

Anne-José Fulgeras¹

LES VALEURS FINANCIÈRES FACE À L'INÉDIT

De nombreuses autres crises que celle que nous connaissons, plus ou moins ravageuses et durables, plus ou moins motivées par l'avidité, l'inconscience ou l'imprévision, ont jalonné l'histoire économique. Rien de nouveau donc. Alors, d'où nous vient ce sentiment d'inédit ? C'est que la tourmente qui frappe le monde aujourd'hui échappe à une compréhension d'ensemble, et plus encore à la raison. Elle marque une ébouriffante étape de l'aventure humaine : le système financier n'est plus au service de l'économie, laquelle n'est plus l'instrument du progrès, et la réalité que cache ce mot n'est plus au service du bonheur des hommes. Bref, elle nous fait brutalement prendre conscience d'une perte globale de repères, dont la crise n'est que la manifestation financière.

En prêtant à des personnes ne disposant d'aucun revenu ou patrimoine, en distribuant des produits financiers dont eux-mêmes ne comprennent pas les risques, en jouant comme au casino avec l'argent de leurs clients et de leurs actionnaires, les banques, acteurs incontournables de l'économie, ont perdu la confiance. Le monde vient de réaliser que, par appas du gain, les régulateurs privés que sont les agences de notation ont noté n'importe quoi, n'importe comment, et qu'on ne pouvait plus désormais prêter foi à leur avis. Que la foi immense et aveugle des autorités publiques dans les vertus de l'autorégulation des marchés relevait de l'incantation. Nous avons, dans le même temps, compris qu'elles étaient incapables de se coordonner pour mettre en place et faire respecter des normes communes adaptées aux risques. Même les banquiers s'indignent, à titre individuel, de cette grandiose et sinistre manifestation d'incompétence et de cynisme collective.

Il est devenu si compliqué de remonter l'enchaînement des causalités de ce désastre, d'en imputer les responsabilités, d'imaginer les mesures qui

¹ Anne-José Fulgeras, diplômée de l'Ecole Nationale de la Magistrature, a dirigé la section financière du Parquet de Paris ; elle est conseiller spécial du Président du directoire de Natixis.

permettraient d'inverser le cours des choses, qu'il parait plus aisé de mettre en cause la pertinence du modèle économique mondial. A l'heure où les régulateurs s'épuisent encore à rechercher, dans un nouveau renforcement de la régulation, comment lutter contre les excès sans toucher à l'activité qui les génère, un sentiment grandit et s'exprime de plus en plus : le dégoût. Et avec lui, l'impression forte que cette crise n'est pas tant celle d'un modèle économique, mais des dérives de ce modèle, une crise de l'éthique. Qui érige le cynisme en règle de conduite, au point qu'alors que la crise développe ses « effets dominos », les acteurs encore debout spéculent à la baisse sur ceux qui vont tomber, accélérant leur chute en espérant retarder la leur ... ignorant (ou feignant d'ignorer) la réalité économique qu'engendrent de tels comportements dans la « vraie vie » : fermeture d'entreprises, chômage, familles sans abris....

On a beaucoup entendu, récemment, que cette crise était celle de l'imprévisibilité. C'est probablement, de tous, le jugement qui trouve en moi l'écho le plus profond, pour des raisons très personnelles et, disons-le, anecdotiques, puisqu'en relation avec la rédaction de cet article. Pressentant peut-être une rentrée particulièrement dense, j'avais voulu profiter du calme relatif du début de l'été pour en réaliser l'ébauche. Mal m'en a pris. Car comment, aujourd'hui, parler des risques bancaires ? Je n'aurais personnellement jamais accepté d'écrire à chaud, sans recul, sur la crise actuelle. De ce que j'ai exprimé il y a quelques semaines, sous le titre un peu lourd, mais qui avait le mérite d'être explicite : « *Les banques face à l'inédit : nouveaux paradigmes, nouvelles insécurités, nouvelles réponses préventives* », rien, ou pas grand-chose, ne me semblait plus mériter d'être exprimé aujourd'hui. Non que je renie quoi que ce soit. Le constat auquel je m'étais risquée (c'est le mot...) sur l'accélération des grandes évolutions du monde et leur lien avec les insécurités que connaissent les banques, bien qu'incomplet et nécessairement grossier, reste, je crois, pertinent. De même, mes conclusions sur les réponses comportementales, déjà confortées par l'affaire dite « Kerviel », demeurent plus que jamais d'actualité.

En revanche, s'agissant des réponses normatives, c'est la panne, le blocage... Je sens confusément qu'en faisant, comme je l'ai fait, le constat d'un système de régulation qui se cherche, qui souffre d'une rupture de consensus et court, de sinistre en sinistre, après un inaccessible équilibre, oscillant entre la croyance en l'autodétermination des marchés et les mérites de la discipline imposée, je n'écris rien qui ne l'ait déjà été, rien qui fasse progresser la réflexion. Je me contente de dresser un constat d'impuissance.

Pourtant, il m'a semblé, après réflexion, et relecture, que le regard du magistrat que je suis et de la spécialiste de la prévention des risques répressifs que je suis devenue, appliqué à l'environnement bancaire « juste

avant », pouvait peut-être apporter un modeste élément de compréhension. Aussi, les pages qui suivent, écrites en juillet dernier, n'ont subi aucune retouche.

*

Les évolutions des équilibres mondiaux sont entrées dans une phase d'accélération et d'interaction qui place désormais l'humanité en constante situation d'inédit. Douze ans passés à réprimer mes semblables en matière financière et huit années consacrées à aider les entreprises à mieux comprendre les risques répressifs pour mieux s'en protéger, me conduisent aujourd'hui à un constat : les normes destinées à réguler les marchés, de plus en plus foisonnantes, par nature purement réactives, et donc très rapidement obsolètes, ne parviennent plus à assurer la sécurité collective.

Résultat : alors que les entreprises sont, individuellement, chaque jour plus exposées aux effets répressifs de la transgression des normes, elles sont, collectivement, de plus en plus vulnérables à des risques dont les dites normes ne sauraient les protéger, faute de les avoir pris en compte, ou faute de leur appliquer les remèdes appropriés. Ce constat s'impose tout particulièrement aux établissements financiers, prioritairement aux banques de financement et d'investissement, qui se trouvent au carrefour de toutes les nouvelles et formidables opportunités qu'offrent les mouvements du monde, mais aussi, s'ils n'y prennent garde ou font preuve de cynisme, au cœur de tous les risques systémiques de la planète.

N'étant ni macro-économiste, ni géopoliticienne, ni philosophe, ni même expert des techniques bancaires et financières, ma seule ambition est ici de relier quelques grands traits d'évolution de la société mondiale, tels qu'ils apparaissent à tout citoyen lecteur de la presse, à la logique qui détermine la régulation et la répression des établissements financiers, en particulier les grandes banques mondialisées, ainsi qu'à certaines formes nouvelles d'agressions dont elles sont victimes. Bref, juste un regard spécifique pour tenter d'appliquer quelques clefs de compréhension supplémentaires à des désordres qui nous dépassent....

Nouveaux paradigmes de l'économie mondiale

« L'excessive confiance dans des instruments financiers innovants, et complexes, avec un risque démultiplié et des sous-jacents prospères mais volatils, ont entraîné la faillite de 16 banques hollandaises et de 48 banques de Hambourg, engageant l'Europe dans une durable apathie économique ». Cela se passe, vous l'aurez bien sûr deviné,...en 1763. Cette année-là, l'inventivité des banquiers d'Amsterdam avait déjà généré une crise de liquidité majeure en Europe. Depuis, régulièrement, le monde a connu des

chocs qui ont bousculé ses équilibres économiques et financiers. Rien de nouveau sous le soleil, donc. Cependant, notre vision du futur peut, de moins en moins exclusivement, se nourrir de ce que l'on voit dans le rétroviseur. En tout cas, ce précédent historique ne saurait masquer les grandes évolutions, rapides et significatives, des équilibres mondiaux, qui ont profondément impacté le développement économique et le fonctionnement des marchés financiers.

Evolutions physiques tout d'abord, prenant la forme de grands et rapides bouleversements démographiques. La population mondiale a doublé de 1950 à 1987. Elle va encore augmenter de 50 %, nous disent les experts, d'ici 2050. 85 % de la population mondiale sera alors originaire de régions qualifiées aujourd'hui d'émergentes, bien que certaines d'entre elles aient déjà émergé... Le réchauffement climatique, toujours si l'on en croit les spécialistes, permet d'entrevoir d'importantes migrations, et les affrontements pour l'accès aux ressources naturelles promettent d'être d'une violence inédite. Les préoccupations environnementales qui en découlent s'expriment de plus en plus clairement. Les experts des Nations unies sur la biodiversité, ont évalué récemment à 2000 milliards d'euros par an, soit 6 % du PNB mondial, le coût de la disparition des espèces animales et végétales.

En novembre 2007, le Secrétaire général de l'ONU, constatant que les prévisions du GIEC (Groupe Intergouvernemental sur l'Evolution du Climat) étaient vérifiées dans leurs hypothèses les plus alarmantes, ouvrait les travaux de cet organisme sur une note dramatique : « le monde est au bord de la catastrophe ». Catastrophe ou pas, ce qui est certain, c'est que les ressources naturelles, qui paraissaient « gratuites et inépuisables » à Jean-Baptiste Say sont aujourd'hui devenues rares et précieuses, donnant raison à Paul Valéry qui faisait preuve d'une grande capacité d'anticipation en écrivant déjà, dans les années 30 : « le temps du monde fini commence ». Le retour de paniques alimentaires que l'humanité croyait avoir conjurées en constitue la tragique manifestation.

A l'évidence, si le monde naturel n'a pas changé brutalement de nature, ses équilibres physiques sont bouleversés et un certain nombre de désordres collectifs en découlent, qui nous échappent. Hervé Juvin, dans son dernier livre, écrit qu'il va nous falloir « *Produire le monde* » puisque rien ne nous sera plus donné. La résolution des défis qu'engendre un tel programme constitue une aventure inédite qui va générer des besoins d'infrastructures, de transports et d'énergies innovants qui offrent, certainement, de formidables opportunités de financement de projets.

Mais il est plus certain encore, pour revenir sur un terrain qui m'est plus familier, que cette dynamique de croissance liée à la démographie rend obsolètes les systèmes de pensée et de régulation. La cartographie de la

puissance évolue, elle aussi, avec une stupéfiante rapidité, bousculant les lignes de partage du monde. L'affrontement est/ouest a cédé la place à un affrontement nord /sud, lequel est en train d'évoluer vers une confrontation entre les pays riches de ressources énergétiques et de main-d'œuvre et les autres, qui se traduit par une redistribution tangible des cartes du pouvoir. La domination de l'Europe, puis des Etats-Unis, est en train de faiblir tandis qu'émergent de nouvelles puissances. A une rassurante bipolarité est en train de succéder un système international, apparemment chaotique, mais plus interdépendant et homogène du fait de la généralisation de référents communs, sous l'effet notamment de la globalisation technique et économique. Bref, un monde multipolaire qui se reconstruit complètement et continûment, dans lequel des pays émergents viennent au secours de pays développés et des pays développés créent les conditions d'une déroute financière. Cette disparité et cette instabilité des pouvoirs ne facilitent pas, à l'évidence, la mise en place d'un système partagé de régulation.

Dans le même temps, Les modes de fonctionnement de la finance internationale ont subi une véritable révolution. Des évolutions technologiques nous ont apporté rapidité, échanges instantanés d'informations, fluidité, performance, mais aussi complexité, donc capacité moindre de traçabilité et de contrôle... et donc risque accru de sinistres, de fraudes et de recherche de responsabilité des acteurs professionnels.

Plus gravement encore, alors que l'homme était toujours resté, jusqu'ici, maître des outils qu'il avait créés, l'outil numérique, qui lui permet pourtant de tout voir et de tout savoir, semble mettre en péril son pouvoir. L'humanité prend conscience que cet outil, qui ne connaît aucune frontière et échappe à tout contrôle véritable, a acquis, par son développement, le pouvoir de dicter les comportements humains.

Une des conséquences de la complexification de la finance moderne me frappe en tant que juriste lorsque, après un sinistre, est recherchée la responsabilité de dirigeants d'établissements financiers. Un niveau élevé de complexité engendre une distorsion entre ceux qui ont l'expertise et ceux qui détiennent le pouvoir de décision...ou de contrôle ; entre d'une part, les concepteurs des produits financiers sophistiqués, et, d'autre part, ceux qui, au niveau le plus élevé des entreprises, détiennent le pouvoir de déterminer la stratégie de développement ; et ceux, au sein des organes de régulation, qui ont à rechercher d'éventuels manquements.

Les premiers créent des risques que les seconds, qui les portent, ...les exportent ou sont chargés de les maîtriser, ne peuvent comprendre et précisément évaluer. La seule réponse aux risques très lourds que cette situation fait (et fera) naître est de cacher la cécité derrière un processus normé. Elle consiste pour les responsables, les dirigeants ou les autorités de

contrôle, faute d'être en mesure de s'assurer eux-mêmes de la pertinence des modèles mathématiques, de la fiabilité des choix techniques, de la juste appréciation des risques pris, pour leur établissement et pour le marché, à se contenter de vérifier le respect formel du processus de décision. La primauté de la forme sur le fond, du processus décisionnel sur la décision elle-même, dont les régulateurs commencent à percevoir la dangerosité, bien qu'ils en soient les inspirateurs, procède donc bien, pour l'essentiel, de la complexité des mécanismes de la finance moderne.

Autre conséquence des mutations technologiques, les outils modernes de communication, et le partage très large de l'information qu'ils autorisent, favorisent le développement de formes nouvelles et redoutables d'agression et de malveillance par la diffusion massive et quasi-instantanée de rumeurs. La rumeur, par sa capacité nouvelle de propagation, est devenue une arme de destruction massive dont les enjeux semblent d'ores et déjà bien compris par certaines organisations criminelles internationales. Le commerce de la malveillance informatique a récemment pris une dimension nouvelle ; et aujourd'hui, les individus qui détectent - et exploitent - les failles de sécurité, relèvent plus de la mafia que de l'adolescent solitaire qui cherche à gagner la reconnaissance de ses pairs.

La sophistication croissante des produits financiers, source de performance et de richesses, génère aussi, en cas de dérives, des sinistres plus nombreux et plus lourds, aggravant notamment le coût de la fraude. Des transgressions individuelles, imputables à des collaborateurs d'établissements bancaires, peuvent, on le découvre sans cesse depuis dix ans, engendrer des effets collectifs impressionnants. On connaissait le coût final de la spéculation d'un courtier fou chez Barings en 1995, le cas du manager respecté de chez Sumitomo Corporation perdant 750 000 dollars par jour pendant dix ans sur le marché du cuivre, celui du courtier en options de NatWest Capital Markets perdant 150 millions de dollars en 1997 sur une mauvaise évaluation de produits dérivés. La récente fraude commise au sein de la Société Générale a pulvérisé ces records... En montrant, de façon magistrale, que la fraude ne représentait pas seulement un coût ou un manque à gagner, mais pouvait mettre en péril la vitalité même d'une entreprise, cette affaire a fait évoluer la perception du risque. De là à élever la lutte contre la fraude au rang d'enjeu stratégique...

La mondialisation constitue, bien sûr, le facteur déterminant de l'évolution de l'univers financier. Engendrant de nouveaux défis et de nouveaux succès, elle a notamment exigé un grand mouvement de dérégulation, afin d'éliminer les obstacles aux investissements étrangers et aux opérations en devises, a conduit à la levée de barrières douanières... Mais, du point de vue d'un spécialiste de la prévention des risques, la

globalisation des marchés financiers est une médaille qui connaît un certain nombre de revers, dont je ne prétends pas ici faire l'inventaire mais n'en citer que quelques-uns.

Des concentrations qui exacerbent les enjeux de la concurrence, et donc incitent à la prise de risque ou à la recherche d'une rentabilité à court terme, alors qu'elles accroissent l'effet « dominos » de la crise. Offrant des possibilités accrues d'éparpillement de risques, la mondialisation facilite aussi l'organisation de l'opacité. Le recours à des montages financiers complexes, pour peu qu'il s'accompagne de techniques sophistiquées de cosmétique comptable, et qu'il sache profiter des avantages offerts par les nombreux paradis fiscaux présents sur la planète, peut permettre durablement et en toute impunité des escroqueries financières de grande ampleur. Dans ce contexte de mondialisation et de renversement des rapports de force, surgissent de nouveaux acteurs qui échappent aux règles du jeu traditionnelles.

L'intervention grandissante des fonds souverains de la finance pétrolière et asiatique, qui a déjà recapitalisé des mastodontes en difficulté tels que Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Blackstone ou Bear Stearns, constitue un évènement géopolitique majeur : des masses financières tirées des purs profits de marché, se retrouvent en fait à la disposition d'Etats, où les puissances financières sont souvent confondues avec les pouvoirs politiques. Ici aussi, une situation inédite, riche d'opportunités et de risques nouveaux. La gigantesque réserve, évaluée à environ 3000 milliards de dollars, que constituent les fonds souverains chinois ou russes, effraie le monde entier, y compris les pays qui, comme l'Allemagne, se faisaient jusqu'ici les champions du libre investissement. Alors qu'il s'agit ici d'un sujet diplomatiquement sensible sur lequel le non-dit règne en maître, l'oligarque Alexandre Lebedev aurait lui-même récemment déclaré dans *Welt am Sonntag* : « à la place de l'Allemagne, je ne vendrais rien ni à un fonds chinois ni à un fonds russe »...franchise fondée sur une connaissance intime du sujet ou manipulation ? Dans le même temps, certains de ses richissimes homologues installés sur les rives de la Tamise sont accusés d'être des sous-marins du Kremlin...

L'attraction qu'exercent les quelque 750 milliards de dollars issus de la manne pétrolière, à la recherche de projets d'investissements dont une part croissante se veulent conformes aux règles de la Chari'a, génère par ailleurs une formidable montée en puissance de la finance islamique et l'émergence de nombreux établissements, bien au-delà des terres d'islam, désireux d'attirer ces capitaux en les traitant selon des règles spécifiques, différentes de celles dictées par la conformité occidentale qui, jusqu'à une époque récente, prétendait à l'universalité.

Au nombre des acteurs récemment entrés sur la scène économique internationale, on peut encore citer les fonds activistes qui, en contestant les choix stratégiques des dirigeants de grandes entreprises, sont capables d'obtenir l'éviction d'un président ou d'aboutir au démantèlement d'un groupe aussi puissant qu'ABN Amro. Profitant du nouveau désordre mondial, ont prospéré des fonds vautours, rachetant des dettes sur des pays ou entreprises en difficulté, et contribuant, par leurs pratiques de prédateurs, à l'aggravation des déséquilibres économiques. Le rôle attribué à d'autres organismes traditionnels, tels les agences de notation ou de grandes ONG, par le poids nouveau de leur influence, de leur agressivité ou de leur responsabilité, a pris un relief inconnu auparavant. Toutes ces interventions échappent, par leur nouveauté, aux schémas traditionnels de régulation et génèrent des risques non couverts pour les acteurs de marché.

Ce tableau des risques nés d'une accélération inédite de la marche du monde serait incomplet si l'on n'y ajoutait les menaces collectives qu'engendre la montée en puissance de la criminalité internationale. Il est indéniable que la mondialisation et la fluidification des marchés donne des idées aux francs-tireurs et, en tout cas, dope la capacité de nuisance des malfaiteurs, en leur offrant des opportunités inespérées. La lutte contre le blanchiment a pris l'allure d'une course contre la montre. En quelques années, les faramineux profits de la délinquance organisée, du trafic des stupéfiants, de la prostitution, de la contrefaçon, de la corruption, des « carrousels à la TVA » et fraudes fiscales diverses, sans compter ceux tirés de la « privatisation » frauduleuse de biens d'Etats...ont été convertis, dilués, ingérés par l'économie légale.

Chaque année, plus de 1000 milliards de dollars sont transformés discrètement en pouvoir économique, entre les mains de personnes dont les objectifs diffèrent, forcément, de ceux des entrepreneurs honnêtes. Pour eux, en effet, la discrétion, condition de leur impunité, et donc de la tranquille jouissance de leur butin, passe, tout au moins dans un premier temps, avant la rentabilité financière. Cet objectif prioritaire, par les choix qu'il détermine, est source de distorsions dans le fonctionnement des marchés financiers. De l'avis de certains experts, l'accroissement de la volatilité constatée sur les marchés boursiers trouverait là une partie de son explication, du fait de la multiplication d'opérations transfrontalières ayant pour seule finalité de rendre impossible la remontée des flux à la source. Le degré d'intégration de l'argent sale aux marchés financiers serait tel aujourd'hui que si, d'un coup de baguette magique, on pouvait l'en extraire, nous assisterions, semble-t-il, au plus grand krach de l'histoire.

L'origine des fonds servant au rachat de petites et moyennes entreprises, mais aussi à la prise de participations significatives dans de grandes

sociétés, même si l'on a su lui donner l'apparence du « blanc », constitue un sujet d'inquiétude. Cette inquiétude prend une acuité nouvelle lorsqu'une crise de liquidité contraint des entreprises en difficulté à ouvrir leur capital à des acteurs au profil douteux, faute de candidats parmi les repreneurs traditionnels. Cette infiltration massive d'argent gris ou noir dans les rouages de l'économie légale induit de dangereux glissements de pouvoirs ou d'influence. Elle génère, en tous cas, une opacité dont le blanchiment, la corruption et autres financements illicites se nourrissent autant qu'ils l'alimentent. C'est en partie sur cette zone sombre des marchés internationaux que s'organise le financement du terrorisme international. Cette forme paroxystique et sanglante de contestation prend de court, il faut bien le reconnaître, l'universalité de l'idéal de justice et de progrès à laquelle le monde occidental a voulu croire.

Ainsi, si passionnante que soit l'accélération inédite de l'aventure humaine à laquelle nous assistons, et si exaltantes que soient les opportunités de développement qu'elle offre, si nous acceptons un moment de regarder ces évolutions sur l'angle - plus austère - des risques, la réalité est cruelle : notre monde est dangereux.

Premier constat : face aux dangers qui nous menacent, le cadre d'intervention étatique est, il est vrai, devenu largement inapproprié, tant pour contenir efficacement les risques systémiques de la planète que pour réprimer les fauteurs de troubles les plus dangereux. S'il a connu un regain de vigueur à l'occasion de la crise actuelle, il a, dans le même temps, démontré ses limites.

Résultat : une approche collective et mondialisée de la gestion des risques s'est imposée. Fondée sur la croyance quasi religieuse en l'équilibre naturel des marchés, et donc sur l'autodiscipline de ses acteurs, elle leur a transféré, pour une large part, la charge de la prévention des risques. Les établissements bancaires, au centre de tous les risques systémiques, sont les premiers à être concernés par ce transfert de charges et la nouvelle responsabilité sociétale qui en découle.

Une régulation qui se cherche

Première conséquence de ce transfert de charge : un besoin de régulation internationale, destinée à imposer la prudence à ceux qui seraient tentés de s'en affranchir. Le marché, qui constitue le principe d'organisation de l'ensemble des activités humaines, doit impérativement être maîtrisé, régulé, pour servir leur développement. Un besoin qui, à la faveur de la crise actuelle, s'est révélé insuffisamment couvert.

Le malaise grandissant qu'inspire le système financier mondial provient de ce qu'il semble obéir à une logique propre, comme s'il était déconnecté de l'économie réelle, comme s'il n'était plus au service de celle-ci, alimentant, ce faisant, la logique infernale du « *boom and bust* » et le spectre d'une « économie sans capital ». La dernière crise a renforcé ce malaise en révélant l'effet « dominos » de la chute de l'immobilier et du ralentissement économique sur une chaîne d'innovations bancaires, dont les risques n'avaient pas été anticipés. Les instruments de ce jeu de massacre ont pour noms CDO (*Collateralized Debt Obligations*), ABS (*Asset Backed Securities*), SIV (*Structured Investment Vehicles*), « conduits », et autres obligations ARS (*Auction-Rate Securities*) ...

Les régulateurs et les banques centrales sont, avec les agences de *rating*, au nombre des accusés. L'affaire Northern Rock semble, par exemple, avoir mis en évidence un manque de coordination criant entre la banque d'Angleterre et le FSA. Plus grave encore, malgré d'incontestables progrès, le système de supervision en Europe souffre d'un morcellement qui ne favorise pas la gestion d'une crise paneuropéenne. La Directive CRD sur les exigences en fonds propres, socle unique pour l'ensemble des pays, connaît aujourd'hui 27 applications nationales différentes...

D'une façon générale, trois constats s'imposent :

- Primo, c'est que la régulation peine à devenir aussi mondialisée que le marché financier.
- Secundo, nous assistons néanmoins à une internationalisation rapide des normes, se traduisant par une prolifération, rapide et un peu anarchique, de règles de plus en plus supranationales, toujours plus contraignantes,
- Tertio, les normes prudentielles sont en contradiction avec la logique du modèle économique. Nous devons nous accommoder, en effet, d'un paradoxe douloureux : la logique de l'économie libérale mondialisée, qui appelle toujours plus de fluidité, de rapidité, de confidentialité, de complexité, est en totale antinomie avec les contrôles, la traçabilité et la transparence qu'exige la prévention des risques. Confrontés à cette implacable contradiction, les pouvoirs publics ont bien rarement le courage de s'atteler à des arbitrages si politiquement délicats. Et ce d'autant plus que la démarche préventive se traduit, le plus souvent, par des actions dont le rythme s'accorde mal avec la durée des mandats politiques... et que la concertation internationale, condition de l'efficacité, se heurte à d'incontournables enjeux économiques ou stratégiques. Cette réalité complique singulièrement le rôle des régulateurs nationaux, alternativement invités à donner des gages de fermeté et accusés d'un excès de rigueur dangereux pour la compétitivité de la place.

Une forme de schizophrénie s'est emparée de l'univers financier, pour verser dans la métaphore psychanalytique. Dans ce contexte, nous assistons à des évolutions rapides et quelque peu erratiques de la philosophie qui détermine les règles « occidentales » du marché mondial : globalisation et besoin d'harmonisation obligent, nous sommes passés de règles étatiques à des règles internationales qui, parce que faites pour transcender les clivages culturels et idéologiques, sont le plus souvent explicites et formalistes.

Au gré des crises et des grands scandales financiers successifs, des aménagements ont été apportés. La vitesse à laquelle se succèdent les sinistres rend l'exercice particulièrement difficile. A chaque fois, en effet, ils obligent les régulateurs à remettre en cause, en tout ou partie, les fondements des règles qu'ils ont précédemment posées ; sans toujours disposer du temps et du recul nécessaires, et alors même parfois que l'encre qui a servi à les rédiger n'est pas encore sèche.

Un exemple lumineux nous en a été fourni par l'affaire dite « Kerviel ». En effet, c'est rien moins que la crédibilité du dispositif prudentiel de Bâle II, qui, bien qu'à peine entré en vigueur, se trouve déjà mis en cause. Alors que la crise des *subprimes* a déjà ébranlé le premier pilier de Bâle II sur les fonds propres, cette affaire menace de faire vaciller le deuxième pilier sur la surveillance. Des doutes commencent à s'exprimer sur le troisième pilier relatif à la discipline de marché. C'est tout le bel édifice de Bâle II, fondé sur l'autocontrôle, qui se lézarde et exige un amendement rapide.

Quelques courants alternatifs, et parfois contradictoires, sous-tendent les systèmes de régulation des marchés. Modèle à l'américaine, largement importé en Europe, notamment en France, reposant sur des normes formalistes, explicites, pointillistes ; à l'inverse, l'approche britannique, dite « *principle based* », qui laisse davantage de marge d'interprétation aux acteurs, et donc de responsabilité en cas de problème (la directive sur les Marchés des Instruments Financiers nous apporte un assez remarquable compromis entre ces deux modèles).

Autocontrôle ou interventionnisme des pouvoirs publics, coordination ou centralisation de la supervision... De façon globale, ces différentes tendances sont entraînées par des lames de fonds sociétales. Par le développement durable, par exemple, sur lequel prospère l'investissement socialement responsable, en contradiction totale avec l'attente, générale aujourd'hui, de rentabilité à court terme,

Il en va de même de l'impulsion, inspirée du courant victimologiste, dont la logique conduit à considérer que tout préjudice subi doit être réparé. Elle induit la recherche de responsabilité, de préférence celle d'un acteur solvable, pour assurer l'indemnisation de la victime. La recherche du

« risque zéro » appelle logiquement la prolifération de normes professionnelles dont la transgression constitue autant de fautes servant à asseoir la responsabilité, donc la réparation.

Le balancier de la régulation, très sensible, est agité de mouvements de plus en plus rapides. Ainsi, le fameux article 404 de la loi Sarbanes Oxley, imposant le renforcement des contrôles au sein des entreprises, conséquence des affaires Enron et Worldcom, a été rapidement amendé, parce que perçu comme trop contraignant et pénalisant pour la vitalité des marchés. Même chose après le 11 septembre 2001, à propos des *hedge funds* et du durcissement des lois américaines les concernant, lui aussi rapidement accusé de priver l'économie moderne d'instruments indispensables à son dynamisme. La crise des *subprimes* va certainement justifier un nouveau retour du balancier...Souvenons-nous que la titrisation, aujourd'hui en ligne de mire, avait, il y a peu, été encouragée par les pouvoirs publics, dans le but de disperser les risques et d'éviter une crise systémique.

Gageons que la volonté nouvelle de lutter contre la fraude fiscale, et donc les paradis fiscaux, va à nouveau inverser la tendance. Inlassablement, le balancier oscille à la recherche d'un improbable équilibre. Encore ses mouvements étaient-ils, jusqu'à une époque récente, déterminés par des acteurs évoluant au sein du même « club », parlant le même langage. Ce n'est plus le cas. Les principes occidentaux de régulation, élaborés au sein d'un groupe de pays économiquement et culturellement homogènes, avaient vocation à l'universalité. Or, cette universalité est aujourd'hui prise de court du fait de nouveaux rapports de force.

L'arrivée sur la scène économique de nouveaux acteurs puissants et agressifs qui ne font pas partie du « club », et qui, pour l'instant, s'affranchissent en toute impunité des codes internationaux imposés aux pays de l'OCDE et des principes de précaution patiemment élaborés par les pays du G7, a engendré une rupture du consensus. Le monde auquel s'appliquent les principes occidentaux de régulation n'est plus véritablement « occidental-centré ». Nous assistons à l'émergence de modèles alternatifs de régulation internationale (cf. conformité islamique aux principes de la Chari'a...).

Sous la pression de la concurrence, le retour à une forme de protectionnisme économique conduit parfois à des infléchissements de la conformité occidentale. L'adoucissement de l'article 404 de Sarbanes Oxley précité n'est pas un épiphénomène. La décision de Tony Blair de s'affranchir des engagements pris par la Grande-Bretagne dans la lutte contre la corruption, en ordonnant qu'il soit mis fin à l'enquête judiciaire engagée sur les faramineuses commissions versées dans l'affaire BEA

Systems, et surtout les réactions molles des pays de l'OCDE à ce scandale, constituent, à mes yeux, une manifestation de l'infléchissement de la conformité occidentale, sacrifiée sur l'hôtel de la réalité économique.

Le déficit actuel de la gouvernance mondiale face à la crise financière actuelle me semble devoir être mis sur le compte de cette rupture de consensus. Le fait est que les entreprises, et notamment les plus régulées d'entre elles que sont les établissements bancaires, ne sont pas toutes soumises aux mêmes règles du jeu. L'inégalité des acteurs, jointe à l'instabilité et au foisonnement des règles, génère une insécurité juridique particulièrement pénalisante par temps de très forte pression économique.

Les zones de turbulences, naturellement génératrices de risques, sont en outre peu propices au renforcement des contrôles et de la « conformité ». Elles peuvent pourtant être l'occasion de raz de marée très préjudiciables pour la santé et l'image des établissements financiers car, pour reprendre l'image de Warren Buffett : « c'est quand la mer se retire que l'on découvre ceux qui nageaient sans maillot ».

En 1994, les Français n'étaient que 24 % à avoir une mauvaise opinion du secteur bancaire. Ils étaient 37 % en 2007. A ce stade, les banques n'étaient accusées que de ne pas apporter l'aide nécessaire aux entreprises, de ne pas porter assez de soin à l'intérêt de leurs clients... de ne pas prendre assez de risques financiers pour elles-mêmes et d'en prendre trop pour les tiers... Depuis, il leur a été en outre reproché d'être responsables de la crise actuelle en ayant, d'une façon aussi cynique qu'irresponsable, privilégié le profit au détriment d'une correcte gestion des risques. On peut « spéculer » sans risque sur la dégradation des chiffres en 2008...

Quelles réponses pour regagner la confiance perdue ?

Pour peu que l'on veuille, sans tricher, se livrer à l'autopsie des sinistres financiers, petits ou grands, en remontant la chaîne des causalités jusqu'au fait générateur, on parvient toujours à la même conclusion : la cause originelle est toujours comportementale.

Les hypothèses classiques sur l'efficacité de marché, la théorie selon laquelle le prix d'équilibre, très proche de la valeur de l'actif, résulte naturellement de la confrontation entre l'offre et la demande des intervenants, ce qui suppose le rationalisme d'investisseurs raisonnables, honnêtes et sains d'esprit, sont contredites au fil des crises. Un brillant analyste me disait récemment que les agences de notation délivraient des analyses très fiables « en temps normal ». La chaîne des erreurs de jugement ou de comportement qui a conduit à la production et à la diffusion des *subprimes* oblige à s'interroger sur cette normalité.

Des présupposés fallacieux, l'avidité ou l'adhésion individuelle à un phénomène d'emballlement collectif, aussi aveugle qu'euphorique, ont paru, semble-t-il, parfaitement normaux, tant aux notateurs, aux rehausseurs de crédit qu'aux régulateurs, jusqu'à ce que la réalité s'impose à eux : plus de cinq millions de familles sans logement, chacune endettée de plus de 150 000 dollars. Qu'il s'agisse d'une fraude intentionnelle, d'une prise de risque délibérée, dictée par l'appas du gain ou de la volonté d'améliorer un ratio, d'un choix conscient ou mimétique, il est toujours question d'arbitrages humains.

Une banque peut être victime d'agissements frauduleux ou hasardeux de la part de ses clients, partenaires, collaborateurs ou actionnaires. Elle peut aussi ne l'être que parce que son conseil d'administration, l'un de ses dirigeants ou collaborateurs n'a pas correctement apprécié les risques ou les moyens de prévention à mettre en œuvre, ou bien encore a privilégié des intérêts étrangers à ceux de ses clients.

La fraude se définit souvent comme le résultat d'un arbitrage entre un risque (de sanction) et une opportunité (de gain), dans un contexte qui facilite le passage à l'acte. Une stratégie financière hasardeuse est souvent, de même, le résultat d'un arbitrage entre la prudence et la recherche de la compétitivité. La prise de risque est la quintessence même du métier de banquier.

Alors, qu'est-ce qui détermine aujourd'hui, aux yeux des banquiers, la ligne entre ce qui est acceptable et ce qui ne l'est pas ? Quels sont les verrous qui dictent leur conduite ? D'abord et avant tout, la réglementation professionnelle, bien sûr, qui est censée traduire la morale commune de leur métier. Elle les soumet à un ensemble dense de dispositions, de plus en plus exigeant, contraignant, coûteux, qui est destinée à garantir la maîtrise des risques, à éviter les dérapages afin de protéger le marché, à assurer la primauté des intérêts du client, à veiller à la confidentialité des opérations, à prévenir les conflits d'intérêts, à prévenir l'utilisation dévoyée des services bancaires à des fins de blanchiment ou de financement du terrorisme...

Traduction opérationnelle : des dispositifs de contrôle interne qui courent en permanence, sans jamais les rattraper tout à fait, après les exigences des régulateurs, dans l'espoir d'échapper à des sanctions administratives de plus en plus lourdes... Concrètement, de belles procédures internes, sans cesse amendées, déclinées en process et en points de contrôle, complétées d'une batterie d'outils informatiques d'alerte automatique, pour surveiller les flux, les opérations ou les clients atypiques, détecter les abus de marché ou les dépassements de limites autorisées...

Il ne s'agit pas de contester l'utilité de tels systèmes de prévention, mais leur efficacité réelle en tant que réponse globale. Il est temps de se demander pourquoi le vrai grand blanchiment international passe à travers les mailles du filet, pourquoi toutes ces mesures n'ont pu empêcher la série noire de scandales financiers qui a marqué le début du millénaire. Pourquoi, alors que pensés et gérés par les meilleurs auditeurs, contrôleurs et informaticiens, sont-ils impuissants à protéger ces établissements, les marchés et l'économie réelle qui en dépend, des risques essentiels ?

Une première réponse tient au fait que les règles professionnelles, seule référence de ces dispositifs, ne couvrent pas l'entier périmètre des risques. Ni certains risques systémiques, comme semble le démontrer la crise des *subprimes*, faute d'une vision suffisamment « macro » et internationale. Ni le risque pénal, pourtant porteur de risques collatéraux d'image potentiellement dévastateurs. En effet, peu de banquiers ont conscience qu'ils peuvent se trouver exposés à un risque de poursuite correctionnelle sous une qualification hautement infamante de blanchiment ou d'abus de confiance, sans pour autant avoir enfreint la moindre norme professionnelle. Les enseignements tirés des affaires du « Sentier bis » et de l'« AFER », qui ont conduit en correctionnelle des dirigeants d'établissements financiers pour des pratiques qu'aucune disposition réglementaire n'interdisait, semble n'avoir pas été perçus sous cet angle.

Lacunaires, les règles professionnelles sont aussi, par construction, comme toute norme, en décalage avec la perception des risques, puisque nécessairement « réactives », venant le plus souvent en réponse à un sinistre avéré. L'évolution constante et rapide des paradigmes de l'économie accroît évidemment ce décalage.

Lacunaire, souvent tardive, la règle professionnelle porte en elle, de surcroît, le germe de la transgression. Rares sont les dispositions qui renvoient à des principes éthiques. Elles posent, pour la plupart, des obligations et interdictions très formelles, explicites, souvent pointillistes. Or, plus une règle est précise, plus il est aisé d'en respecter la lettre tout en chahutant l'esprit...

Les établissements financiers, pour se protéger des dangers inédits de leur environnement, devraient, de mon point de vue, davantage appréhender les motivations, la créativité et les ressorts psychologiques des acteurs, internes et externes, afin de réduire l'imprévisibilité dévastatrice des comportements individuels.

Bref, qu'il s'agisse de mieux se défendre de leurs ennemis potentiels, de prévenir des actions malveillantes ou de se mettre à l'abri de choix stratégiques hasardeux, il me semble urgent d'aller au-delà de la seule

maîtrise des risques de non-conformité réglementaire et de travailler davantage sur l'humain. La conformité, pour être créatrice de confiance, ne saurait, en effet, porter sur le seul contenu des normes, mais sur « le rapport aux normes », comme une composante de la valeur économique. La règle sans l'éthique vide de sens le respect de la conformité...Cet état d'esprit devrait davantage inspirer la prévention des risques.

Aujourd'hui, tout le monde a l'air de se demander quels étaient les signes avant-coureurs de la crise des *subprimes* et comment certains opérateurs s'en sont sortis indemnes ou même fortement enrichis. J'ai entendu récemment Mr. Prada dire qu'il avait, en 2004, entendu un expert de la FED expliquer que le système des *subprimes* était en train de dérapier, qu'il était entré dans un mode spéculatif et qu'il risquait de provoquer une crise de la titrisation. Qui l'a entendu ? Qu'est-ce qui a déterminé la surdité de la plupart des acteurs ? L'anticipation aurait ici pu conduire, malgré l'euphorie ambiante et le désir d'acquérir des actifs aussi attractifs, à écouter les discours qui dérangent...

Un sinistre majeur procède souvent, comme sur le Titanic, d'une accumulation de petites erreurs, négligences, non respects de règlements, dérives individuelles, associés à des évènements fortuits ou extérieurs, qui isolément auraient été sans conséquence, mais qui, ensemble, ont concouru à un désastre collectif ou à une mise en cause de l'entreprise.

Les signes avant-coureurs existent toujours. Encore faut-il pouvoir les identifier comme tels. Les outils mis en place pour surveiller les flux et les opérations ne suffisent pas toujours à détecter les anomalies des comportements humains. Après l'annonce publique d'une fraude, immanquablement, les langues se délient et l'on découvre que nombreux, au sein de l'entreprise concernée, étaient ceux qui savaient...et qui n'ont rien dit... On l'a vu dernièrement à la Société Générale : des critères de risques parfaitement identifiés existaient, des alertes avaient été données...

Bien que très décriés dans notre pays, parce que portant en eux toutes les dérives potentielles de la vigilance humaine, les dispositifs d'alerte éthique, pour peu qu'ils soient compris et acceptés comme légitimes, présentent à mes yeux deux avantages préventifs : ils peuvent permettre de gérer en interne des situations délicates et d'éviter qu'elles ne se transforment en mise en cause médiatique. Et, parce qu'ils impliquent un engagement de tous les collaborateurs dans la lutte contre la fraude, ils renforcent le crédit qu'accordent les autorités répressives aux dispositifs de conformité et de contrôle.

L'anticipation suppose encore que les responsables soient informés personnellement des dysfonctionnements humains de leur service ou de leur

entreprise, notamment des tensions existantes. Ne jamais oublier qu'un conflit social mal maîtrisé, un contentieux lourd ou un désaccord grave au sein de l'équipe d'encadrement constituent une toile de fond idéale pour que naisse le risque de fraude, d'accusation ou de déstabilisation. Le dossier ELF n'aurait pas connu les développements que l'on sait sans la haine qui opposait Loïc Le Floch-Prigent et Philippe Jaffret...

Les dirigeants français ne semblent pas non plus suffisamment informés des motivations et projets de leurs ennemis et des évolutions de l'environnement de leur entreprise. A l'heure où se développent de nouvelles formes très sophistiquées de déstabilisation et de malveillance économiques, à l'heure où la rumeur, par sa capacité nouvelle de propagation, est devenue une arme de destruction massive, l'intelligence économique peine pourtant, dans notre pays, à devenir un paramètre indispensable du processus décisionnel.

La gestion des ressources humaines, qu'il s'agisse de la prévention de la fraude, de la négligence, de la malveillance ou de la prise de risque inconsidérée, constitue la clé de voûte, souvent absente, du dispositif. « Ne pas faire entrer le loup dans la bergerie » suppose, c'est un minimum, des contrôles pré-embauche, surtout à l'égard des candidats à des postes sensibles. Les procédures entrée-sortie des collaborateurs, notamment au regard des habilitations informatiques et des badges qui leurs sont délivrés, et plus généralement la surveillance des comportements professionnels, peuvent mettre ceux dont la morale est élastique à l'abri de tentations... On semble découvrir aujourd'hui que le financier fraudeur est un employé modèle qui ne prend pas de vacances, ce que les spécialistes de la prévention de la fraude répètent pourtant, depuis des années, dans tous les colloques spécialisés.

Les directions des Ressources Humaines semblent, aujourd'hui encore, assez peu conscientes de l'importance d'une réaction non ambiguë à l'encontre d'un collaborateur responsable d'une fraude ou d'une faute grave. Cependant, au cas où cette dérive conduit à la recherche d'une responsabilité des supérieurs hiérarchiques ou de l'entreprise, une solution privilégiant un discret arrangement plutôt qu'une mesure disciplinaire ne manque jamais d'être interprétée et diabolisée par le juge ou le régulateur.

Mais quelques affaires récentes ont surtout mis en pleine lumière ce qui allait pourtant de soi, mais qui était jusqu'ici relativement occulté : l'importance de l'encadrement de la rémunération sur l'éthique, condition du retour à la confiance. Je ne parlerai pas ici des faramineux et indécents parachutes dorés alloués aux plus hauts dirigeants d'entreprises en difficulté, ni de l'impact délétère du calcul de leur rémunération sur les choix stratégiques de développement de leurs entreprises.

Je suis surtout frappée, d'une façon générale, par l'incitation tacite à la prise de risque ou à la transgression que peut constituer une politique salariale lorsqu'elle n'intègre pas suffisamment la dimension éthique. « La recherche de rentabilité excessive pour les entreprises et de rémunérations aberrantes pour les individus, est une cause non contestable de la crise » écrivait récemment René Ricol (*La Tribune*, 29 septembre 2008). La distribution immédiate de bonus pousse très naturellement les opérateurs à dégager des profits à court terme, sans se soucier des risques de pertes futures. L'incitation est d'autant plus forte que le seul risque qu'ils prennent, lorsqu'ils se voient reprocher des pertes abyssales, c'est d'être licenciés...et de devoir changer d'employeur, ce qui ne semble pas poser de problème majeur...

J'ai été stupéfaite, comme tous les lecteurs de la presse économique, d'apprendre de la bouche de Daniel Bouton, à l'occasion de l'« affaire Kerviel », qu'il se situait à la quarantième place des collaborateurs les mieux rémunérés de son groupe... devinant, dans le même temps, au fur et à mesure que les dessous de cette affaire nous étaient révélés, le genre de missions qui étaient confiées aux 39 premiers...

Est-il bien sain que, dans les salles de marché, ceux qui prennent les risques soient tellement mieux payés que ceux qui les contrôlent, alors qu'ils possèdent le même niveau d'expertise, et que les seconds aspirent à rejoindre les rangs des premiers ? Peut-on sérieusement prétendre que cette situation ne pèse pas sur l'indépendance nécessaire des contrôleurs ? Une politique salariale perçue comme injuste est, à l'évidence, un facteur de frustration susceptible d'encourager la poursuite d'intérêts individuels au détriment de l'ambition collective.

La cohérence de la politique d'évaluation des performances et de rémunération des collaborateurs avec la stratégie de développement constitue une condition - et un révélateur - des choix éthiques d'une entreprise... et une clef de compréhension - voire un critère d'appréciation - du niveau auquel la responsabilité doit être recherchée en cas de problème... Parce qu'au fond, l'essentiel des risques les plus lourds procède d'une insuffisante maîtrise des comportements et des arbitrages humains, les opérateurs financiers, confrontés à des risques inédits, ont intérêt à changer de vision pour mieux se protéger.

Paradoxalement, l'émergence de la fraude au nombre des risques majeurs auxquels sont exposés les établissements bancaires est peut-être une chance pour sortir les marchés financiers de leur spirale infernale en réintroduisant un peu de logique et de bon sens...humains. Du fait de la dimension éminemment comportementale et imprévisible de la fraude, sa prévention est intimement et nécessairement liée à la bonne gouvernance, à la capacité

de l'entreprise à faire partager en son sein des valeurs communes d'intégrité. Combattre la fraude oblige donc à dépasser l'approche « outils » des dispositifs de contrôle interne, dont on sait qu'ils sont toujours contournables pour qui dispose de ruse et de compétence. Comme à aller au-delà de la stricte conformité réglementaire, qui ne protège que très imparfaitement des risques essentiels.

*

« Si tu ne comprends pas un instrument, ne l'utilise pas ; si tu n'achèterais pas pour toi un produit, ne le vends pas ; si tu ne connais pas très bien certains de tes clients, ne leur prête pas ».

Ces règles du parfait banquier sont prêtées à Emilio Botin, président de la banque Santander. Simple, non ? Et d'autant plus intéressant que Santander, premier groupe bancaire espagnol, devrait être l'un des très rares établissements financiers mondialisés à atteindre l'objectif qu'il s'était fixé pour 2008, et à dégager plus de 10 milliards d'euros de bénéfices ! Que tous ses grands pôles géographiques ont affiché des bénéfices en croissance, que ce soit l'Europe continentale, le Royaume Uni, avec sa filiale Abbey et l'Amérique latine.

Et si la grande leçon de cette crise, qui ouvre des perspectives de « refondation » du système, était de revenir aux fondamentaux ? Aux questions et aux valeurs fondamentales. Curieusement (?) c'est ce même respect des valeurs les plus fondamentales que prônent théoriciens et praticiens de la finance islamique, comme Umer Chapra, économiste saoudien lauréat du *King Faisal International Prize for Islamic Studies*, pour qui trois facteurs ont rendu possible la crise financière actuelle : « une discipline de marché inadéquate dans le système financier résultant de l'absence de partages de pertes et profits ; la folle expansion de la taille des dérivés, en particulier les CDS¹ ; et le concept de *too big to fail* des banques qui croient que la banque centrale viendra toujours à leur secours. » Et qui souligne que « le système de finance islamique, en introduisant une plus grande discipline dans l'économie et en liant l'expansion du crédit à la croissance de l'économie réelle, est capable de réduire la sévérité et la fréquence des crises financières ».

Aujourd'hui, écrit Dominique de Courcelles dans sa contribution à ce numéro d'AGIR, « on s'accorde à reconnaître que [...] le système économique et technique, global, [qui] a saisi le monde [...], coupé du politique et de l'éthique [...], tend à devenir une idéologie, dans la mesure où il est organisé autour d'une logique financière de moyens et de profits

[...] pas en termes de fins ni de valeurs ». Mon interrogation finale, et les nouveaux paradigmes financiers qui pourraient s'en déduire, se formule, avec elle, en ces termes : que peuvent donc nous dire, en termes de fins et de valeurs, dans ce contexte (de crise mondiale), les trois monothéismes?

Note :

¹ le marché des dérivés (décrits par George Soros comme « des bombes à hydrogène » et par Warren Buffet comme des « armes financières de destruction massives »,) est estimé à 600 billions, plus de 10 fois la taille de l'économie mondiale. Ils incluent des credit default swaps (CDS) d'un montant de 54,6 billions \$.