



BRIEFING
PAPER

MARS
2009

www.institutmontaigne.org

RECONSTRUIRE LA FINANCE POUR RELANCER L'ÉCONOMIE

Longtemps, la finance fut subordonnée à l'activité économique. Depuis environ deux décennies, le lien de subordination s'est inversé. La crise que nous traversons a d'abord touché la finance avant de se propager à l'ensemble des compartiments de l'économie. Il faut aujourd'hui parer au plus pressé : la chute de l'activité économique mondiale, la montée du chômage, les risques de protectionnisme, les menaces de tensions sociales appellent des politiques vigoureuses. Cependant, la crise financière n'est en rien réglée. Tant qu'elle perdurera, l'économie ne repartira pas. La faire (re)vivre suppose de reconstruire la finance, et pour cela de rétablir la confiance entre les acteurs économiques et les marchés financiers.

Cette confiance disparaît aujourd'hui à grande vitesse, laissant la place à la méfiance et à la peur. Ainsi tétanisés, ceux qui ont les moyens d'investir, d'acheter, d'effectuer des paris industriels pour demain, ne le font pas : l'économie se paralyse.

Lors du prochain sommet du G20 à Londres le 2 avril 2009, quelques décisions déterminantes pourraient être prises pour renverser ce cycle de défiance, changer les règles qui ont conduit à la catastrophe (comment imaginer que ces mêmes règles nous en sortiraient ?). Et retrouver l'ordre normal des choses, où la finance est un aiguillon utile bien qu'imparfait au service de l'économie.

Pour y parvenir, l'Institut Montaigne propose quatre pistes d'actions concrètes immédiates :

- 1 - une suspension des pratiques et des règles de marché les plus déstabilisatrices aujourd'hui ;
- 2 - l'organisation de la traçabilité des produits financiers ;
- 3 - un programme coordonné de nationalisations bancaires temporaires dans les pays du G20, prélude à une séparation entre banques commerciales d'un côté, banques dites d'investissement de l'autre ;
- 4 - la création de nouveaux instruments pour pérenniser le financement des États souverains, actuellement en danger.

Au-delà de ces urgences prioritaires, l'Institut Montaigne détaille sur son site internet des propositions techniques visant à reconstruire le système financier sur des bases plus solides ainsi qu'une dynamique de croissance économique plus durable.

First things first : retrouver le sens des priorités

Les leçons des crises de 1929 et 1989

Il est avéré que les crises de 1929 aux États-Unis et au Japon à la fin des années 1980 ont été aggravées par l'absence d'interventions publiques immédiates.

En 2009, fortes de ces expériences passées, les puissances publiques sont intervenues immédiatement, massivement. Peut-être excessivement.

C'est un paradoxe de la crise actuelle : **on s'évertue dans le monde entier à soigner un excès de dettes** (publiques comme privées) **par un surcroît de dettes** (publiques). L'addition des plans de « relance » ou plutôt de sauvetage des économies asiatiques, américaines et européennes va représenter plusieurs milliers de milliards de dollars. Or, cet argent n'existe pas : il vient s'ajouter aux dettes existantes de ces économies. Les générations futures devront gérer ce lourd héritage (par l'impôt, l'inflation ou les deux).

Prime aux mauvais élèves ?

Autre surprise : les industries les plus mal en point dans la crise actuelle (banques, industrie automobile en particulier) sont les premières bénéficiaires des plans d'aides publiques. Une forme de « prime aux mauvais élèves » risque de s'installer dans les esprits. Dans le même temps, **les créateurs de richesses et d'emplois futurs, à savoir les entreprises en bonne santé sur les secteurs d'avenir, ont**

le sentiment d'avoir été négligés.

Depuis la première réunion du G20 le 15 novembre 2008 à Washington, tout se passe comme s'il fallait prolonger, « coûte que coûte », un système économique mondial à bout de souffle, maintenu artificiellement en vie pendant plusieurs décennies par un excès de dettes et des déséquilibres structurels.

Que faire ? Trois orientations pour une même philosophie d'action

La réunion du G20 le 2 avril 2009 ne pourra pas résoudre en une journée des problèmes et des dysfonctionnements accumulés pendant au moins une génération.

Le premier impératif du G20 sera sans doute de **se débarrasser de tout élément idéologique** venant polluer ou détourner l'action publique. Ainsi, l'idée de nationalisation bancaire ne doit pas être perçue comme une hérésie, mais comme une mesure technique, temporaire, pragmatique. De même, l'idée qu'une entreprise, aussi importante soit-elle, puisse faire faillite ne doit pas être considérée comme la fin du monde.

Ainsi de l'industrie automobile traditionnelle : un processus d'épuration des dettes suivi par une reprise de l'outil industriel sur des bases nouvelles permettrait de mieux allouer le capital vers cette industrie renouvelée tout comme vers d'autres industries plus prometteuses (économie verte, énergies renouvelables ou biotechnologies).

Dans le même ordre d'idées, les grands pays semblent porter l'essentiel de leurs

efforts sur leurs salariés et sur les chômeurs actuels plutôt que sur les emplois futurs et les jeunes générations. Il ne faut certes pas abandonner les premiers mais s'occuper aussi des seconds. S'atteler aussi à des plans de sauvetage (rééchelonnement des dettes) des ménages surendettés.

Deuxième impératif : privilégier l'investissement pour l'économie à venir, plutôt

que la subvention de l'économie du passé.

Donner la priorité à l'insertion des jeunes

générations, sans travail ni capital, plutôt qu'à la préservation des « acquis sociaux » de leurs aînés : tel pourrait être un grand objectif d'un G20 soucieux de restaurer les conditions de la croissance économique et de la stabilité sociale.

Troisième impératif : First things first, pour reprendre le mot d'ordre de Franklin D. Roosevelt en avril 1933 : commencer par les priorités et les urgences. Aujourd'hui, « la maison brûle ». Le temps n'est pas venu de réécrire le mode d'emploi du capitalisme, ou de rêver l'existence d'un autre monde débarrassé de la quête du profit individuel. Éteindre l'incendie est prioritaire, en mettant un terme à des pratiques de marché qui encouragent actuellement sa propagation.

Proposition 1 : suspendre les pratiques de marché qui alimentent la crise

Inspirons-nous du précédent

que représente le « *bank holiday* » édicté par Roosevelt immédiatement après son investiture en 1933, qui a permis de redessiner le paysage bancaire américain et de restaurer la confiance. De même, mais dans un contexte de marchés mondialisés, plus complexes que la seule industrie bancaire américaine des années 1930, nous recommandons que, pour une durée à définir, les grands États ordonnent la suspension des normes, des activités et des pratiques aggravant la crise actuelle.

Quelles pratiques de marché suspendre ?

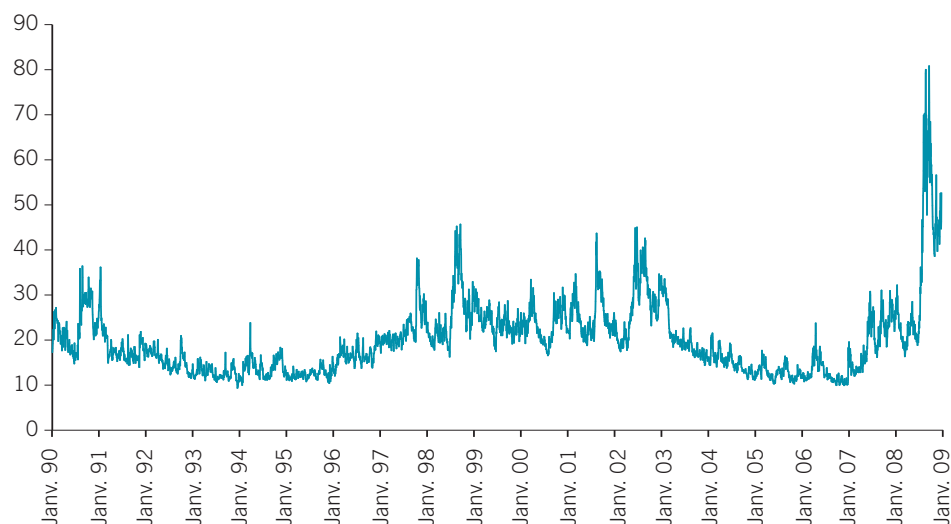
Le graphique ci-après présente l'évolution du Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), mesurant la volatilité implicite du marché américain des actions. Il a un surnom : le « *Fear index* », ou l'indice de la peur. Plus les opérateurs sont apeurés, perdus, plus son niveau est élevé. Or, ils n'ont jamais été aussi affolés qu'aujourd'hui (voir graphique). Dès lors, pourquoi continuer de se fier à de tels signaux ? Confierait-on sa santé à un médecin fébrile et désorienté ?

S'il est impossible et dangereux (pour des raisons de liquidité) de suspendre les cotations de places financières dans le monde, il est en revanche nécessaire de désactiver les vecteurs de propagation de la crise actuelle sur les marchés. Nous identifions quatre de ces vecteurs :

Le « *mark to market* »

Prenons la bourse pour ce qu'elle est : un simple lieu d'échanges de titres entre

L'INDICE VIX DE LA « PEUR » DES MARCHÉS : 1,3 À 2 FOIS PLUS ÉLEVÉ QU'APRÈS LE 11 SEPTEMBRE 2001



Source : Bloomberg

acheteurs et vendeurs. On comprend que, pour des entreprises cotées, un échange de quelques titres ne saurait fournir la valeur de l'entreprise. La preuve en est que les rachats d'entreprises ne s'effectuent jamais à leur cours de bourse, mais 20, 30, 50 % au-dessus. Pourtant, aujourd'hui, les principaux détenteurs d'actifs financiers sont tenus de valoriser leurs actifs « à valeur de marché ». Ainsi, un détenteur d'actifs de long terme doit considérer la dernière cotation pour sa valeur d'actif, quand bien même il n'a aucune intention de vendre. Le résultat est sans appel : les institutions sont obligées de passer des provisions très significatives pour des actifs qu'elles entendent pourtant conserver, dont la décote est due à une humeur dépressive provisoire des marchés. Cela oblige les institutions à se recapitaliser

au plus mauvais moment, à fermer, ou à être sauvées par les États. Sans raison économique sérieuse.

■ **Recommandation :** pendant la période de « *market holiday* », au cours de laquelle de nouvelles règles comptables et de nouvelles normes de ratios prudentiels seront définies par les États et agréées par les acteurs privés, nous recommandons la suspension totale de l'utilisation du « *mark to market* » par tous les détenteurs d'actifs financiers faisant appel à l'épargne publique. Deux méthodes alternatives peuvent être utilisées : le « *mark to model* » (avec une explication détaillée des hypothèses sous-jacentes de valorisation), et la comptabilité à partir du coût d'acquisition, amorti sur la durée. Un des objectifs des travaux des experts et des États pour une refonte des

normes comptables (idéalement harmonisées au plan mondial) sera de créer des normes limitant l'ampleur des variations au bilan des entreprises et encourageant l'investissement financier de long terme. L'Institut Montaigne propose ainsi de nouvelles méthodes comptables dont la valorisation par fenêtre coulissante (voir détails sur le site).

Le prêt de titres anonymes qui alimentent la vente à découvert et les prises de contrôle

Rémunérer la destruction du capital est aberrant ou suicidaire pour tout acteur d'une économie de marché. Pourtant, de nombreuses voix plaident en faveur du maintien d'une telle pratique, dite de « *short-selling* » (vente à terme d'un produit dont on ne dispose pas, qu'on emprunte aujourd'hui à un tiers pour le racheter avec profit demain

parce qu'on anticipe sa dépréciation). Ces voix soulignent son rôle important pour accélérer et réaliser la fixation du prix de tout actif financier, ou encore pour se couvrir contre un risque d'exposition nette. Par ailleurs, il n'est pas aisé d'adopter des solutions trop radicales : interdire brutalement la vente à découvert à un instant T aurait des conséquences cataclysmiques sur les grands acteurs des marchés financiers, tout d'un coup « surexposés » à des risques nets qu'ils ne pourraient plus couvrir. Enfin, il convient de faire le tri entre les produits dérivés « toxiques », à de pures fins spéculatives, et les produits dérivés vitaux pour nos économies (couvertures de change, contrats à terme de matières premières, polices d'assurance, etc.). Tout en retenant ces arguments, nous recommandons la disparition progressive des mécanismes

de ventes à découvert les plus spéculatifs, comme suit :

■ **Recommandation** : les institutions ayant prêté des titres à des tiers (banques, fonds de pension ou compagnies d'assurances vers des *hedge funds*, notamment) auront l'obligation de rendre publics ces prêts de titres au plus tard à la fin du « *market holiday* ». De même, les institutions ayant prêté des fonds pour accroître l'effet de levier des acteurs les plus agressifs du marché (*hedge funds*, *traders* sur fonds propres d'institutions bancaires, etc.) devront déclarer nominativement ces prêts à l'issue du « *market holiday* ». Les prêts de titres permettant de prendre temporairement le contrôle d'une assemblée générale d'actionnaires seront également soumis à des règles strictes pour éviter des pratiques récentes, suivant lesquelles les managements et donc les stratégies des entreprises étaient devenus des objets de spéculation parmi d'autres. Cette mesure anticipe la gêne de certaines institutions, obligées de dévoiler qu'elles ont amélioré leur compte de résultats, en permettant à des *hedge funds* de vendre à découvert les titres phares de la côte (*blue chips*), ou d'exercer une pression dangereuse sur les titres de dettes souveraines. Cette obligation de publicité, étalée sur plusieurs semaines, devrait permettre de limiter le *short-selling* à un strict rôle d'instrument de couverture et non de déstabilisation.

Les activités des agences de notation

La confiance aveugle des opérateurs dans les agences de notation n'est pas étrangère à la crise actuelle. De façon inattendue, le système continue de fonctionner presque comme avant. Certainement mues par le souci de bien faire, et de faire oublier leurs errements passés, les agences font aujourd'hui du zèle. Elles essaient de « se rattraper » en multipliant les dégradations de notation et avertissements bruyants (marketing oblige) de dégradation prochaine de notes. Dans un marché particulièrement inquiet, sans repères, ces communications sont dévastatrices.

■ **Recommandation** : le G20 devrait, en urgence, se pencher sur l'ensemble du modèle économique des agences de notation afin de :

- Promouvoir une multiplicité de sources d'information (intensification de la concurrence par augmentation du nombre des agences).
- Imposer la transparence des méthodes de notation (professionnalisme, formation des notateurs).
- Proposer une réorganisation des modalités de notation dans la mesure où une même agence ne peut pas, avec le même professionnalisme, juger les États, les entreprises, et les produits de spéculation.
- Pousser les opérateurs à ne pas s'en remettre

aveuglement aux agences en les obligeant à rendre publics leurs automatismes de gestion passive.

L'Institut Montaigne détaille sur son site certaines de ces propositions pour mieux asseoir l'activité et la légitimité futures des agences de notation.

Les ratios de capitalisation des banques, et de solvabilité des assureurs

C'est un paradoxe dangereux : alors même que l'environnement économique et financier se dégrade, le marché semble exiger des ratios de capitalisation et de solvabilité (part de fonds propres à mettre en face des actifs détenus) supérieurs à ceux qu'il réclamait en temps de prospérité. Ces ratios représentent l'ultime sécurité pour un investisseur. D'une certaine façon, ils sont des conditions *sine qua non* du retour de la confiance dans les institutions financières. S'impose ici une logique semblable à celle d'un syndicat d'entreprise en difficulté : il faut proposer un plan de redressement qui, temporairement, permette d'adopter des règles plus souples pour relancer l'activité. *A contrario*, exiger plus de garanties en période de crise systémique peut, paradoxalement, précipiter la catastrophe.

■ **Recommandation** : en attendant que les banques et les compagnies d'assurances, éventuellement assistées de différents comités d'experts (Bâle notamment), proposent aux États de nouvelles règles de capitalisation, le « *market*

holiday » permettra de suspendre ces règles. Cette suspension visera deux objectifs :

- Enrayer le mouvement actuel où les banques et les compagnies d'assurances semblent obligées d'être recapitalisées par leurs États domestiques pour éviter une faillite provoquée artificiellement.
- Permettre aux établissements de proposer un plan de redressement suivant les procédures propres à chaque pays.

Proposition 2 : Organiser la traçabilité des produits financiers

À l'image de la chaîne alimentaire, l'industrie financière conçoit, vend et distribue des produits « vitaux », mais potentiellement toxiques. Nous proposons une série de mesures permettant de tracer efficacement les produits financiers. Ces mesures sont urgentes : comment « consommer » ou acheter aujourd'hui un produit financier, sans s'assurer qu'il n'a pas été « contaminé » par une institution défaillante ou malveillante ?

Transparence vis-à-vis des marchés de capitaux

Les institutions financières devront informer de manière précise et détaillée les marchés de leur niveau consolidé d'exposition (bilan et hors bilan) par classe d'actifs, de leur effet de levier et de leur liquidité.

Un processus similaire à celui mis en place par les États-Unis pour la certification par les sociétés cotées de leurs comptes (loi Sarbanes-Oxley) pourrait être instauré, cette fois pour l'exposition et le niveau d'endettement par classe d'actifs des institutions financières.

Le document de certification serait signé par le PDG et le directeur financier de l'institution concernée, après certification par chaque responsable d'unité opérationnelle du niveau de risque induit par l'activité de son département.

Corrélativement, les mandataires sociaux devront expliquer (dans les rapports annuels notamment), **sous leur responsabilité**, pourquoi et dans quelle mesure ils ont utilisé telle ou telle méthodologie de quantification du risque et dans quelle mesure ils ont exercé leur jugement propre. Cette obligation pourrait leur être imposée au titre d'un devoir fiduciaire renforcé. De cette façon, il ne leur serait plus possible de se défaire sur les agences de notation, comme c'est le cas aujourd'hui.

Afin que le niveau de transparence soit le même pour tous, les sociétés d'investissement (*hedge funds* notamment) devront relever du même régime et être tenues de fournir cette information à leurs investisseurs. Comme dans la réglementation Sarbanes-Oxley, de lourdes peines seraient prévues en cas de déclaration inexacte.

Transparence vis-à-vis des investisseurs institutionnels et des épargnants

La crise actuelle a montré que **de nombreux investisseurs institutionnels et épargnants ne savent pas ce qu'ils achètent et ne comprennent pas les risques**

auxquels ils s'exposent. Ainsi des fonds qui se présentent comme des fonds monétaires alors que leurs sous-jacents comportaient des produits dérivés exposés à des classes d'actifs risqués (*subprimes*).

Dès règles spécifiques doivent donc protéger les épargnants, tout comme les institutionnels gérant l'épargne publique (caisses de retraite, fonds mutuels). Nous détaillons sur le site quelques exemples de ces règles – idéalement applicables mondialement – qui permettraient de limiter la création de produits incompréhensibles et toxiques.

Enfin, pour s'assurer de la bonne application de ces règles, une autorité de contrôle méritera d'être créée. Création *ex-nihilo*, émanation de l'ONU, du G20, du Forum de Stabilité Financière, ou du FMI, cette autorité, pour être respectée, devra être dotée de réels pouvoirs de sanction et de ressources humaines et financières appropriées.

Proposition 3 : Coordonner les nationalisations – reprivatisations bancaires au sein du G20

« *Throwing good money after bad* ». Cette expression américaine est particulièrement pertinente aujourd'hui : le système bancaire et financier mondial, responsable et victime de la crise, est le nouveau tonneau des Danaïdes : il engloutit des capitaux publics, sans effets réels apparents – tout au moins pour l'instant – sur son activité principale, à savoir la production de crédits.

Un processus de nationalisations de pans entiers de l'industrie financière mondiale nous semble aujourd'hui inévitable, tant le niveau de pertes est abyssal (et loin d'être contenu, du fait de la dégradation continue des valeurs d'actifs et des conditions économiques dans le monde). Nous formulons cinq recommandations pour que ce processus réussisse :

Le processus de nationalisations ne doit pas fausser la concurrence

Lorsqu'un assureur européen, une banque britannique ou une institution financière américaine sont nationalisés totalement ou partiellement, ces acteurs bénéficient immédiatement de la garantie de leur État, donc d'un coût du capital et d'une marque de solidité plus compétitifs que leurs concurrents pourtant mieux gérés, qui restent à ce titre dans le secteur privé. Paradoxe vexant : les meilleurs élèves de la finance mondiale seraient ainsi désavantagés. Les États doivent veiller à neutraliser les effets pervers possibles de leurs interventions, par exemple par l'octroi de compensations (financières ou fiscales) pour les « bons élèves » n'ayant pas recours aux capitaux publics.

Le processus de nationalisations doit être coordonné entre États

Lorsque Citigroup, Northern Rock, etc., bénéficient de fonds publics de leurs États, on anticipe que ces acteurs subiront une pression significative pour concentrer leurs futures activités (prêts, effectifs, etc.) sur leurs marchés domestiques plutôt qu'à l'étranger. **Les nationalisations bancaires pourraient ainsi être un puissant vecteur de repli**

nationaliste dans l'économie mondiale demain, remettant en cause soixante années de prospérité générale. Sans occulter le devoir légitime des États de protéger les intérêts de leurs économies, nous estimons urgent que **le G20 organise et coordonne le suivi de ces mouvements de nationalisations bancaires** dans le cadre d'un comité de veille du risque protectionniste (voir détails sur le site).

Le processus de nationalisations doit suivre le processus réussi par le gouvernement suédois dans les années 1990

Il s'agit, dans l'ordre, de : (a) nationaliser les banques menacées d'insolvabilité, (b) à charge pour les États (et les banques centrales) de conserver les actifs toxiques, le temps que ces actifs reprennent de la valeur ; (c) re-privatiser immédiatement les « bonnes » banques, ainsi soulagées d'actifs problématiques qui les empêchent de continuer d'irriguer l'économie avec de nouveaux prêts.

Cette séquence a plusieurs mérites : **elle évite aux États la difficulté quasi-insoluble de fixer des prix pour le rachat d'actifs toxiques ou illiquides** (idée de la « *bad bank* » privée, que nous rejetons) ; elle annonce clairement **le caractère temporaire et non structurel des nationalisations bancaires.**

Le processus de nationalisations doit déboucher sur une séparation entre activités de banques commerciales et de banques dites d'investissement

La prise en charge des produits toxiques des banques par les États, dont le coût va

peser sur la collectivité, ne doit pas encourager les banques à rééditer leurs erreurs passées. Pour éviter cela, pour **encourager les banques à irriguer à nouveau l'économie et les détourner d'activités de marché trop risquées, susceptibles de mettre leur solvabilité en péril**, nous recommandons que les reprivatisations de

banques débouchent sur leur dissociation entre les banques de crédit et les banques de marché. Autrement dit séparer les banques commerciales, qui financent les entreprises, les ménages et les collectivités, des banques dites d'investissement. Cette dissociation, qui doit être coordonnée au plan mondial,

et d'abord au niveau du G20, permettrait de mieux allouer un capital devenu rare vers les activités susceptibles de nourrir directement la croissance économique future.

On notera par ailleurs que la suppression du Glass-Steagall act en 1999 (loi qui interdisait justement l'amalgame entre banques

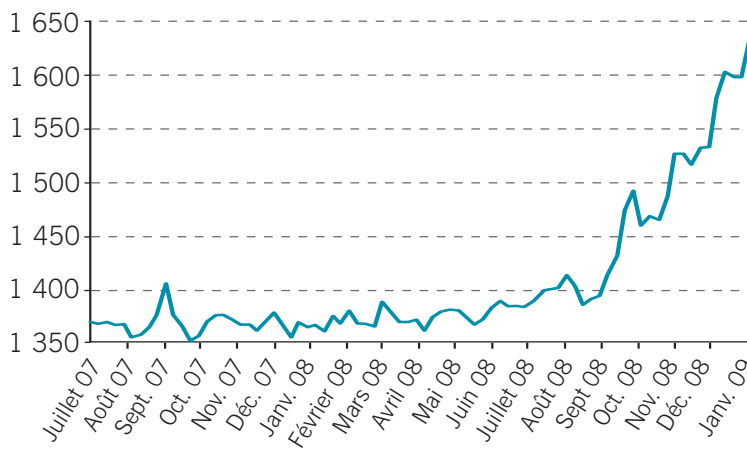
commerciales et banques d'investissement) a entraîné les banques américaines dans une course à la taille et dans une confusion des genres (comme les activités de « banque intégrée ») qui n'ont évité ni les collusions et conflits d'intérêts, ni les difficultés de solvabilité, comme le prouve la crise actuelle. L'industrie financière redécouvre avec cette crise que la juxtaposition des missions et des activités n'encourage ni la cohérence, ni l'efficacité de l'action économique.

Les banques seront incitées fiscalement à prêter vite et au bon endroit

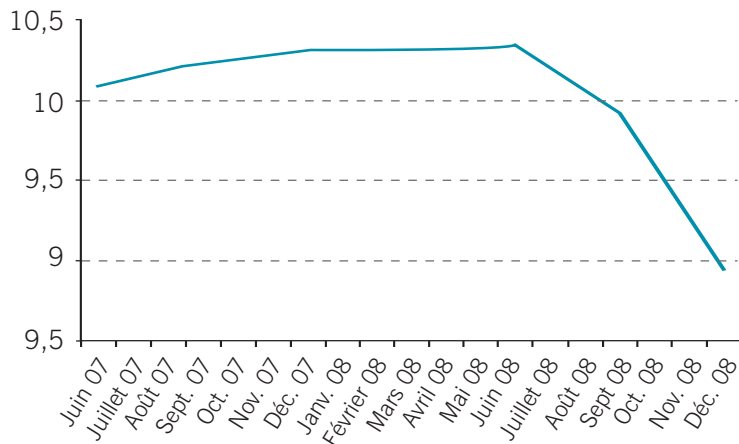
Actuellement, les banques reconstituent leurs fonds propres à l'aide de recapitalisations privées ou publiques. Mais elles n'ont aucune incitation, financière ou fiscale, à émettre de nouveaux prêts. Le déséquilibre actuel est préoccupant : la masse monétaire explose, mais sa vélocité, à savoir la vitesse de circulation de la monnaie dans l'économie, continue de baisser, comme le montrent les graphiques ci-contre.

Pour inciter les banques à ne pas thésauriser davantage leurs capitaux et à produire des crédits au moment où l'économie en a le plus besoin, nous recommandons que les États du G20 appliquent, pour une durée établie à l'avance, un taux d'imposition nul sur les activités de banques finançant l'économie non spéculative (banques commerciales, financements de projets, etc.). Cette politique agressive, pouvant durer de 3 à 5 ans, créera une

Évolution de la masse monétaire aux États-Unis



Évolution de la vitesse de circulation de la monnaie (M1) aux États-Unis



Source : Bloomberg

incitation forte pour que les banques irriguent rapidement l'économie, accélérant ainsi la vélocité de la masse monétaire. À l'issue de cette période de fiscalité nulle, les banques se verront appliquer un taux d'imposition *a priori* supérieur à ceux actuellement pratiqués.

Nous estimons en effet que la crise actuelle illustre l'existence **d'une garantie d'État « gratuite », implicite**, dont bénéficient les grandes banques, sauvées de la faillite par leurs États. On peut le déplorer ou s'en féliciter, peu importe, elle existe : il convient donc, à terme, de rémunérer davantage les États en contrepartie de cette garantie.

Concernant les banques finançant les activités de spéculation, nous recommandons une **fiscalité renforcée**, après leur « reprivatisation ». **Un taux d'imposition de 60, 75 ou 80 %** pourrait ainsi être envisagé. Cette politique fiscale différenciée permettra ainsi de réduire à sa portion la plus congrue des activités financières devenues trop dangereuses pour nos économies et nos sociétés. La principale difficulté de cette mesure sera d'établir la liste précise des activités financières devant être soumises à une telle taxe. Ceci pourrait faire l'objet d'un groupe de travail *ad hoc* émanant du G20. Nous estimons que les activités de trading sur fonds propres, de courtage, de production et de distribution de produits dérivés et structurés, de titrisation, de financement des *hedge funds* peuvent rentrer dans cette liste.

Enfin, il conviendra d'avoir réglé au préalable le problème des paradis fiscaux (voir propositions sur le site), accueillant déjà un grand nombre des acteurs les plus agressifs du marché (*hedge funds*, filiales de banques d'investissement), et qui pourraient demain héberger encore plus de banques cherchant à échapper à la politique fiscale coordonnée des grands États.

Si une telle politique d'incitation fiscale pour les banques se révélait trop difficile à mettre en place (à cause de la compétition fiscale entre grands États, notamment), deux pistes alternatives pourraient être poursuivies :

- pour brider les activités de banques de marché, et réduire le risque systémique lié à un excès de titrisation, **toute institution cherchant à titriser un de ses actifs** (créance immobilière, actions de sociétés, obligations d'État, etc.) **serait obligée de conserver au moins le tiers de la valeur de l'actif dans son bilan.**

Ce faisant, le niveau maximum de levier de ces institutions (banques, *hedge funds*, tables de trading, etc.) serait de 3 (et non de plus de 30, comme c'était le cas des Lehman Brothers, Bear Stearns ou Merrill Lynch) ;

- pour encourager les banques commerciales « reprivatisées » à prêter aux entreprises et aux ménages, un système **de garanties émises par les États sur certains prêts** pourrait être développé, à côté ou en remplacement

d'une politique fiscale incitative.

Proposition 4 : Assurer la liquidité et le financement des acteurs de dernier ressort, les États

C'est un des faits majeurs de la crise actuelle : le risque de surendettement est transféré des acteurs privés défaillants (ménages et entreprises surendettés, banques sous-capitalisées) vers les États, pourtant déjà perclus de dettes avant leurs plans de sauvetage et de relance. Du fait de l'aggravation de la crise, et de la baisse des recettes fiscales, le risque de défaut des États, même les plus solides, s'accroît ainsi de beaucoup.

C'est historiquement le cas des pays émergents d'Afrique, d'Asie, d'Amérique du Sud. C'est actuellement le cas de la plupart des pays d'Europe de l'Est, ainsi que de l'Irlande. Ce pourrait être demain le cas de l'Espagne et du Royaume-Uni, économies particulièrement surendettées, à faible taux d'épargne. Enfin, les États-Unis, dont on estime qu'ils devraient émettre pour plus de \$1 800 milliards de bons du Trésor en 2009, risquent d'assécher encore plus les liquidités disponibles sur le marché de la dette, non seulement pour les pays émergents mais aussi pour les pays européens, qui ont un besoin urgent de refinancement.

Face à ces risques, le G20 doit avoir comme priorité d'assurer la liquidité et le refinancement

des grands États. Nous détaillons ci-dessous deux pistes concrètes permettant d'atteindre cet objectif.

■ La « Contribution Montaigne » : principes et mécanismes

La mise en place de la *Contribution Montaigne* a deux objectifs : contribuer au financement du FMI, nouvelle banque des États et stabiliser le marché des produits dérivés.

Dans un premier temps, nous recommandons de limiter le périmètre d'une telle contribution aux marchés d'actifs les plus risqués et les plus susceptibles d'engendrer des déséquilibres économiques, à savoir le marché des *credit default swaps* (CDS : contrat d'assurance pour se protéger contre la faillite d'un créancier) avant éventuellement de l'étendre à l'ensemble des marchés de dérivés.

L'existence de cette *Contribution Montaigne* dépend, au préalable, de la nécessaire réorganisation des marchés dérivés de crédit à travers la création d'une chambre unique de compensation, l'introduction d'un système de cotation continue et d'un carnet d'ordres transparent (voir détails sur le site).

Le mécanisme, que nous appellerions *Contribution Montaigne*, serait le suivant : chaque acteur sur le marché des CDS serait obligé de couvrir ses positions et de déposer auprès de la chambre de compensation nouvellement créée un montant collatéral (garantie servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où l'emprunteur ferait défaut). Le niveau d'endettement du déposant déterminerait

L'Amicus Curiae est, traditionnellement en droit, une contribution versée spontanément au débat par un tiers à une cause qu'il entend éclairer le décideur en tant qu'«ami de la cour».

DERNIÈRES PUBLICATIONS

le montant à gager auprès de la chambre de compensation.

Les montants ainsi accumulés permettraient non seulement de prémunir la communauté contre un risque systémique de contrepartie mais aussi d'offrir au FMI, qui aurait accès à ce collatéral, un nouveau mode de financement de ses prêts.

Nous donnons ici un exemple simplifié du fonctionnement de la Contribution : en fixant la fraction de couverture moyenne à 1 % du marché des CDS (dont le notionnel total s'établissait à environ \$30 000 milliards à la fin de l'année 2008), **le montant libéré pour le FMI serait de \$300 milliards, soit plus du doublement de ses ressources actuelles.**

Le FMI disposerait ainsi des moyens nécessaires pour assumer son rôle de sauveteur des États risquant d'affronter des difficultés, voire des défauts de paiements dans les prochains mois.

■ **La création d'un marché souverain des euro-émissions**

De façon tout aussi urgente, l'attention du G20 doit être attirée sur la situation alarmante du financement de la dette souveraine de nombreux pays de l'Eurogroupe, notamment mais pas exclusivement en Europe de l'Est. Même l'Allemagne n'a pas réussi à placer l'ensemble de ses titres obligataires le 11 février 2009, faute de demande suffisante.

Nous formulons ainsi (voir détails sur le site) une

proposition de création d'un eurobond souverain, commun aux pays de l'Eurogroupe, de nature à permettre à l'Europe de maintenir son unité politique et le financement de ses États, alors qu'elle traverse sa pire crise depuis la deuxième guerre mondiale.

Conclusion

Refonder une économie mondiale sur la confiance, la stabilité, la durée

La réunion du G20 le 2 avril 2009 à Londres en appelle d'autres. Ce sommet sera déjà une réussite s'il entérine le principe de réunions régulières entre les chefs des principaux États du monde, permettant de coordonner leurs approches et de redéfinir les règles du capitalisme mondial.

Au-delà de ces mesures d'urgence que nous venons de préconiser, nous en proposons quelques-unes sur notre site. Nous les résumons ici :

■ **favoriser la renaissance d'un capitalisme de long terme.**

La crise actuelle est aussi une crise de la quête effrénée de performances à court terme, au détriment de la construction de richesses dans la durée. Pour inverser ce cycle, nous proposons entre autres mesures de remplacer tous les bonus annuels de la finance par des bonus pluriannuels, et de primer les actionnaires durables sur les actionnaires de passage en leur conférant des droits de vote et

des droits à dividendes fortement accrus, ou en les soumettant à une fiscalité plus favorable.

■ **préparer l'avènement d'un système monétaire multidevises,**

tout en respectant la réalité du dollar, monnaie de la première puissance économique mondiale. La crise actuelle, qui est aussi une crise du désordre monétaire, en fournit l'occasion. Rappelons à cet égard que depuis 1971, le PIB américain a été multiplié par 3 tandis que sur la même période la masse monétaire (M3 jusqu'en 2006, puis M3b) a été multipliée par 21. Le reste du monde a suivi. Autrement formulé : il a fallu produire sept fois (21/3) « trop » de monnaie pour assurer aux États-Unis un maintien de leur niveau de consommation, et aux grands pays manufacturiers, Chine en tête, un développement et un enrichissement vertigineux, source d'instabilités futures.

■ **organiser un suivi actif du risque protectionniste, au niveau du G20,** afin de renforcer l'action de l'OMC, à un moment particulièrement critique pour la fluidité du commerce mondial, facteur essentiel de prospérité et de paix au plan mondial.

Nota bene : au-delà de ces propositions, nous présentons sur le site d'autres mesures plus techniques et débattues ailleurs (paradis fiscaux, régulation des hedge funds et prime brokers, organisation du marché des CDS, cotations en continu, etc.).



Mesurer la qualité des soins par Denise Silber



Ouvrir la politique à la diversité par Éric Keslassy



Collectivités territoriales : pour une obligation de rendre des comptes

Institut Montaigne

38, rue Jean Mermoz - 75008 Paris
Tél. +33 (0)1 58 18 39 29 - Fax +33 (0)1 58 18 39 28
www.institutmontaigne.org - www.desideespourdemain.fr

Directeur de la publication :

François Rachline

Conception : latoutepetiteagence

Réalisation : EPBC Impression : Fusium