

ELEMENTS D'ANALYSE DE LA CRISE DES SUBPRIMES :
LES CAUSES ET LE DEROULEMENT DE LA CRISE FINANCIERE
INTERNATIONALE¹

Soutenus par les progrès continus de l'informatique et des télécommunications depuis trente ans, la déréglementation et le décloisonnement des places financières ont contribué à mettre en place un système financier international où toutes les places financières du monde sont interconnectées. Dans ce contexte, désintermédiation et innovations financières, notamment la titrisation, ont bouleversé les métiers de la banque et de la finance. Le système qui s'est mis en place n'est régulé par aucune instance internationale et ne découle d'aucun traité. Il a contribué à la croissance mondiale, mais au prix d'une complexité et d'une opacité croissante, résultat de la concurrence entre places financières pour capter l'épargne du monde. Il existe bien des organes de régulation au niveau national (SEC aux États-Unis, AMF ou Commission bancaire en France, ...) voire international (Comité de Bâle de la Banque des Règlements Internationaux), mais leur niveau de contrôle est insuffisant pour surveiller et intervenir dans ce système complexe et opaque, comme le montre la crise des *subprimes*.

Notre propos ici se limite à décrire la genèse de la crise, sa chronologie et son développement, pour comprendre en quoi l'utilisation abusive d'instruments financiers non régulés a pu déboucher, dans un certain contexte, sur une crise systémique.

1. Genèse de la crise

D'un point de vue technique, la crise résulte de la combinaison de cinq facteurs :

1.1 Politique monétaire expansionniste de la Fed

Après l'éclatement de la bulle internet de 2001 et le choc du 11 septembre de cette même année (récession mars-novembre 2001), les taux directeurs de la Réserve Fédérale (*Federal Funds Rate*) passent de 16,5 % à 1 % en 2003 et sont maintenus à ce niveau jusqu'à mi-2004 pour soutenir l'activité.

Cette réduction est reconnue depuis comme excessive : elle a alimenté les marchés en liquidités et créé les conditions d'une nouvelle bulle spéculative (beaucoup de monnaie disponible et peu coûteuse).

¹ Par Hervé Hutin, chercheur au Creppem de l'Université de Grenoble, enseignant à l'Université de Savoie.

1.2 L'euphorie immobilière

En raison de la faiblesse des taux, les prêts immobiliers se développent et génèrent une activité économique importante dans le bâtiment. Il est toujours plus intéressant d'acheter, puisque les prix montent. Acheter permet de faire fructifier son épargne par la valorisation de son investissement immobilier, ce qui contribue au phénomène.

Le retournement sur le marché immobilier survient dès fin 2005, début 2006, alors que jamais, depuis les années 1930, le prix moyen de l'immobilier aux États-Unis n'a baissé sur plus d'une année entière².

1.3 Relâchement de la prudence des banques

Devant la montée des prix, les banques ont accepté en plus de procéder à des « extractions de liquidités » (*home equity extraction*) : la valorisation immobilière provoque un effet d'enrichissement des propriétaires qui disposent alors d'une garantie supplémentaire pour s'endetter. Mais, alors que cette garantie n'est que potentielle (le marché peut se retourner), les institutions financières acceptent de prêter pour les dépenses courantes sur ces plus-values non réalisées ou proposent des prêts hypothécaires plus élevés que le coût d'achat de la résidence. Les extractions de liquidités, mesurées par la différence entre l'encours des prêts hypothécaires et l'investissement immobilier des ménages, dépassent 300 Mds \$ entre 2003 et 2006 (jusqu'à 500 Mds \$), soit 4,6 % de la consommation³. Tant que les prix montent, du fait de l'octroi de nouveaux crédits permettant l'acquisition de nouveaux biens, le système fonctionne. Le jour où il arrive à saturation, il s'écroule.

Surtout, on assiste à une explosion des prêts immobiliers et notamment des *subprimes*. Il s'agit de prêts à taux variables réservés à une clientèle plus risquée car plus vulnérable aux problèmes de solvabilité et qui n'aurait auparavant jamais eu accès au crédit.

Le taux d'intérêt d'un crédit *subprime* est plus élevé que celui d'un crédit classique (dit « *prime* », de premier ordre, de première qualité) de deux points au moins pour compenser les risques de défaillance plus forts. En fait, le contrat propose un taux fixe et bas pendant un, deux, voire trois ans (argument commercial), avant de se réajuster à taux variable, comme les *Adjustable Rate Mortgages (ARM)*. Les mensualités augmentent alors de 30 à 50 %. Il y a également des prêts « *interest only* » avec versement hypothécaire de 5 % ou moins. Le prêt immobilier est garanti par une hypothèque (*mortgage*) : le bien est saisi et revendu pour

² André Orléan, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, CEPREMAP, Editions Rue d'Ulm, ENS, 2009.

³ Philippe Sabucco, *Ménages américains : la grande déprime*, Conjoncture, BNP-Paribas, mars 2009.

rembourser le banquier en cas de défaillance de l'emprunteur. De même, les autres prêts sont garantis sur la valeur du bien (*equity*).

Chaque courtier (*broker*) qui place un prêt touche une commission, quelle que soit la qualité de l'emprunteur. D'où un marketing agressif pour commercialiser ce type de prêts qui ne restent pas dans les mains de ceux qui les octroient, plus incités à faire du volume qu'à évaluer des risques (à la différence des banques en France).

Les prêts à taux variables type ARM représentent plus de la moitié des *subprimes* commercialisés en 2006, un quart constitué de prêts « *interest only* ». Entre 2002 et 2006, la part des *subprimes* dans les nouveaux prêts hypothécaires passe de 8 à 20,1 %.

Au moment des défaillances et des saisies mi-2007, 15 % des prêts étaient des *subprimes* ARM, trois fois plus qu'à la mi-2005. L'accroissement des taux des prêts ARM produit ses effets avec un à trois ans de décalage. À l'automne 2007, on savait que le gros de la crise était devant, que un tiers du stock des *subprimes* devait être réajusté dans les deux ans. Dans le même temps, les prix de l'immobilier ont continué de baisser.

1.4 Le recours massif à la titrisation

Normalement, une banque accorde du crédit après avoir évalué la solvabilité de son client (aptitude à rembourser une dette) et en s'entourant de garanties (hypothèque dans le cas de l'immobilier). Or elle ne peut accorder des crédits à l'infini : des limites sont posées par les autorités régulatrices (ratio de Bâle de 8 %). La créance de la banque sur son client, inscrite à l'actif du bilan de celle-là, ne disparaît qu'à la fin du remboursement par celui-ci. La créance ne peut être cédée, elle appartient à la banque, à la différence d'un titre (action, obligation) dont le prix varie en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux où il peut être vendu.

La titrisation désigne la transformation d'une créance en titre. Ce phénomène, apparu dès les années 1980, touche les crédits courants aux États-Unis avec une ampleur croissante dans les années 2000. Les banques se débarrassent ainsi de leurs prêts en les revendant, ce qui leur permet d'en octroyer d'autres et ainsi de croître. C'est notamment le cas lorsqu'elles montent des fonds dans lesquels sont transférés les prêts considérés. Certains organismes financiers ont ainsi une équipe de titrisation qui crée un fonds (*vehicule*) appelé *Special Purpose Vehicle* (SPV) ou *Structured Investment Vehicle* (SIV) ou fonds d'investissement spécialisé, entités juridiques distinctes de l'organisme financier, mais qui lui appartiennent. C'est en quelque

sorte le même principe que les OPCVM⁴ en France, créés par des organismes financiers comme les banques ou les caisses d'épargne, qui sont des structures juridiques servant de support à une épargne collectée grâce à l'émission de titres (les parts de SICAV ou de Fonds communs de placement) et investie sur des portefeuilles de titres (mais la comparaison s'arrête là).

Des milliers de prêts sont regroupés pour être achetés par le SIV, qui émet des titres plus ou moins long. Les titres portent des noms différents en fonction des actifs sur lesquels ils s'adossent (voir encadré). Ces titres sont souscrits par des investisseurs (banques d'investissements⁵, fonds de pension, etc.) qui seront remboursés grâce aux revenus perçus par le fonds puisque le fonds est lui-même remboursé par les mensualités versées par les clients de l'organisme financier qui ont emprunté pour leur logement (voir schéma).

Les titres émis par les SIV

Les SIV émettent principalement les titres suivants à partir de l'agrégation de créances :

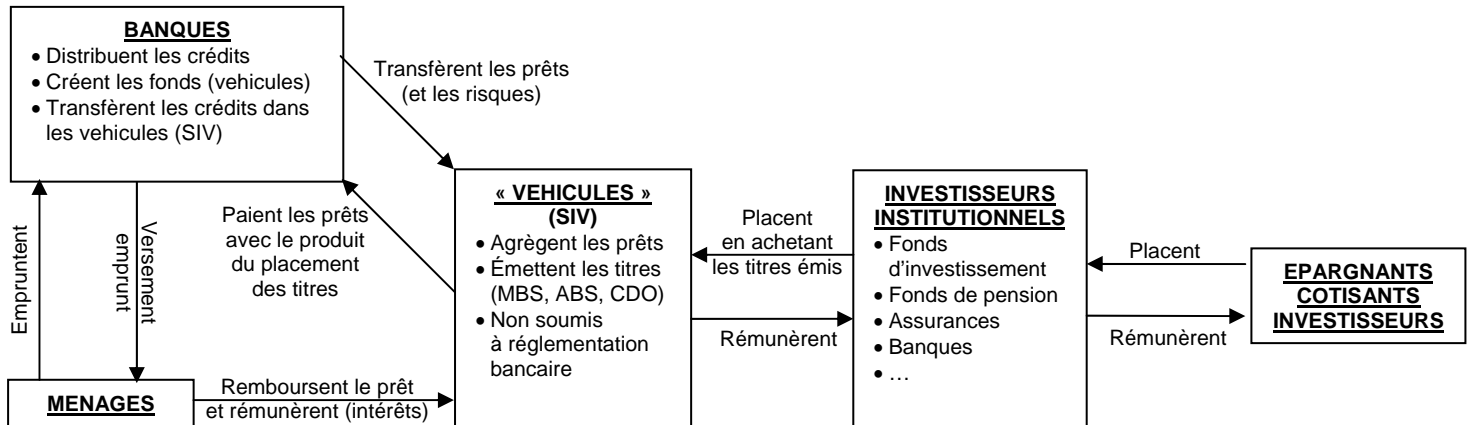
- *Residential Mortgage-Back Securities*, RMBS, titres adossés à des crédits hypothécaires résidentiels,
- *Commercial Mortgage-Back Securities*, CMBS, titres adossés à des crédits hypothécaires commerciaux,
- *Asset Backed Securities*, ABS, titres adossés par des actifs tels que cartes de crédit, prêts automobiles, prêts étudiants, leasing d'équipement, etc.
- *Collateralized Debt Obligation*, CDO, titres adossés à des portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers divers, tels que des ABS ou des RMBS. Les *subprimes* y sont mélangés à d'autres créances (ce qui diversifie le risque mais augmente l'opacité). Il est possible de faire des CDO de CDO. Lorsque les titres sont adossés à des créances obligataires, il s'agit de *Collateralized Bond Obligations* (CBO).

Attention, ne pas confondre avec les CDS, *Credit Default Swap*, qui sont des instruments financiers dérivés de la dette et qui permettent à un prêteur de s'assurer contre le risque de défaut de paiement du débiteur. Le CDS peut lui-même être revendu (titrisation), son prix dépend notamment de la réputation de l'émetteur de la créance.

⁴ OPCVM : organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Elles comprennent les fonds communs de placement (FCP) et les SICAV (société d'investissement à capital variable). Ces structures juridiques permettent d'émettre des parts souscrites par des épargnants-investisseurs qui sont placées en titres (notamment actions, obligations).

⁵ Les banques d'investissement peuvent elles-mêmes racheter des crédits, les agréger et créer des SIV pour les commercialiser.

L'immobilier et la finance sont les deux secteurs qui servent de gisement pour les créances titrisées. En 2006, les *Mortgage-Backed Securities* et les ABS ont représenté 3 168 Mds \$ d'émissions, plus que les obligations et les emprunts publics réunis. L'encours des CDO était de 3 000 Mds \$ en juin 2007.



1.5 Problèmes d'évaluation du risque

Les titres émis par le SIV sont classés par tranche en fonction de leur risque, leur durée, leur taux d'intérêt (variable ou fixe) et leur priorité. Les différentes tranches sont évaluées par les agences de notation. La plupart voient leur notation réhaussée du fait de la diversification liée à l'agrégation de nombreux prêts : elles sont supposées moins risquées et donc moins rémunérées que les actifs sous-jacents, ce qui permet au SIV de dégager une marge. Les tranches supérieures (« super senior ») sont notées AAA, les « seniors » AA ou A, les tranches subordonnées (« mezzanine ») BBB ou BB et les tranches « equity » non notées. Les plus risquées sont les mieux rémunérées car supportant les risques de défauts de paiement, du fait du lien entre risque et rentabilité (voir chapitre 1 du livre). Le problème est que les agences de notation sont consultées pour la constitution des titres (RMBS, ABS, ...) et pour leur évaluation ensuite : elles sont donc à la fois juge et partie.

Un réhausseur de crédit extérieur (*monolines*) peut intervenir : il a pour fonction de se porter caution d'émissions d'obligations, ce qui permet à l'emprunteur d'émettre à moindre taux. Certains se sont lancés dans le cautionnement de titrisation en assurant des obligations de type CDO. Ils ont aussi été touchés par la crise des *subprimes* lorsque les CDO assurés se sont trouvés défaillants (par exemple le *monoline* Ambac).

Enfin, l'application des normes comptables (US Gaap aux États-Unis, IFRS en Europe), et particulièrement de la norme de valorisation en juste valeur (*fair value*) a contribué à accroître

la volatilité des actifs au bilan, en gonflant ceux-ci dans les périodes de hausse, mais en les dégonflant subitement en cas d'éclatement d'une bulle concernant un actif (immobilier dans le bilan des compagnies d'assurances, titres dans celui des banques d'affaires ou des fonds de pension, ...).

À titre d'exemple, en décembre 2007, la Citibank a annoncé le renflouement de ces sept SIV à hauteur de 7 Mds \$. Leur valeur était passée de 87 à 49 Mds \$ entre juillet et décembre⁶.

Ainsi, non seulement l'évaluation est devenue difficile du fait de l'opacité des montages et de la volatilité des comptes, mais elle a perdu en fiabilité du fait de la partialité des agences.

Ces cinq éléments combinés vont produire la plus grave crise financière depuis 1929.

2. Propagation et développement de la crise

La chronologie de la crise ne peut se comprendre qu'à partir des mécanismes qu'elle met en œuvre.

2.1 Mécanisme de développement

La crise est en fait le reflet de la dérive d'un système parvenu à ses limites. Outre les cinq facteurs techniques identifiés ci-dessus, il faut ajouter deux facteurs déterminants qui expliquent son ampleur :

- La structuration du Système Financier International dans un contexte de déréglementation internationale a favorisé les placements entre investisseurs de tous pays et l'apparition de chaînes de risques qui relient notamment les épargnants chinois aux consommateurs américains à travers une suite de preneurs de risques (risque de change, de liquidité, de taux d'intérêt et de crédit)⁷. Plus que cela, le risque est inhérent au système et les instruments financiers mis en place depuis son apparition dans les années 1970 utilisent la spéculation pour parer à ces risques (options, swap, ...) et, ce faisant, ajoutent de nouveaux risques à l'échelle du système lui-même.
- Le surendettement est analysé comme étant la compensation du recul des salaires dans la valeur ajoutée. Une nouvelle répartition de la valeur ajoutée apparaît dans les années 1980 au profit des actionnaires et au détriment des salariés. Une étude réalisée en 2008 par l'OCDE sur quinze pays montre que la part des salaires dans la valeur ajoutée est passée de 67,2 % en 1982 à 57,3 % en 2006 en moyenne, soit un recul de dix points. En France, les chiffres sont plus élevés mais suivent la même évolution, et

⁶ Jean-Philippe Clerc, *La crise des Subprimes*, Génie des Glaciers, 2009.

⁷ Voir notamment Anton Brender, Florence Pisani, *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, 2009

une part croissante de l'EBE est attribuée aux dividendes (voir l'introduction de l'ouvrage, *L'évolution de l'environnement a transformé les métiers de la finance*, § 2.3). Les ménages se sont donc endettés pour compenser ce recul, du fait de la captation par les détenteurs de capitaux des surplus de productivité.

Ces deux éléments expliquent à la fois l'enchevêtrement des acteurs du système et le niveau exceptionnel d'endettement auquel il est parvenu, et de là, l'ampleur sans précédent depuis 1929 de la crise.

2.1.1 Éclatement de la bulle spéculative

L'euphorie immobilière pousse au développement de l'endettement, lequel contribue à l'acquisition d'actifs, ce qui renchérit leur valeur : une bulle spéculative se développe. Elle met en péril l'édifice de financement basé sur la titrisation lorsqu'elle éclate. Deux éléments déclenchants peuvent être identifiés :

- l'arrêt de la hausse du marché immobilier américain fin 2005 puis son retournement en 2006 ;
- le relèvement du taux directeur par la Fed, passés de 1 % à mi-2004 à 5,25 % en juin 2006. Les taux hypothécaires restent encore quelques temps relativement faibles, ce qui fait que l'endettement se poursuit.

Ensuite, la combinaison des éléments déterminants (décalage des effets des prêts dans le temps, titrisation imprudente et opaque, chaînes de risques et interconnexion des places financières) produisent leurs effets.

L'agrégation de différents crédits était supposée réduire le risque de l'ensemble du fait de la diversification. En fait, cette hypothèse ne se vérifie que ces crédits sont indépendants les uns des autres. Or, ils adossés au même collatéral, l'immobilier⁸. Lorsque celui-ci recule, c'est l'ensemble du portefeuille qui recule. Mais à cause de la titrisation, il est très difficile d'avoir une évaluation fiable des pertes encourues, ce qui contribue à ébranler la confiance entre les agents économiques, notamment les banques. À partir de la deuxième moitié de 2007, les évaluations des pertes sont constamment revues à la hausse.

Certains organismes financiers font faillite ou voient leurs comptes se dégrader. La défiance s'installe: ils refusent de se prêter entre eux, ce qui provoque un assèchement des liquidités. Les règles d'octroi de crédit se durcissent. L'économie ralentit.

⁸ Michel Aglietta, Sophie Desalee, *Comprendre la crise du crédit structuré*, la Lettre du CEPII, n° 275, février 2008.

2.1.2 Conséquences économiques

La baisse du prix de l'immobilier et les saisies engendrent celle des dépenses de consommation des ménages. L'effet négatif sur la richesse réduit la capacité d'endettement et de dépenses. Les pertes d'emplois et de revenus apparaissent et se multiplient d'abord dans les secteurs de l'immobilier, du BTP et de la finance.

Les difficultés vont jusqu'à la faillite des organismes financiers impliqués et se propagent de façon systémique du fait des participations en chaîne.

2.1.3 Une action des pouvoirs publics volontariste, mais insuffisante

Les banques centrales injectent des liquidités et baissent leurs taux d'intérêt⁹. Les états lancent des programmes de soutien au secteur bancaire et financier (voir la chronologie). Les sommets internationaux se multiplient à partir de 2009 (Londres, Washington et Pittsburg pour la seule année 2009).

2.1.4 La crise se poursuit

La défiance des banques se traduit par une réaction d'aversion au risque, qui se traduit par la restriction du crédit. Cette restriction aggrave la baisse de la demande, ce qui amplifie le ralentissement déjà observé. L'année 2009 échappe à la déflation mais sera une année de récession dans les pays industrialisés et de relatif recul du commerce international.

L'impact sur les finances publiques est considérable : les déficits et l'endettement se creusent, à la fois par le jeu des stabilisateurs automatiques et par celui des plans de soutien et de relance. Entre 2008 et 2014, la dette publique des pays du G 20 devrait passer de 66 à 84,5 % de leur PIB, d'après les calculs du FMI.

Les conséquences sociales sont particulièrement graves : l'Organisation Internationale du Travail évalue entre 30 et 60 millions le nombre de nouveaux chômeurs sur trois ans (2007-2010) dans le monde, soit une hausse comprise entre 16 % et un tiers. Plus de 50 % ne sont pas indemnisés dans la moitié des pays de l'OCDE, dont les États-Unis. Ailleurs, il n'y a généralement pas de système public d'indemnisation du chômage. Sur les retraites, l'impact peut être plus grave encore, surtout dans les pays où elles sont organisées par capitalisation.

Partout les gouvernements taillent dans les dépenses, notamment sociales, ce qui n'est pas sans poser de problèmes. Ce recul rend d'autant plus insupportable aux populations les bonus qui reprennent dès le printemps 2009 dans les banques.

⁹ Pour les nouveaux instruments de politique monétaire utilisée par exemple par la Fed de façon à approvisionner les établissements financiers, voir le chapitre 20, § 2, « Éléments sur l'environnement économique et institutionnel ».

2.2 Chronologie de la crise

En s'inspirant du découpage présenté par la Banque des Règlements Internationaux (BRI)¹⁰, on peut retenir la chronologie suivante :

2.2.1 Avant mars 2008: prélude à la crise

Deux éléments déclenchent la crise : la hausse des taux directeur par la Fed qui atteignent 5,25 % en juin 2006, alors que les prix de l'immobilier plafonnent puis baissent en 2006, ce qui dévalue les hypothèques.

- Juillet 2007 : les défaillances sur le marché américain des prêts hypothécaires à risques (*subprimes*) se multiplient. L'opacité générée par la titrisation rend incertain la répartition des pertes.
- Défiance sur le marché interbancaire qui se retrouve en état d'illiquidité : les établissements financiers ne se prêtent plus entre eux. Cet assèchement des liquidités pousse les banques centrales à intervenir pour alimenter les établissements financiers et le marché monétaire et restaurer la confiance : injections de liquidités et baisse des taux d'intérêt (en 1929, la réserve fédérale avait augmenté ses taux).
- Entre juillet et décembre 2007, le marché des papiers commerciaux passe de 1 170 Mds \$ à 900 Mds\$ et continue de chuter.
- 12 décembre 2007 : les banques centrales des États-Unis, de l'UE, du Canada et de la Suisse annoncent un plan de 90 Mds \$ de financements à court terme pour les banques.
- 18 décembre 2007 : La BCE injecte 500 Mds \$ dans le système financier. La Banque d'Angleterre adjuge 20 Mds \$ en prêts à trois mois.
- 7 mars 2008 : la Fed offre jusqu'à 200 Mds \$ en prêts à 28 jours aux banques et institutions financières.
- 11 mars 2008 : la Fed offre jusqu'à 200 Mds \$ en titres du Trésor aux banques d'investissement en échange de *Mortgage-Backed Ssecurities*.
- Affaiblissement de la croissance économique mondiale.

2.2.2 Mi-mars 2008 à mi-septembre 2008 : vers la faillite de Lehman Brothers

- La crise de liquidités révèle une crise de solvabilité chez les établissements financiers.
- En mars : rachat de Bear Stearns par JP Morgan. La défiance se généralise.

¹⁰ BRI, 79 ème rapport annuel, Bâle, 2009

- Nouvelles injections de monnaie et réductions de taux. Aux États-Unis, les agences fédérales de crédit hypothécaires (Freddie Mac et Fannie Mae) sont mises sous tutelle début septembre.
- 21 mars 2008 : la BCE offre 24 Mds \$ de prêts pour aider les banques à épurer leur bilan, la Banque d'Angleterre 10 Mds \$.
- Chute des prix du pétrole après août.

2.2.3 15 septembre-fin octobre : détérioration généralisée de la confiance

- 15 septembre : faillite de Lehman Brother, d'où retrait massif des principaux marchés de refinancement. Faillites et opérations de sauvetage d'une ampleur sans précédent se multiplient. aide de 85 Mds \$ à AIG, alors première compagnie d'assurance mondiale (74 millions de clients, 116 000 salariés dans 130 pays dans le monde). Les actifs d'AIG, évalués à 1 050 milliards de dollars en juin 2008, sont apportés en garantie à la banque centrale, le prêt ayant été calqué sur celui consenti pour sauver le constructeur automobile Chrysler dans les années 80¹¹.
- 18 septembre : La Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et les banques centrales du Canada et de la Suisse passent des accords de *swaps* en devises pour 180 Mds \$.
- Poursuite des réductions de taux, garanties sur dépôts par les Etats pour éviter les retraits massifs.
- Les prévisions de croissance sont revues à la baisse.

2.2.4 Fin octobre 2008 à mi-mars 2009 : repli mondial

- Dégradation des indicateurs économiques et anticipations de récession, de baisse des bénéfices des entreprises, crainte de déflation d'où persistance de la volatilité sur les marchés.
- Poursuite des réductions de taux, proches de 0, injections dans le secteur non-bancaire, mesures de relance budgétaire.

2.2.5 Depuis mi-mars 2009 : poursuite atténuée du repli

- Rebondissement limité des cours des actifs, mais dysfonctionnements persistants sur les marchés, accumulation des pertes.
- Consommations et productions sont toujours orientées à la baisse. Récession.
- Le comité de Bâle de la BRI renforce les règles prudentielles pendant l'été.

¹¹ Omar Thiam, *Les conséquences de la crise financière, notamment en Afrique, et les solutions pour en sortir*, 24/10/08, Journal Sud, Dakar.

- Nouvelle réduction des taux dans certains pays. En novembre 2009, les taux des banques centrales sont les suivants : BCE 1 %, Fed 0 %, Banque du Japon env. 0 %, Banque d'Angleterre 0,5 %.
- À noter que dans les économies émergentes, les conséquences et les mesures prises ont été parfois différentes ou décalées, voire atténuées : relèvement des taux dans les deux premières phases puis baisse et injections de liquidités. En phases 4 et 5, nouvelles réductions de taux, accords de swaps entre banques centrales, mesures de relance budgétaire dans certains pays.
- La concertation internationale progresse : G 20 de Londres le 2 avril 2007, G 7 à Washington les 25 et 26 du même mois (ministres des Finances et Gouverneurs des banques centrales), à nouveau G 20 à Pittsburg les 25 et 26 septembre 2009.

3. Conclusion

La crise révèle la fragilité du système financier international (SFI) et les dangers de la déréglementation. L'expérience malheureuse de 1929 a permis d'éviter la répétition des mauvais réflexes (hausse des taux, repli national). L'action des banques centrales et la concertation internationale ont ainsi limité les effets négatifs de la perte de confiance.

Mais l'année 2009 reste marquée par la récession dans les pays développés et la montée du chômage. La légère reprise de 2010 ne devrait pas enrayer le phénomène. Le SFI n'est aménagé que de façon marginale (paradis fiscaux, menaces sur les bonus) et les tentatives d'une régulation plus prudente se heurtent à l'opposition de certains intérêts, tant en Europe qu'aux États-Unis. C'est pourtant les limites d'un système qui sont atteintes, mais la nécessité d'obtenir des accords internationaux rend difficile sa transformation.