soient publiques ou privées, les caisses de retraite 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 faire preuve d'imagination et de réfléchir longuement au rôle qu'elles devraient jouer dans la société et à leur contribution à l'économie et à la structure industrielle du pays, dans le respect de la relation risque/rendement.

Finalement, les gouvernements du G20 devraient légiférer pour ramener les dérivés de crédit au *statu quo ante* 2000, c'est-à-dire avant l'adoption du *Commodities Futures Modernization Act* par le Congrès américain.

Un tel changement pourrait s'accomplir en décrétant que ces dérivés seront désormais traités comme des engagements d'assurance. Les acheteurs devraient alors démontrer un intérêt assurable. Les agences de réglementation des assurances auraient droit de regard et accès à toute l'information pertinente. Le vendeur d'assurance devrait placer une partie des primes dans des fonds de réserve jugés suffisants, sur une base actuarielle, pour faire face à ses obligations.

Une autre façon de procéder consiste à obliger le vendeur du dérivé de crédit à vérifier que l'acheteur détient en propre la dette assurée tant au moment de la transaction initiale qu'au moment de régler le montant de l'assurance, le cas échéant.

Évidemment, ce serait la fin des dérivés de crédit à découvert mais non pas la fin d'un instrument utile pour les créanciers de bonne foi. Les acheteurs de dérivés de crédit à découvert auraient une année pour acquérir la dette sous-jacente ou se départir de ces dérivés.

Mme Merkel a annoncé ce 19 mai que l'Allemagne interdisait tout dérivé de crédit à découvert sur la dette de la zone euro ainsi que les ventes à découvert (*naked short selling*) sur les titres des principales institutions financières allemandes. Ces deux

mesures prises par un seul pays n'aura pas d'effet salutaire. Toutefois, il faut noter que des propositions en ce sens furent formulées suite à la débâcle financière de 2007-2008 mais qu'aucune réglementation n'a encore été mise en place dans le principal pays concerné, les États-Unis. Or, dans un formidable pied-de-nez à la communauté internationale, le Sénat américain en ce 20 mai 2010 rejette l'article du projet de loi sur la réforme de la réglementation financière qui aurait interdit les dérivés de crédit à découvert. L'article est remplacé par un amendement stipulant que cette question sera étudiée par un comité au cours des deux prochaines années! Il s'agit d'une victoire éclatante pour les *hedge funds*, d'un triste échec pour la société civile.

Il revient aux pays du G20, ou plutôt du G19, de passer à l'action. Les mesures proposées ici sont radicales mais notre temps demande des gestes radicaux, des mesures qui vont bien au-delà des recommandations usuelles, utiles mais insuffisantes. À défaut de quoi, le système financier international continuera de trébucher à répétition jusqu'à ce que finalement il s'écrase pour de bon.