Lutte de classe

Extraits commentés du *Rapport sur la crise financière* de René Ricol

En lisant ce rapport on peut faire plusieurs constats.

1- L'urgence de trouver des solutions à une crise financière dont ils sont incapables de mesurer l'importance, de déterminer sur quel montant elle porte exactement (à 700 milliards de dollars près !) et quels organismes elle concerne vraiment, ni sa durée ni ses conséquences à terme sur l'économie mondiale.

« Certains organismes internationaux estiment ces pertes dans une fourchette allant respectivement de 250 Mds€ (pour l'OCDE) à 610 Mds€ ou 950 Mds\$ (pour le FMI). »

« Une des caractéristiques de toute crise financière est qu'il faut du temps pour avoir une idée précise du montant total des pertes. En effet, l'existence même de pertes importantes entraîne inévitablement, par effet mécanique, l'apparition d'autres pertes ailleurs en raison de changements dans l'environnement économique et dans le comportement des différents acteurs. Ce mécanisme n'est pas encore arrivé à sa fin.

Par ailleurs, des incertitudes importantes demeurent sur la situation de nombreuses institutions financières et la défaillance d'un ou plusieurs de ces acteurs peut arriver à tout moment, par exemple en raison des taux de défaut sur les cartes de crédit qui sont en forte augmentation. »

2- Ils reviennent sur les moyens qu'ils ont mis en œuvre pour faire face à cette crise jusqu'à maintenant et la tournure qu'elle a prise.

« Seules des injections massives de liquidité des banques centrales ont permis d'éviter un effondrement en masse des plus grands établissements financiers de la planète. »

« Une crise financière majeure, qui s'est traduite de façon imprévue par une illiquidité ponctuelle, mais progressivement généralisée, sur les marchés interbancaires. »

« La nécessité de restaurer la confiance sur les marchés où sur certains produits devenus illiquides afin de pouvoir à nouveau attirer des capitaux et de ne pas freiner la distribution de crédit vers l'économie réelle. »

« La nécessité de se rappeler que les crises se mettent en place dans les périodes favorables, lorsque la croissance est rapide. Une abondance de liquidité, des taux d'intérêt bas et des profits financiers élevés sont souvent les meilleurs signaux annonciateurs d'une crise »

« Enfin, les modes de rémunération des opérateurs de marché ont contribué à la recherche du profit à court terme sans tenir suffisamment compte des risques attachés et surtout des évolutions à long terme des produits qu'ils concevaient, vendaient ou arbitraient. »

A propos du dernier point. Certains opérateurs de marché sont rémunérés immédiatement sur la base de profits (prévisionnels) réalisés à court terme, alors qu'il est impossible d'en connaître le montant à l'avance, ni même de savoir s'il y aura ou non un profit à l'arrivée.

« La crise des *subprimes* a montré très clairement la nécessité de mieux aligner la rémunération des opérateurs de marché avec les intérêts de long terme des établissements financiers qui les emploient et de leurs actionnaires. »

« Ceci est particulièrement vrai pour les primes versées immédiatement en fonction des profits tirés d'opérations enregistrées dans les comptes sur la base de modèles, mais dont le dénouement peut faire apparaître des pertes à terme. Cette question a été rendue d'autant plus prégnante du fait des normes comptables, qui permettent d'enregistrer en tant que résultat les profits futurs ou potentiels : il est dans ces conditions difficile pour les responsables de ne pas récompenser les *traders* sur une telle base. Sensible à la pression de l'opinion publique, l'*Institute of International Finance*, qui regroupe les représentants des plus

grandes banques mondiales, a reconnu explicitement la nécessité de développer plus largement des systèmes de rémunération différée, prenant mieux en compte la profitabilité de long terme, le coût du capital et le degré de risque, et d'être plus transparent à l'égard des actionnaires sur les méthodes et les processus de détermination des rémunérations correspondantes. Certaines banques étudient déjà les propositions émises en ce sens. »

2- Il montre clairement que le pouvoir politique est un pantin entre les mains de l'aristocratie financière qui a pris le contrôle du capitalisme mondial.

« Pour sortir de cette situation, une solution serait de demander à la profession d'organiser une « conférence de consensus accéléré » et d'arrêter collectivement et rapidement un « code de bonne conduite » sur la mise en place de systèmes de rémunération rigoureux et limitant les prises de risques excessives à court terme des opérateurs de marché. »

3- La mise en œuvre d'instruments de régulations et de contrôles qu'ils appellent de leurs vœux pour assurer plus de transparences sur les opérations financières, est incompatible avec un des principes fondamental du capitalisme : la concurrence qui nécessite de ne pas dévoiler sa stratégie.

4- Ils avouent qu'il est maintenant difficile de dissocier les deux crises, celle des subprimes et celle des matières premières, auxquelles il faut ajouter l'inflation. C'est la raison pour laquelle ils sont obligés de reconnaître que la crise financière a atteint « l'économie réelle ».

« Parallèlement, la volatilité des prix des matières premières (+45% sur un an2 pour l'indice S&P GSCI, +15% depuis le 1er janvier 2008) représente une incertitude supplémentaire avec des effets extrêmement négatifs pour les consommateurs, et ceci dans toutes les régions du monde. Il est maintenant difficile de dissocier les deux crises et nous ne pouvons plus écarter la possibilité d'une bulle spéculative sur ce marché. La présence d'investisseurs financiers non spécialisés intervenant massivement ne peut qu'aggraver la situation en créant une volatilité excessive sur ces marchés. Il est légitime de s'interroger pour les marchés de matières premières, sur la possibilité d'autoriser ou sur la nécessité de limiter des investissements aussi importants et déconnectés des fondamentaux de ces marchés.

Dans ce climat de tension économique et financière, bien qu'elles n'aient pas connu de « jeudi noir » et aient continué à fonctionner normalement, les bourses mondiales ont décroché (-13% depuis le 1er janvier 2008 pour l'indice SP 500 américain, -14% pour le FTSE 100 britannique, -21% pour le DAX allemand, -21% pour le CAC 40 français), et avec elles les *price earning ratios* en anticipant les résultats semestriels et la croissance de l'inflation. »

« Dans ce contexte de cycle de crises s'installant, considérer comme le FMI, que le risque de pertes cumulées peut atteindre dans une approche de « *stress-test* » 950 milliards de dollars, n'est pas irréaliste. On ne peut plus concevoir à ce stade que l'économie réelle ne soit pas touchée par la crise financière.

Même si les effets de la crise ne sont pas encore complètement connus, les incertitudes continuant à s'étendre, il est déjà possible d'identifier les ingrédients clés qui sont les causes principales de cette crise : une liquidité excessive, une large dérégulation dans certains domaines, des retours sur fonds propres dans le secteur financier sans lien avec les rendements de l'économie réelle et des lacunes dans la gestion des risques au sein des banques. »

5- Ils soulignent un sous-investissement chronique des grandes sociétés ces dernières années, je ne sais pas s'ils font référence aux différents Etats ou aux grandes entreprises, je pense plutôt qu'il s'agit des Etats. Par contre, les banques centrales devraient de plus en plus servir de pompes à finances pour le secteur privé au lieu d'être au service des Etats.

« A la suite de l'effondrement de Bear Stearns aux Etats-Unis en mars dernier, la Réserve Fédérale a mis en place une fenêtre de refinancement pour les banques d'investissement afin de stabiliser le système financier et a élargi la gamme d'actifs éligibles en garantie. Si les troubles financiers persistent, la Fed a annoncé qu'elle pourrait proposer dès l'an prochain une nouvelle facilité de financement qui donnerait aux banques d'investissement la possibilité d'accéder aux liquidités en cas d'urgence.

Le conseil des gouverneurs du système fédéral de réserve a annoncé à la mi-juillet qu'il avait donné autorité à la Réserve Fédérale de New York de prêter à Fannie Mae et Freddie Mac. Cette autorisation de prêt est destinée à compléter celle aujourd'hui accordée au Trésor américain et pour s'assurer que Fannie Mae et Freddie Mac sont bien en mesure de mettre en place des crédits hypothécaires lors de période de crise sur les marchés financiers. »

6- Ils formulent une suite de vœux pieux puisqu'ils avouent qu'une grande partie des marchés financiers échappe à tout contrôle, notamment aux Etats-Unis. Par exemple, les produits de titrisation qui figurent hors bilan des banques, auxquels il faut ajouter l'activité des brokers-dealers et des banques d'investissement, hedge funds, etc.

« Les banques n'ont pas pris la mesure des risques associés aux véhicules hors bilan qu'elles avaient élaborés et n'en ont pas informé le marché. »

« On ne peut exclure non plus que, bien qu'identifiés, ces risques n'aient volontairement pas été révélés. »

« La crise a démontré que l'information disponible sur les produits de titrisation est limitée »

« Les conditions de fonctionnement des marchés de gré à gré (OTC).

Les marchés de gré à gré ne sont pas, par définition, soumis aux règles de transparence qui s'appliquent aux marchés réglementés.

Toutefois, elle se heurte aux antagonismes entre les banques (concurrentes des marchés organisés sur les transactions) et les bourses de valeur (qui contrôlent les infrastructures nécessaires). »

« Bien que la plupart des entités non régulées soient localisées en dehors du territoire européen et principalement aux Etats-Unis, l'Europe ne peut se permettre d'ignorer les questions qu'elles soulèvent, ne serait-ce que parce qu'il est essentiel que les mesures effectivement prises aux Etats-Unis permettent d'améliorer la sécurité des marchés financiers à l'échelle mondiale, ce qui constitue un préalable à la sortie de la crise. »

7- Ils tirent un bilan provisoire de la crise financière, en disant qu'elle se résume à une crise du crédit du fait de l'endettement excessif de la population, de l'insolvabilité de millions de familles, et des salaires trop bas alors que les prix ont flambé ces dernières années.

Mais cette crise a des répercussions au niveau des prêts entre banque qui alimentent une partie de leurs activités. Du coup cela contribue à renchérir le crédit et freine l'activité économique et la consommation.

« Des tensions persistent sur le marché monétaire et en particulier sur le marché interbancaire : c'est ainsi par exemple que le *spread* entre le taux des prêts interbancaires à trois mois aux Etats-Unis et celui des *Treasury Bills*, qui était de l'ordre de 0,40% avant la crise, a atteint 2,25% en décembre 2007, et s'est presque constamment maintenu au dessus de 1% depuis. Avec une ampleur moins forte, le *spread* sur le marché interbancaire européen a connu une évolution similaire. »

« Lorsque les marchés s'effondrent, au point de devenir illiquides, comme sur le marché des *subprimes*, et que les valeurs de marché diminuent, les banques doivent constater une dévalorisation de leurs actifs et par voie de conséquence de leurs fonds propres, avec ou sans effet sur le compte de résultat. Ainsi en va-t-il lorsque les émissions primaires se tarissent et que, en raison de la faiblesse du nombre de transactions secondaires, les prix de marché ne sont pas représentatifs des valeurs réelles.

Un cercle vicieux s'enclenche alors : la vente massive, sans contreparties suffisantes à l'achat, des actifs dévalorisés fait chuter leur prix jusqu'à perdre toute référence rationnelle de valeur. »

« Le « renchérissement » des prix des matières premières.

L'envolée, au cours des derniers mois du cours, des matières premières agricoles et du pétrole a rendu particulièrement sensible le sujet des investissements croissants réalisés par de grands investisseurs

institutionnels sur les marchés de *futures* (contrats d'achat ou de vente à terme) dans une optique de recherche de rendements décorrélés des marchés financiers traditionnels, et ce notamment après le déclenchement de la crise des *subprimes*.

Il peut être légitime de penser que cette hausse des prix reflète un déséquilibre structurel entre offre et demande, dû à deux phénomènes : un sous-investissement chronique des grandes sociétés ces dernières années ainsi qu'un choc démographique et d'urbanisation, notamment dans les pays en voie de développement où la croissance du revenu moyen accroît la demande.

Cependant, il est indéniable qu'une « vague » de liquidités se porte sur ces marchés : les investisseurs, principalement des fonds, se dirigent naturellement très fortement vers le marché des matières premières, d'autant plus que de nombreuses études de banque vantent les bénéfices, tant en termes de diversification que de protection, contre l'inflation de ces investissements très peu corrélés aux marchés boursiers.

Dans un contexte de profond désaccord entre les acteurs, il est aujourd'hui difficile d'apprécier si la part des volumes aujourd'hui échangés sur ces marchés qui ne correspondent pas à des activités normales de couverture de besoins physiques, sont susceptibles ou non, et dans quelles proportions, d'affecter sur le court terme le prix *spot*, et donc de favoriser le développement d'une bulle¹². L'éventuelle volatilité excessive sur ces marchés due aux larges volumes de *trading* constitue également une autre problématique importante.

Le caractère tout à fait spécifique de ces marchés, qui traitent de produits vitaux à l'échelle mondiale, appelle de fait une vigilance renforcée et pose la question d'éventuelles restrictions à apporter aux opérations réalisées par certains de ces investisseurs. Bien que l'essentiel des bourses correspondantes soient américaines, le *London Metal Exchange* ainsi que de nombreux marchés non régulés, traitent également des contrats de ce type ou des dérivés.

¹²- Sur le long terme, l'équilibre des marchés reflète l'évolution anticipée des prix résultant de l'équilibre de l'offre et de la demande physique, en tenant compte, en particulier pour le pétrole, de la croissance de la demande adressée par la Chine et l'Inde. Ceci n'exclut pas l'hypothèse d'une bulle temporaire, favorisée par l'ampleur des capitaux investis par ce type d'investisseurs (260 Mds\$ à fin mars 2008 sur le marché à terme de Chicago contre 13 Mds\$ à fin 2003).

8- Pour intervenir rapidement en cas de crise, ils ont imaginé une « conférence de consensus accéléré » qui se tiendrait au niveau mondial, comme si chaque pays avait les mêmes intérêts, c'est un leurre.

« La priorité devrait être de trouver rapidement des solutions appropriées à des problèmes spécifiques majeurs soulevés par la crise. Cela nécessite d'avoir recours à un nouvel instrument *ad hoc* : la « conférence de consensus accéléré » », qui n'est pas une nouvelle institution mais une nouvelle méthode d'action à la disposition des décideurs. Il est également indispensable d'appréhender les difficultés au niveau global, ce qui signifie reconnaître l'interdépendance des économies nationales, accepter que les crises financières puissent se diffuser de plus en plus rapidement et à une échelle de plus en plus grande, accepter qu'aucun sujet ne soit tabou et travailler à l'amélioration de l'efficacité en assurant une véritable harmonisation des normes, de la régulation et de la supervision.

Accélérer le processus de prise de décision par des « conférences de consensus accéléré », sur des sujets tels que : la valorisation des actifs en situation de marché illiquide, les agences de notation, les rémunérations dans l'industrie financière, le contrôle interne et la gouvernance. Ces « conférences de consensus accéléré » dont la portée serait nécessairement précise et limitée, constituent un nouvel instrument, destiné à dégager une solution concrète et consensuelle de manière urgente – *Recommandations 11 à 16* »

« Cependant, en période de crise, il manque un instrument permettant de trouver une issue rapide à un problème ponctuel. Cet instrument *ad hoc* pourrait être la réunion d'une « conférence de consensus accéléré », chargée de trouver une solution au problème soulevé. Cette conférence pourrait se réunir à l'initiative aussi bien de l'Europe, de l'Eurogroupe, du G-7, du G-20, de l'OCDE (qui a déjà expérimenté ce type de conférences sur des sujets non financiers) ou du FSF, en fonction de la nature et de la portée du problème posé. La « conférence de consensus accéléré » doit permettre de trouver des accords aussi bien sur la définition de problématiques que sur l'expression de solutions, destinées à être mises en oeuvre par

chaque état ou institution participant à la conférence et adhérant à ses conclusions.

Il va de soi que ces deux conférences, choisies comme exemples, devraient être traitées au niveau mondial. »

9- Ils expliquent encore que les « règles prudentielles » et les « normes comptables » doivent être abordées de façon combinée parce qu'elles déterminent ensemble les comportements des banques. Encore un vœu pieux puisque les règles prudentielles font partie intégrante de la stratégie des banques, elles n'ont donc pas intérêt à les dévoiler ni à les faire coïncider avec les normes comptables.

« En fin de compte, les normes comptables internationales, qui étaient supposées apporter plus de transparence à l'information transmise au marché, n'ont pas totalement réussi à atteindre cet objectif. » (un doux euphémisme ! – *Lutte de classe*)

« Une autre problématique mérite d'être traitée : les normes comptables ont eu des effets surprenants sur les bilans des banques pendant la crise. En effet, conformément à la règle de *fair value* dans les normes IFRS, les institutions financières doivent réévaluer leurs actifs, mais également leurs passifs, dans leurs bilans à intervalles réguliers et reconnaître le changement de valeur dans leur compte de résultat. Par conséquent, une baisse dans la valeur de leur dette bancaire, suite à une perte de confiance des investisseurs dans ce secteur, en réduisant la valeur des passifs de l'institution, lui permet d'inscrire un profit dans ses résultats. »

« Les règles prudentielles définissent le montant de capital que les banques doivent conserver en fonction des risques de leurs activités. »

« Il apparaît difficilement envisageable d'assouplir les normes comptables en période de crise, parce qu'elles se doivent d'être crédibles à long terme. Néanmoins, les régulateurs et superviseurs devraient être capables de faire face à des situations imprévues. »

« Les règles prudentielles et les normes comptables doivent être abordées de façon combinée.

Le déroulement de la crise a fait clairement apparaître que les deux jeux de règles, comptables et prudentielles, qui déterminent ensemble les comportements des banques, doivent être abordés de façon combinée. »

« La résolution de cette problématique passe inévitablement par une réforme de la gouvernance de l'IASB qui, tout en respectant pleinement son indépendance, doit assurer qu'un dialogue approprié s'établisse entre le conseil de l'IASB, les régulateurs de marché et les superviseurs prudentiels, de telle sorte que les normes comptables et les règles prudentielles soient cohérentes entre elles. C'est le sens des réformes qui ont été actées lors de l'ECOFIN du 7 juillet 2008.

La gouvernance de l'IASB doit être revue avec la création d'un *Monitoring Group*, composé notamment de régulateurs et de superviseurs, chargé d'évoquer les questions d'intérêt général en termes de stabilité financière. »

10- Pour la même raison, ils souhaitent un meilleur dialogue et une meilleure collaboration entre les organismes étatiques nationaux ou internationaux et les différentes institutions financières, alors que ces dernières n'ont pas intérêt à ce qu'on aille fouiller dans leurs affaires.

« Améliorer l'architecture globale de la régulation : en concentrant les efforts vers un dialogue à l'échelle mondiale dans des forums de discussion élargis incluant les Etats-Unis, l'Europe, le Japon mais aussi d'autres économies émergentes ou des états et des centres financiers comme la Chine, l'Inde, en assurant une approche intégrée de la globalisation financière, en systématisant l'évaluation des risques, en créant autour du FMI une chaîne de dispositifs d'alerte des risques systémiques. »

« Face à des marchés illiquides, certains ont proposé que soit autorisé de reclasser certains actifs du *trading book* en titres de long terme, avec l'accord d'un consensus international, si la notion de marché illiquide peut être définie de façon précise, et si des conditions précises de mise en oeuvre peuvent être fixées (valeur de

transfert définie suivant les conditions de marché, actifs concernés par la reclassification, transparence, explication des modèles de valorisation choisis, durée minimale de détention...). Les titres détenus jusqu'à échéance sont alors dépréciés non pas en fonction des prix de marché mais sur la base des flux futurs attendus de l'actif. »

11- Ils avouent encore que même les directions des plus grandes banques du monde racontent n'importe quoi, qu'elles présentent de graves dysfonctionnements internes et ne s'y retrouvent plus elles-mêmes !

« L'information financière publiée par les banques s'est révélée difficile à interpréter par le marché : c'est ainsi qu'au 4^{ème} trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008, les résultats publiés par les grandes banques ont donné lieu à des analyses divergentes entre analystes financiers. »

« A titre d'illustration, on notera que dans certaines banques, en raison du fonctionnement des systèmes d'information, les conseils ne sont plus informés des positions globales de trading mais des positions nettes. Ainsi, lors d'une crise, ils n'ont pas conscience de la totalité des sommes en jeu. On peut penser que si les systèmes de reporting avaient été mieux conçus, ils auraient pris les mesures prudentielles nécessaires et que l'exposition des banques aurait ainsi été moindre. Plus généralement, des produits devenus trop complexes pour être compris par le management d'une banque devraient attirer l'attention et, en conséquence, ne plus être utilisés. »

« Par ailleurs, il est également apparu que par manque de dialogue entre les credit risk managers et les market risk managers, certaines banques qui s'étaient défaussées de produits qu'elles considéraient toxiques, avaient racheté ces mêmes produits restructurés. »

« Les règles de gouvernance, le rôle du conseil d'administration ou de surveillance, ainsi que des comités spécialisés, les procédures d'information de ces conseils et comités doivent être repensés. Cette question ouvre d'ailleurs plus généralement la nécessité, s'appuyant entre autres sur les rapports Cadbury, Cromme, Bouton et de l'OCDE, de dégager un nouveau consensus sur la gouvernance des banques, des compagnies d'assurances, et des sociétés cotées d'une manière plus générale. »

« La diversification des compétences au sein des conseils d'administration des banques devient en effet un challenge en termes de gouvernance. L'élaboration d'une procédure d'agrément des administrateurs des banques, à tout le moins des membres des comités d'audit dont l'existence devrait être obligatoire, pourrait en particulier être demandée ;

« Le contrôle interne doit être correctement défini, replacé dans son contexte légal et réglementaire, et revalorisé comme fonction essentielle de gestion des risques. »

« Les problèmes rencontrés par les établissements bancaires lors de la crise des *subprimes* montrent une sous-valorisation des fonctions qui concourent au contrôle interne par rapport à celles des opérateurs de marché (*front office*). Ces problèmes peuvent également être observés dans le domaine de la gestion d'actifs. »

12- Ils voudraient donner plus d'importance et de pouvoir à des « auditeurs » qui sont chargés de contrôler l'activité des banques et des organismes financiers, mais ils se demandent s'ils ne sont pas susceptibles d'avantager les uns aux dépens des autres, bref d'être corrompus !

« L'information sur les méthodes et les hypothèses sous-tendant les évaluations des agences de notation doit être également plus transparente. Le plus important est que le calcul des notations individuelles perde son caractère de « boîte noire ». »

« Dans le même esprit, il convient de s'interroger pour savoir si le critère d'indépendance des administrateurs doit continuer d'être privilégié et si celui de la compétence ne doit pas, sans être contradictoire, lui être préféré de manière prioritaire ; à cet égard, il convient de vérifier l'indépendance financière des administrateurs indépendants, afin d'éviter tout risque de conflit d'intérêts »

« L'évolution même du rôle des auditeurs, confrontés à la nécessité de s'exprimer plus clairement et publiquement sur les risques futurs auxquels fait face l'entreprise auditée. Les auditeurs sont toutefois réticents à se déplacer plus nettement sur le terrain de l'identification des risques, en raison notamment des

problématiques de mise en cause de leur responsabilité. »

13- Les spécialistes chargés d'évaluer les risques financiers liés aux différentes opérations financières en fonction d'un ensemble de facteurs socio-économiques ont fait preuve d'incompétence ou de laxisme.

« Les agences de notation jouent un rôle essentiel d'évaluation mais aussi de diffusion d'information sur les produits structurés. De fait, beaucoup d'investisseurs ont eu une confiance excessive dans ces notations et n'ont pas mené leur propre *due diligences*.

Une mauvaise appréciation des risques de crédit par les agences de notation a contribué au développement rapide des produits complexes de titrisation ainsi qu'à leur chute brutale. En effet, les produits structurés complexes étaient très bien notés par les, agences, favorisant leur essor. Mais la baisse du prix de l'immobilier aux Etats-Unis, entraînant de fait la hausse des taux de défaut sur les prêts *subprimes*, a conduit les agences depuis mi-2007 à dégrader, souvent de plusieurs crans, un très grand nombre de produits structurés (plus de 1150 dégradations annoncées entre le 10 et le 19 juillet 2007 par les trois principales agences). Devant la perte de confiance des investisseurs pour les notations, la crise s'est étendue à d'autres produits de bonne qualité et a contribué à l'assèchement du marché interbancaire.

« Les principales erreurs reconnues par les agences elles-mêmes font ressortir un défaut de prise en compte de l'environnement dans les modèles de notation, une insuffisante adaptation de la notation des produits en fonction de leur évolution et une évolution des canaux de distribution des prêts où les particuliers n'étaient plus protégés par les banques centrales :

Défaut de prise en compte d'un effondrement du prix de l'immobilier américain au niveau national : les modèles prévoyaient une certaine décorrélation des prix de l'immobilier entre États, mais la baisse intervenue à l'échelle du pays s'est révélée être la plus importante depuis plus de 30 ans ;

Méconnaissance d'un changement dans le comportement social des ménages : auparavant, les ménages américains faisaient défaut sur leur prêt immobilier en dernier ressort, après avoir fait défaut sur leur crédit à la consommation, sur leurs cartes de crédit. Or, en 2007, les agences se sont aperçues que, pour la première fois, les ménages préféraient faire défaut en premier sur leur prêt immobilier, dans la mesure où la valeur des maisons devenait inférieure à la valeur des encours de prêts ;

Sous-estimation de la très rapide détérioration du marché des *subprimes* : toutes les agences avaient conscience de la détérioration du marché depuis 2005, elles avaient toutes augmenté le rehaussement de crédit nécessaire à l'obtention de la note AAA de 40%, mais cela n'a pas été suffisant ;

Sous-estimation des corrélations de défaut des ménages ayant recours à des crédits *subprimes* ;

Pour les CDO, utilisation du taux moyen de défaut du pool d'actifs comme critère, qui ne prend pas en compte la queue de distribution. Par ailleurs, les notations des produits structurés sous-jacents furent utilisées sans vérification de leur fiabilité ;

Manque de suivi des notations des produits structurés sauf en cas de changement radical des hypothèses ou de défaut de crédit sur un des sous-jacents du produit structuré ;

Erreurs et comportements pouvant poser question dans la valorisation de certains produits très complexes (*Constant Proportion Debt Obligation* - CPDO) ; dans certains cas, des manipulations de données furent même constatées. »

14- Ils confirment qu'ils veulent liquider notre système de retraites.

Ainsi, les fonds de pension individuels à l'échelle européenne devraient remplir « un rôle structurant sur les marchés des actions », autrement dit, en liquidant le système de retraites par répartition et en reportant cette gigantesque somme d'argent dans les caisses des fonds de pensions et des compagnies d'assurances privées, l'industrie financière se servira de l'argent de nos cotisations à la fois pour financer des « infrastructures », donc remplacera l'Etat qui assurait jusqu'à présent cette mission de service public, ensuite, il servira à alimenter « l'économie productive », comme capital au

service des entreprises qui veulent emprunter ou sous une autre forme pour qu'elles puissent augmenter leur productivité.

« Les fonds de pension individuels à l'échelle européenne.

Les banques et les institutions financières, comme les fonds de pension traditionnels, ne sont plus en mesure de porter une part significative du financement de la croissance économique future.

Il convient donc de saisir l'opportunité, au niveau national comme à l'échelle régionale, de réorienter l'épargne individuelle vers des placements de long terme en actions, par l'intermédiaire d'instruments adaptés aux besoins en termes d'horizon et de protection.

Un tel objectif pourrait être atteint par la création de fonds de pension individuels, destinés à être investis prioritairement dans des infrastructures et l'économie productive. »

« En tant qu'acquéreur de certaines opérations de titrisation, les *hedge funds* jouent un rôle essentiel de fluidification des marchés financiers tant en acceptant de prendre les risques les plus élevés qu'en fournissant une liquidité secondaire.

Les rehausseurs de crédit (« *monolines* ») ont été sévèrement affectés par la crise des *subprimes*, notamment à travers l'encours de dérivés de crédit (CDS de CDO) qu'ils portent, estimé à 125 Mds\$ pour un total d'actifs garantis de 2 500 Mds\$.

Le cadre réglementaire mériterait d'être revu pour que les systèmes d'épargne longue, notamment retraite, en Europe, jouent à nouveau un rôle structurant sur les marchés des actions. »

(Lire le rapport intégral : ([http://www.meltl.com/rapport_fr_de\[1\].pdf](http://www.meltl.com/rapport_fr_de[1].pdf))