

FINANCE

La crise et ses conséquences

Absence de régulation, opacité du système bancaire... ont déclenché un tsunami sur les marchés financiers. Il pourrait dégénérer en crise économique.

Pendant que les vacanciers se gelaient sur les plages, il a fait très chaud cet été sur les marchés financiers. Parti d'un foyer en apparence restreint, le marché américain des crédits immobiliers aux ménages les moins solvables (ou crédits *subprime*), l'incendie a embrasé l'ensemble des marchés financiers : sur les marchés de dettes, la rémunération du risque a flambé ; les marchés d'actions ont plongé, effaçant parfois en quelques jours leurs gains de l'année ; les marchés des changes ont eux aussi été fortement chahutés. Ces remous ont affecté des institutions financières aux quatre coins du monde, et pas seulement celles qui s'étaient commises à financer ces achats immobiliers hasardeux. La méfiance a fait tache d'huile au point que les banques centrales, et au premier chef la Banque centrale européenne (BCE), ont dû inonder le marché monétaire de liquidités pour éviter la paralysie complète du système bancaire.

Pour beaucoup d'observateurs, cette secousse - la troisième en moins d'un an - est au fond salutaire : il s'agirait en effet d'une nécessaire « réappréciation du risque », selon la formule de Jean-Claude Trichet, le président de la BCE,

après les excès spéculatifs de ces dernières années. Que la rémunération du risque remonte un peu, que le cours des actions chute de quelques pour-cent n'a a priori rien de catastrophique. L'économie peut encaisser la faillite de quelques petits établissements financiers ou la liquidation de quelques fonds de gestion. Reste que le retour à la normale s'opère rarement en bon ordre sur les marchés financiers. Et ce d'autant plus que l'opacité est forte sur la situation réelle des différents acteurs.

Cette situation résulte à la fois de la complexité croissante des produits financiers et du rôle central que jouent désormais dans la finance mondiale des paradis fiscaux échappant largement à toute régulation. Et, du coup, quand des banques ou des fonds importants se retrouvent en difficulté, c'est l'ensemble du financement de l'économie qui peut vaciller. Les banques, qui sont toutes plus ou moins touchées par la crise, pourraient bien refermer le robinet du crédit, si généreusement ouvert ses dernières années. Ce serait alors l'économie tout entière qui risquerait de manquer d'oxygène. ❧

Sandra Moatti

La mécanique de la crise

Crédit trop facile, titrisation, fonds spéculatifs, aveuglement des agences de notation... Les causes d'un fiasco.



Le battement d'ailes d'un papillon au Brésil peut provoquer une tornade au Texas, soutenait le météorologue Lorenz. Cet été, c'est le défaut de paiement de quelques ménages à Sacramento ou à Detroit qui a obligé la Banque centrale européenne (BCE) à injecter plusieurs centaines de milliards d'euros sur le marché monétaire. Une petite province du secteur du crédit immobilier américain a fait vaciller toute la finance mondiale. La réaction en chaîne des marchés a révélé la fragilité d'un système financier de plus en plus sophistiqué qui, à force de jouer avec le risque, a fini par en oublier les dangers. Retour sur la mécanique de la crise.

COMMENT LA CRISE EST NÉE

L'histoire commence sur le marché américain des prêts immobiliers dits « *subprime* ». Ce sont des crédits accordés aux ménages présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux dits « *prime* », soit parce qu'ils ont déjà eu des difficultés financières par le passé, soit que la faiblesse de leurs revenus limite par trop leur capacité de remboursement. Ce type de crédit s'est fortement développé aux États-Unis, surtout à partir de 2004-2005. En 2006, il représentait 40 % des nouveaux crédits hypothécaires (*). Les ménages qui en avaient les moyens avaient, eux, déjà abondamment profité de la longue période de taux d'intérêt bas pour acheter ou pour s'agrandir. Résultat : au moment où les taux d'intérêt ont commencé à remonter, c'est donc une clientèle moins solvable qui va être courtisée par le business du crédit immobilier pour continuer de faire des affaires.

Et tous les moyens sont bons pour la séduire : des formules de prêt de plus

Une maison en chantier, en Virginie.

Une petite province du secteur du crédit immobilier américain a fait vaciller toute la finance mondiale.

LA CRISE FINANCIÈRE | L'ÉVÉNEMENT

en plus exotiques se développent (voir « Pour en savoir plus »). Toutes ont en commun de prévoir des remboursements faibles dans les premières années, suivis au cours des années ultérieures d'un alourdissement parfois considérable de la charge de la dette.

Comment des établissements de crédit ont-ils pu prêter à des ménages aussi fragiles dans des conditions aussi hasardeuses ? La réponse réside dans un système qui allie l'absence de règles protectrices pour les emprunteurs à une extrême sophistication du traitement du risque du côté des prêteurs. Sur le moment, tout le monde y trouvait son compte : les ménages emprunteurs, souvent inconscients des conditions réelles de remboursement de leur prêt, trouvaient là l'occasion d'accéder à la sacro-sainte propriété ; les courtiers empochaient leurs commissions sur les contrats commercialisés ; les établissements financiers pouvaient sortir ces créances quelque peu douteuses de leur bilan en les transformant en titres vendus sur les marchés financiers, les Mortgage Backed Securities (MBS), c'est ce qu'on appelle la « titrisation » des créances ; enfin, les investisseurs achetaient ces titres offrant une très confortable rémunération. En effet, pour compenser la mauvaise qualité des créances sur lesquelles ils étaient adossés, ces titres offraient des taux d'intérêt nettement supérieurs au standard du marché.

Mais dès la fin de l'année 2006, il est apparu qu'un nombre croissant de ménages ne pouvait faire face à leurs remboursements. Les taux de défaut sur les prêts *subprime* commencèrent à augmenter dans des proportions inquiétantes. Après les ménages, forcés de vendre leur maison sur un marché immobilier désormais complètement déprimé, ce fut au tour des établissements spécialisés qui leur avaient prêté d'être touchés. Les premières faillites de prêteurs firent la une de l'actualité américaine au premier trimestre de cette année.

En quelques mois, une vingtaine d'établissements ont dû ainsi mettre la clé sous la porte. Mais ils n'étaient heureusement pas de taille à déstabiliser les grandes banques. Après tout, le total des prêts *subprime* ne représentait que 13 % du total des prêts hypothécaires. Les déboires des emprunteurs semblaient pouvoir être absorbés sans trop de remous. D'autant que le risque de défaut sur les titres émis par ces établissements de crédits était distribué entre une multitude

d'investisseurs. C'est l'avantage des opérations de titrisation : tout le monde détient un peu de risque, mais aucun grand établissement n'en porte suffisamment pour flancher. La suite des événements a cependant montré que cette large répartition des risques peut aussi conduire à aggraver la panique quand le marché ne sait plus les situer ni les quantifier.

COMMENT ELLE S'EST ÉTENDUE AU MONDE ENTIER

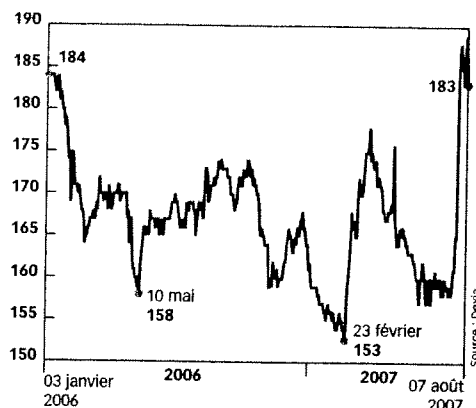
Au cours de cet été, la crise du *subprime* a pris en effet une nouvelle dimension. Les dégâts se sont étendus aux investisseurs dont le portefeuille se révélait un peu trop chargé de titres adossés à des crédits *subprime*. Fin juillet, deux fonds spéculatifs, des *hedge funds* (*) de la grande banque d'investissements américaine Bear Stern, en ont fait les frais les premiers. Il faut dire que les *hedge funds*, toujours à la recherche de rendements élevés, étaient particulièrement friands de ces titres. Quand la contre-performance des *subprime* s'est amplifiée, certains déposants ont demandé à retirer leurs fonds et des créanciers ont refusé de reconduire leurs crédits. Les fonds de Bear Stern n'ont pu alors faire face et ont fait défaut.

La crise n'a pas tardé à traverser l'océan. Bien qu'il n'y ait pas en Europe d'équivalent au marché *subprime* américain, ni de titrisation des prêts hypothécaires d'une telle ampleur, les banques ou des organismes de placement européens s'étaient amplement fournis en titres adossés à du *subprime* auprès des banques américaines. C'est ce qui a placé en particulier la banque allemande IKB, spécialisée dans le crédit aux petites et moyennes entreprises, au bord du gouffre. A tel point que Jochen Sanio, à la tête du régulateur boursier allemand, la BaFin, a estimé que son pays était « menacé de la plus grave crise financière depuis 1931 ». Sous l'égide des pouvoirs publics, un consortium de banques allemandes a dû voler au secours de l'aventureuse IKB. En France, plusieurs gestionnaires de fonds ont aussi été touchés, tels AXA IM ou Oddo.

Si le poison du *subprime* a pu se diffuser à ce point dans les vaisseaux du système financier, c'est qu'il était encapsulé non seulement dans les Mortgage Backed Securities, mais aussi dans beaucoup d'autres titres. En par-

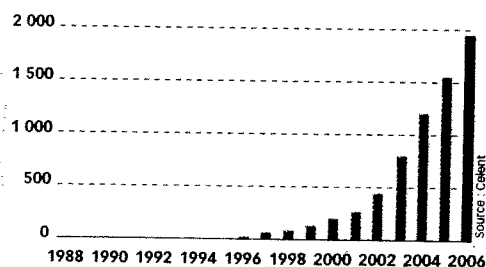
LE PRIX DU RISQUE RÉÉVALUÉ

Écart en points de base (millièmes de %) entre les taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain à 10 ans et ceux sur les obligations américaines notées BAA par l'agence de notation Moody's



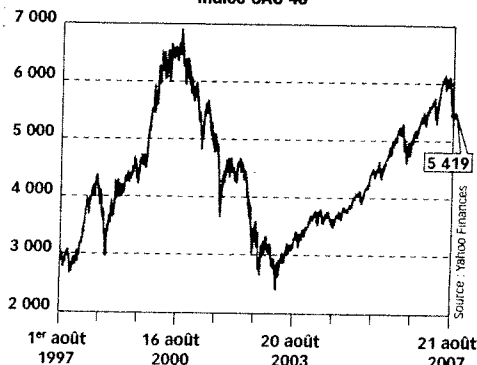
LA FANTASTIQUE EXPANSION DE LA TITRISATION

Taille estimée du marché mondial des Collateralised Debt Obligations (CDO), en milliards de dollars



LA CHUTE DES BOURSES RESTE LIMITÉE

Indice CAC 40



* **Crédits hypothécaires** : crédits accordés à des particuliers pour l'achat d'un bien immobilier associés à une hypothèque sur ce bien. En cas de non-remboursement, la banque peut saisir le bien sans avoir besoin d'engager des démarches judiciaires complexes.

* **Hedge funds ou fonds d'arbitrage** : fonds spéculatifs qui prennent des paris sur l'avenir à l'inverse des tendances dominantes du marché.

L'ÉVÉNEMENT | LA CRISE FINANCIÈRE



Pascal Siffier - Risa

Baudouin Prot, directeur général de BNP Paribas. La banque a suspendu trois de ses fonds, ce qui a fait l'effet d'un coup de tonnerre.

les plus sûres, normalement prémunies contre la défaillance des emprunteurs, tandis que les *hedge funds*, plus aventureux, prennent les tranches les plus risquées, exposées aux premières pertes, mais encore plus grassement rémunérées. Les CDO ont connu un véritable engouement de la part des investisseurs. Depuis 2001, l'encours de ces titres a doublé en moyenne chaque année.

Les agences de notation (*) ont une grosse part de responsabilité dans cette vogue, car elles ont accordé d'excellentes notations à ces produits. Au point que la Commission européenne a lancé une enquête à propos de leur rôle dans la crise. Un CDO peut fort bien contenir des titres adossés à du *subprime* tout en étant noté d'un « triple A » (la meilleure note) sur ses tranches les moins risquées, à l'égal des bons du Trésor émis par les Etats souverains (des titres de dette considérés comme les moins risqués). C'est ce qui a permis à des investisseurs soumis à des règles de prudence très strictes comme les fonds de pension d'en détenir dans leur portefeuille. Mais l'opacité de ces produits est à la mesure de leur sophistication. Et dès lors que la présence de *subprime* dans leur composition a été suspectée, la défiance s'est étendue à tous les CDO, et plus largement à quasiment tous les titres de dettes.

POURQUOI ELLE A ÉTÉ AUSSI GRAVE

Une nouvelle étape a été franchie dans la deuxième semaine du mois d'août, quand la crise s'est transformée en crise de liquidité. La liquidité, c'est-à-dire la capacité à réaliser des opérations de vente et d'achat de produits financiers sans délai ni coût notable, est l'oxygène des marchés financiers. Or, c'était le talon d'Achille des nouveaux produits structurés. En période normale, ces produits hautement sophistiqués, conçus quasiment sur mesure en fonction des demandes des investisseurs, étaient déjà peu liquides. Mais avec la suspicion croissante dont ils ont commencé à faire l'objet, les acheteurs ont cette fois complètement déserté.

Dans ces conditions, impossible de déterminer un prix. Même les modèles mathématiques utilisés par les gros investisseurs pour estimer la valeur de

leurs titres n'arrivaient plus à les calculer pour ces produits. « *L'évaporation complète de la liquidité sur certains segments de marché aux Etats-Unis a rendu impossible la valorisation adéquate de certains actifs* », indiquait BNP Paribas le 10 août dernier, lorsqu'elle a suspendu le calcul de la valeur liquidative (*) de trois de ses fonds (ce qui a pour effet de geler les avoirs qui lui sont confiés). L'annonce a fait l'effet d'un coup de tonnerre. Et ce, d'autant plus que la banque avait annoncé des résultats records une semaine auparavant et s'était vantée d'être à l'abri des éclaboussures de la crise du *subprime* !

La réaction des autres banques au lendemain de cette annonce n'avait rien de rassurant. Leur méfiance les unes à l'égard des autres était telle que, dès l'ouverture du marché monétaire (le marché où elles se prêtent de l'argent entre elles), le taux au jour le jour a bondi à 4,7 %, contre 4 % habituellement. Ce qui suffit à bloquer les transactions, car compte tenu des taux d'intérêt pratiqués vis-à-vis de leurs propres clients, les banques ne pouvaient plus gagner d'argent en empruntant elles-mêmes à des taux aussi élevés. « *Normalement, les banques s'échangent en permanence des liquidités sur le marché monétaire. Là, plus personne ne voulait prêter à personne* », expliquait Philippe Weber, responsable des études économiques chez CPR-AM. « *Quand la Société générale ne veut plus prêter à la BNP, cela devient très inquiétant* », ajoutait un trader.

A cette situation exceptionnelle, la Banque centrale européenne a répondu en ouvrant sans restriction le robinet du crédit au jour le jour. Autrement dit, elle a autorisé les banques à emprunter auprès d'elle, pour la journée, tout ce dont elles avaient besoin, au taux de 4 %. Résultat : les banques se sont littéralement jetées sur les liquidités : 95 milliards d'euros ont été injectés ce jour-là, soit davantage qu'au lendemain des attentats du 11 septembre 2001 (la BCE n'avait alors dû prêter « que » 69 milliards d'euros). Le lendemain, la BCE a de nouveau prêté 61 milliards, puis encore plusieurs dizaines de milliards d'euros les jours suivants... Dans le même temps, la Banque centrale des Etats-Unis (Fed) et celle du Japon intervenaient également, quoiqu'avec une moindre ampleur. De plus, le 17 août dernier, la réserve fédérale américaine a baissé son taux d'escompte de 0,5 %. Ramenant, au bout de deux semaines, un calme précaire sur les marchés. ■ S. M.

➤ titulier dans les désormais fameux CDO, *Collateralised Debt Obligations*. Ils illustrent l'inventivité sans limite des financiers, agglomérant toutes sortes de titres représentatifs de créances - crédit à la consommation, aux entreprises, mais aussi crédit hypothécaire *subprime* - combinés avec des dérivés de crédit (*), censés fournir une assurance contre le risque de défaut. Le résultat est un produit dit structuré, un feuilleté dont chaque couche présente un niveau de risque différent. Il y en a pour tous les goûts : les investisseurs prudents peuvent acheter les tranches

* **Produits dérivés** : contrat entre un acheteur et un vendeur, qui prévoit un échange d'actifs dans le futur à des conditions prévues dès le départ. Il peut s'agir de monnaies, de taux d'intérêt, d'or, de blé ou... de titres de dettes *subprime*.

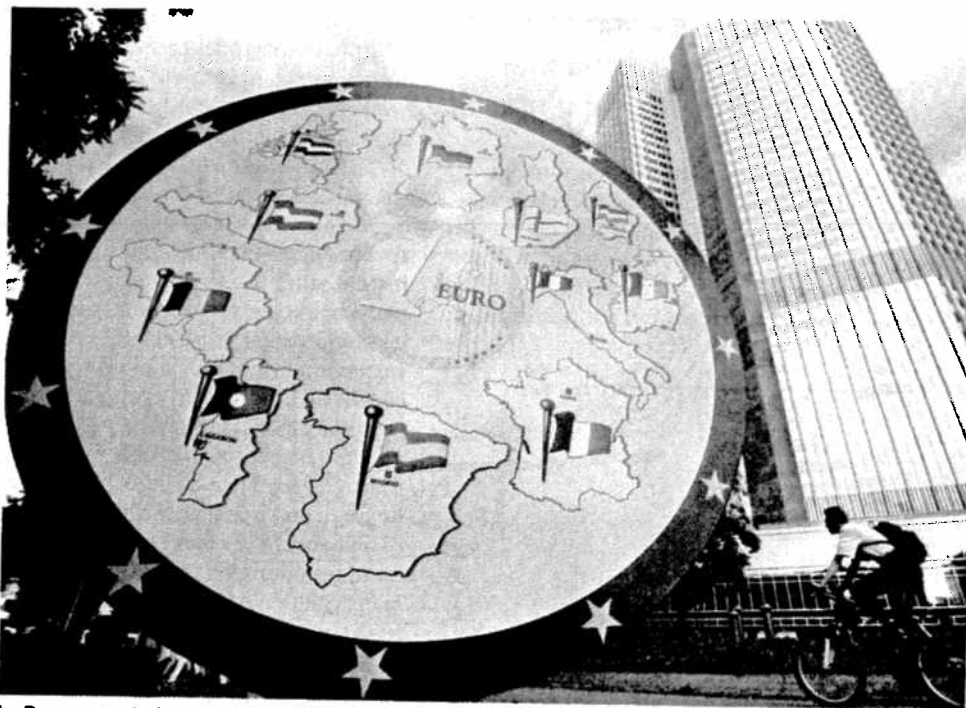
titres financiers émis par les différents acteurs, en fonction du niveau de risque de défaillance supposé de chacun de ces acteurs. Ces notes vont de AAA (très peu de risque) à C (très risqué).

* **Agence de notation** : agences spécialisées qui attribuent des notes (des ratings en anglais) aux différents

* **Valeur liquidative** : argent qu'on peut récupérer si on vend tous les actifs du fonds.

Après la finance, l'économie ?

Il est plutôt sain que les acteurs financiers prennent moins de risques. Le krach financier pourrait cependant entraîner une crise économique.



La Banque centrale européenne est intervenue massivement sur les marchés financiers.

Les investisseurs ont redécouvert les montagnes de risques sur lesquelles ils étaient assis et qu'ils avaient eu tendance à minorer fortement ces dernières années. L'écart entre le rendement des actifs risqués et celui des emprunts d'Etat, réputés sans risque – le *spread* dans le jargon des marchés – est brutalement remonté depuis juillet, tant sur les titres adossés à des portefeuilles de créances bancaires, que sur les obligations d'entreprises ou d'Etats présentant un risque quelconque.

Des effets salutaires

En ce sens, le coup de chaud des marchés financiers a eu de bons côtés : il devrait tempérer les excès du crédit qui étaient loin de concerner seulement l'immobilier et les crédits *subprime*. Le financement des opérations de

LBO (*) et des fusions-acquisitions qui tiraient le cours des actions vers le haut va lui aussi devenir beaucoup plus difficile.

Pour réaliser ces opérations, les fonds d'investissement avaient en effet recours à des prêts importants de la part des banques. Celles-ci transformaient ensuite ces prêts en titres et les jetaient dans la grande marmite des CDO (les Collateralised Debt Obligations, voir page 10). Depuis que les investisseurs sont devenus nettement moins friands de ces titres, les banques se retrouvent avec des montagnes de créances qu'elles ne peuvent plus transformer. Résultat : les opérations de LBO prennent du retard ou n'aboutissent pas. Et les surenchères qu'elles suscitaient sur les marchés d'actions ne dopent plus les cours. Mais la Bourse pâtit aussi de la chute des actions des banques et des organismes financiers. Ainsi que des ventes massives d'actions (y compris de sociétés solides) auxquelles procè-

dent les établissements financiers pour essayer de retrouver des liquidités.

Une autre pratique risquée a pris du plomb dans l'aile sur les marchés financiers : celle dite du *carry trade*. Elle consiste à emprunter dans la devise d'un pays où les rendements sont bas pour financer un placement dans la devise d'un pays où les rendements sont plus élevés. Depuis plusieurs années, le franc suisse, la couronne suédoise et surtout le yen étaient utilisés comme devises de financement de placements en dollar néo-zélandais, australien ou en livre sterling. Mais depuis quelques semaines, la liquidation d'actifs risqués qui avaient été financés par des emprunts en yens auprès des banques japonaises a fait remonter la devise nippone. Menaçant, là aussi, tous ceux qui s'étaient adonnés à grande échelle à ce petit jeu et qui se retrouvent aujourd'hui massivement endettés en yens.

Après avoir beaucoup baissé, il est donc plutôt sain que la rémunération du risque financier soit réévaluée à la hausse. Quant à la chute des Bourses de ces dernières semaines, elle reste pour l'instant modérée au regard de leur appréciation depuis quatre ans. « En termes historiques, toutes ces corrections restent acceptables par leur ampleur », note Hélène Baudchon, du Crédit agricole. D'autant plus qu'elles interviennent dans un contexte macroéconomique relativement satisfaisant même si la croissance a été plus faible qu'attendu en France et Europe au second trimestre. Les fondamentaux (*) restent en effet solides. La croissance mondiale est bien orientée, le Fonds monétaire international (FMI) a même revu à la hausse ses prévisions de croissance mondiale fin juillet. Les entreprises font des profits. Elles peuvent résister à une élévation limitée du coût du crédit. Les banques affichent de tels bénéfices qu'elles peuvent bien supporter une petite purge. Si l'étendue des pertes liées à la crise du *subprime*

* **LBO (Leveraged Buy Out)** : opérations de rachat d'entreprises réalisées par endettement. Les bénéfices dégagés par l'entreprise rachetée (et restructurée) sont censés permettre de rembourser les emprunts de l'acquéreur.

* **Fondamentaux** : les grandes données structurelles qui déterminent la capacité de croissance d'un pays : population active, évolution de la productivité...

L'ÉVÉNEMENT | LA CRISE FINANCIÈRE

avoisine les 100 milliards de dollars, comme l'estime Ben Bernanke, le président de la Fed, la Réserve fédérale américaine, c'est une goutte d'eau dans l'océan des bénéfices bancaires.

Un risque pour la croissance

Les banquiers centraux veulent croire à une crise passagère. Il n'est cependant pas sûr que ce scénario rose se concrétise. Tout d'abord, le foyer de l'incendie n'est toujours pas éteint aux États-Unis. Les défauts sur les crédits *subprime*, dont le taux est désormais proche de 14 %, poursuivent leur inexorable progression. Ils devraient connaître un pic dans les mois à venir. La faillite d'un « honnête » prêteur comme American Home Mortgage, qui n'avait jamais touché aux sulfureux *subprime*, témoigne d'ailleurs de l'extension de la crise. La saisie et la remise en vente de centaines de milliers de maisons contribuent à déprimer encore un peu plus le marché immobilier américain où les stocks

de logements disponibles dépassent les quatre millions, contre deux millions en 2004. Si la baisse des prix devait s'amplifier, les ménages, sentant leur patrimoine s'étioler, réduiraient leur consommation. Les fondamentaux de l'économie américaine pourraient alors se ternir très sérieusement. Et les marchés perdraient une bonne raison de résister à la sinistrose.

Les banques restent vulnérables aux accidents qui peuvent encore à tout moment toucher les grands *hedge funds*

Par ailleurs, les risques que courent les banques sont en théorie relativement bien contrôlés, dans la mesure où elles sont obligées à une certaine transparence et soumises à des règles prudentielles strictes. Ce n'est pas le cas en

revanche d'autres entités, en particulier des *hedge funds*. Ces organismes peu transparents sont le plus souvent installés dans des paradis fiscaux et leur fonctionnement échappe très largement à toute instance de régulation.

Or en pratique, le sort des banques est intimement lié au leur. Ce sont elles qui très souvent les possèdent, elles encore qui leur prêtent de l'argent pour des opérations où les niveaux d'endettement sont toujours très élevés, elles, enfin, qui effectuent leurs transactions sur les marchés financiers. En agissant ainsi, « les banques remplacent du risque de crédit [en titrisant les créances qu'elles détiennent et en vendant ces titres aux *hedge funds* via les MBS et les CDO] par un risque de contrepartie [en leur prêtant de l'argent] plus incertain, et leur exposition réelle n'est pas nécessairement connue », notait déjà la Banque de France, en décembre 2006. Bref, les banques restent vulnérables aux accidents qui peuvent encore à tout moment toucher les grands *hedge funds* et les fonds d'investissement, comme le montre le précédent du fonds LTCM en 1998.

Si la défiance à leur égard se prolongeait au point qu'elles ne parviennent plus à transférer le risque de leurs opérations de crédit ou à trouver des liquidités pour se refinancer à des taux raisonnables, les banques pourraient ralentir nettement la distribution de crédit aux entreprises et aux particuliers, un phénomène qu'on appelle le *credit crunch*. L'économie tout entière en serait affectée.

Ce ne serait pas la première fois qu'une crise immobilière déboucherait sur une crise bancaire puis économique. Aux États-Unis, la précédente bulle immobilière avait précipité la faillite des Savings and Loans, les caisses d'épargne américaines, à la fin des années 80, puis débouché sur la récession du début des années 90. Au Japon, les difficultés des banques à la suite de la bulle immobilière des années 80 ont plongé le pays dans un marasme économique de plus de dix ans. On a beau nous répéter à l'envie que « cette fois, c'est différent », l'histoire se répète souvent, c'est le vocabulaire qui change. ■ S. M.

Faut-il renflouer les spéculateurs ?

Les banques centrales ont pourvu le marché en liquidités à bas coût et sauvé de la faillite des établissements bancaires, comme les banques allemandes IKB et Sachsen LB, pour éviter un risque systémique, c'est-à-dire l'extension de la crise de proche en proche à l'ensemble du système financier par le jeu des créances et des dettes. De telles initiatives se justifient afin d'éviter des conséquences très dommageables pour l'économie réelle. Mais sur le fond, elles ne sont guère satisfaisantes.

Elles consistent en effet à faire prendre en charge par la collectivité les risques inconsidérés pris par les établissements financiers. Ce qui les encourage à penser que les autorités finiront toujours par leur sauver la mise. Ouvrant ainsi la route à une prochaine crise qui a de fortes chances d'être encore plus grave que la crise de cet été. C'est ce que les économistes appellent la question de l'aléa moral. Une telle situation paraît d'autant plus injuste que, pendant ce temps, les ménages victimes des prêts *subprime* continuent, eux, de perdre leur logement et leur épargne...

Dans la mesure où l'on peut difficilement éviter de renflouer les spéculateurs en cas de crise, il faut nécessairement contrôler étroitement les acteurs financiers pour s'assurer qu'ils ne prennent pas des risques excessifs que la collectivité devrait obligatoirement prendre en charge par la suite. C'est l'un des fondements principaux des règles publiques qui encadrent partout leur activité plus étroitement que la plupart des autres branches de l'économie. Mais manifestement, il y a encore beaucoup à faire pour rendre ce contrôle réellement efficace dans le contexte de la finance mondialisée.

Fin août, Nicolas Sarkozy a écrit à Angela Merkel, la chancelière allemande qui préside actuellement le G8, le club des grandes puissances économiques, pour souhaiter que ce sujet soit traité, en octobre, à la prochaine réunion des ministres des Finances. Angela Merkel avait déjà proposé au début de l'année de réguler l'activité des *hedge funds*. Mais ce projet avait été bloqué jusque-là par les autorités américaines et anglaises... ■

POUR EN SAVOIR PLUS

« Mal nécessaire et signal à prendre au sérieux : le prix du risque remonte », Crédit agricole, Direction des études économiques.
« Immobilier, hypothèque sur la croissance », Alternatives Economiques n° 258, mai 2007.
Revue de stabilité financière, Banque de France, accessible sur www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm
Rapport annuel, BRI, accessible sur www.bis.org