

Risques

Les cahiers de l'assurance

● La Mutualité face au défi de la santé

◆ Etienne Caniard

● Études et livres

- ◆ Thomas Julien
- ◆ Gaëlle Le Fol
- ◆ Pierre Martin
- ◆ Pierre Michel
- ◆ Bernard Spitz

● Sports, performances, risques

- ◆ Wladimir Andreff
- ◆ Jean-François Bourg
- ◆ Ronan Coquet
- ◆ Dominique Jacquet
- ◆ Fabien Ohl
- ◆ Jocelyne Pagliano
- ◆ André Renaudin
- ◆ Patrick Vajda
- ◆ Daniel Zajdenweber

● Des risques pays aux dettes souveraines

- ◆ Sélima Baccar
- ◆ Ephraïm Clark
- ◆ François David
- ◆ Louis Habib-Deloncle
- ◆ Alexandra Dimitrijevic
- ◆ Carol Sirou
- ◆ Christian Schmidt
- ◆ Jean-Louis Terrier



Comit  ditorial



Jean-Hervé Lorenzi
Directeur de la rédaction

Francois-Xavier Albouy et Robert Leblanc
Société

Pierre Bollon
  tudes et livres

Gilles Bénéplanc et Daniel Zajdenweber
Risques et solutions

Arnaud Chneiweiss et Philippe Trainar
Analyses et débats

François Ewald

Jean-François Lequoy

Joëlle Rolland
Secrétaire de rédaction

Comit  scientifique



David Alary, Philippe Askenazy, Luc Arrondel, Jean Berthon,
Michel Bisch, Jean-François Boulter, Marc Bruschi, Philippe Casson,
Pierre-André Chiappori, Michèle Cohen, Georges Dionne,
Patrice Duran, Georges Durry, Louis Eeckhoudt, Didier Folus, Pierre-Yves Geoffard, Claude Gilbert,
Christian Gollier, Jean-Pierre Grimaud, Marc Guillaume, Bernard Guillochon, Pierre-Cyrille Hautcoeur,
Sylvie Hennion-Moreau, Dominique Henri  t, Christian Hess, Vincent Heuzé, Jean-Pierre Indjehagopian,
Pierre Jacquet, Gilles Johanet, Ely  s Jouini, Jérôme Kullmann, Dominique de La Garanderie,
Pierre-Marie Larnac, Daniel Laurent, Hervé Le Borgne, Claude Le Pen,
Laurent Leveneur, Olivier Mareuse, Pierre Martin, André Masson, Luc Mayaux, François Meunier,
Jean-Christophe Meyfredi, Erwann Michel-Kerjan, Alain Moeglin, Marie-Christine Monsallier-Saint-Mleux,
Stéphane Mottet, Michel Mougeot, Bertrand Munier, Yves Negro, Carlos Pardo, Jacques Pelletan,
Pierre Pestieau, Pierre Petauton, Pierre Picard, Manuel Plisson, Pierre-Charles Pradier, Jean-Claude Prager,
André Renaudin, Christophe Roux-Dufort, Christian Schmidt, Côme Segretain,
Olivier Sorba, Didier Sornette, Charles Tapiero, Patrick Thourot, Alain Trognon,
François de Varenne, Nicolas Véron, Jean-Luc Wybo

Sommaire - n° 88 -

1. *Société* La Mutualité face au défi de la santé

Entretien avec

Etienne Caniard, <i>Président de la Mutualité Française</i>	9
---	---

2. *Risques et solutions* Sports, performances, risques

Gilles Bénéplanc, <i>Introduction</i>	19
Wladimir Andreff, <i>Les risques financiers de la glorieuse incertitude du sport</i>	21
Daniel Zajdenweber, <i>L'effet coupe du monde</i>	28
Dominique Jacquet et Jocelyne Pagliano, <i>La formation d'un joueur valorisée comme une option réelle ?</i>	33
Jean-François Bourg, <i>Dopage et risques : homo oeconomicus ou homo sportivus ?</i>	39
Ronan Coquet et Fabien Ohl, <i>Bodybuilding et normalisation des risques</i>	46
Patrick Vajda, « <i>Gouverner c'est prévoir</i> »... y compris dans les grands événements sportifs internationaux	53
André Renaudin, <i>Le sponsoring sportif, un outil original</i>	60

3. *Analyses et débats* Des risques pays aux dettes souveraines

François-Xavier Albouy, <i>Introduction</i>	65
Christian Schmidt, <i>Le risque Pays à l'aune de la crise des dettes souveraines européennes</i>	67
François David, <i>Le risque pays au miroir des crises</i>	70
Louis Habib-Deloncle, <i>Crise et risque pays</i>	76
Jean-Louis Terrier, <i>Crédibiliser de nouveau le risque souverain</i>	84
Ephraïm Clark et Sélima Bacchar, <i>Une modélisation assurancielle du risque de défaut souverain</i>	94
Alexandra Dimitrijevic et Carol Sirou, <i>Risque de défaut souverain vs Risque pays vu par Standard & Poor's</i>	100

4. *Etudes et livres*

Thomas Julien, <i>La Social Security aux États-Unis : pas de réforme à l'horizon</i>	111
Pierre Martin, <i>Le risque pays et les jeux de l'échange</i>	119
Pierre Michel, <i>Les assureurs face au défi existentiel du risque acceptable</i>	123
Bernard Spitz, <i>Le rôle de l'assurance dans l'économie du désendettement ou « Le monde selon Kojève »</i>	129

Actualité de la Fondation du risque

Gaëlle Le Fol, <i>Développement de la Gestion Quantitative</i>	141
--	-----

Éditorial

Jamais fin d'année ne fut marquée, comme celle-ci, par autant d'incertitudes nées d'abord de la dégradation, au début du mois d'août, de la note de la dette souveraine américaine. Ceci a définitivement créé un trouble sur les obligations d'État, tout simplement parce que nul ne peut raisonnablement imaginer que les dettes publiques de la première puissance du monde ne soient pas remboursées.

L'incertitude pèse également sur la conjoncture économique car personne, là aussi, n'a imaginé un ralentissement de la croissance aussi brutal. C'est cela qui rend l'année 2012 si inquiétante.

Enfin, la crise européenne a souligné de manière quasi caricaturale la difficulté de nos pouvoirs publics à se protéger des chocs actuels et à bâtir des solutions novatrices et pérennes. C'est dire si cette concentration de difficultés renforce le besoin absolu que nous avons de rigueur, de méthode, d'acceptation des ruptures et de capacité à imaginer des équilibres mondiaux nouveaux.

Ce numéro de *Risques* tente d'apporter aux lecteurs un regard adapté à cette conjoncture si surprenante. L'interview d'Étienne Caniard, président de la Fédération nationale de la mutualité française, est au cœur des réflexions que nos sociétés doivent avoir sur l'évolution de nos systèmes de protection sociale. Il nous confie avec une très grande liberté de ton sa vision de ce que pourrait être le rôle des mutuelles dans le développement, la gestion et la régulation des systèmes de santé. Sans nul doute, la croissance des dépenses de retraite et de santé sera au centre des débats des mois à venir, tout simplement parce qu'elles sont la traduction du vieillissement de notre société.

De la même façon, nous avons l'habitude d'évoquer les risques pays. Ce type d'analyse accompagnait les décisions de financement public et privé depuis des décennies. Aujourd'hui, comme l'exprime joliment Jean Pisani-Ferry, nous assistons « au réveil des démons » ⁽¹⁾, et les dettes souveraines sont l'objet de toutes de nos angoisses, de manière peut-être quelque peu exagérée. Dans ce champ de réflexion, les assureurs, momentanément protégés, se retrouvent désormais en première ligne.

Enfin, nous avons souhaité évoquer un thème plus souriant, car plus proche de nos loisirs : celui du sport, plus particulièrement du sport de haut niveau, et des conditions de protection que peut lui fournir l'assurance. Les articles consacrés à ce sujet si original ne manquent pas de surprendre.

Ce numéro est donc plongé dans la réalité d'une société soumise à de nombreux chocs, à de multiples transformations, mais, espérons-le, promise à un nouvel avenir.

Jean-Hervé Lorenzi

Note

1. Le réveil des démons, la crise de l'euro et comment nous en sortir, *Jean Pisani-Ferry, Fayard, 2011*

1.

La Mutualité face au défi de la santé



■ Etienne Caniard

Président de la Mutualité Française

Etienne Caniard

Président de la Mutualité Française

Entretien réalisé par Jean-Hervé Lorenzi, Gilles Bénéplanc et Daniel Zajdenweber

Risques : Quels sont les grands sujets auxquels votre maison s'intéresse aujourd'hui, quel est votre agenda ?

Étienne Caniard : Les sujets nous sont imposés par la réalité. Le poids de plus en plus grand des complémentaires santé dans la prise en charge des dépenses de santé oblige à réfléchir sur la façon dont elles interviennent : cette intervention risque-t-elle de déliter peu à peu les règles de solidarité ? Faut-il réguler le marché des complémentaires ? La question majeure est ainsi celle de leur place dans l'organisation de la protection sociale. C'est un sujet qui, économiquement, a émergé depuis longtemps mais qui politiquement commence tout juste à être posé. Notre approche en la matière tient à la place spécifique de la Mutualité par rapport aux autres acteurs de la complémentaire santé. D'une part, la santé représente 80 à 90 % de l'activité de nos mutuelles. D'autre part, celles-ci gèrent près de 2 500 services et établissements sanitaires, sociaux et médico-sociaux. Ce qui confère à la Mutualité non seulement un regard d'assureur mais aussi celui d'un acteur de santé.

Risques : Quelle est la problématique qui se pose, comment analysez-vous les interrogations autour des complémentaires santé ? Et comment voyez-vous leur évolution, à la fois au sein du mouvement mutualiste mais aussi par rapport aux autres acteurs – institutions de prévoyance et assureurs ?

Étienne Caniard : Plusieurs éléments sont à considérer. Le premier est d'observer que la voie de la facilité pour un assureur santé, afin d'améliorer sa rentabilité, c'est

de sélectionner le risque. Les segmentations par âge, par catégorie socioprofessionnelle, par lieu de vie, voire selon les comportements ou situations personnelles sont des éléments qui, sous couvert de « produits adaptés aux besoins », décrivent des risques et incitent à l'autosélection. Ce développement de la segmentation limite la mutualisation et va inévitablement amplifier les poches d'exclusion pour des populations qui se trouvent porteuses d'un risque plus lourd. D'autant que ces populations connaissent souvent une situation économique moins confortable – je pense évidemment aux personnes âgées ou aux jeunes pour qui l'insertion dans la vie professionnelle est si difficile. La question principale est finalement très simple : peut-on réguler le marché des complémentaires, pour les mettre en position d'avoir davantage intérêt à gérer des risques collectifs plutôt qu'à sélectionner des personnes ? C'est-à-dire jouer réellement un rôle dans la régulation du système de soins, dans la contractualisation avec les professionnels de santé, dans l'organisation des parcours de soins. À défaut, on évoluera vers un système dual dans lequel le régime obligatoire développera des filets de sécurité pour les populations exclues, tandis que l'assurance complémentaire ne concernera que les populations plus favorisées. Si l'on s'accorde sur le fait que les régimes obligatoires ne vont pas pouvoir faire face à l'ensemble des dépenses de santé, il faut organiser l'intervention des complémentaires, forcément plus importante, plus déterminante dans l'accès aux soins. Certains avancent qu'aujourd'hui les complémentaires n'organisent pas une mutualisation suffisamment large ; il faut donc augmenter les remboursements des régimes obligatoires. Même si cela semble souhaitable, cela demeure probablement un vœu pieux compte tenu du poids de la dette (136 milliards d'euros avant les prochains versements à la Cades), des déficits

qui perdurent à des niveaux considérables et d'un phénomène qui s'amplifie depuis quelques années : le décrochage entre les tarifs de remboursement de la Sécurité sociale et les prix réellement observés sur le marché (dépassements d'honoraires, optique, dentaire...).

Risques : Lorsque vous parlez des complémentaires, faites-vous une distinction entre la complémentaire individuelle et la complémentaire entreprise, ou est-ce que c'est à peu près la même chose ?

Étienne Caniard : Les contrats collectifs ont joué un rôle absolument majeur dans l'accès à la complémentaire de la population française. Pour autant, on constate les limites des règles actuelles. L'aide aux contrats collectifs obligatoires est relativement importante : 50 % de contribution des employeurs en moyenne et, selon la Cour des comptes, 4,3 milliards d'euros d'aides indirectes (exonérations de cotisations sociales et déductibilité de l'impôt sur le revenu des bénéficiaires), aides qu'il ne s'agit pas de remettre en cause dans leur principe, mais qui devraient correspondre à des contreparties réelles. Par ailleurs, la précarisation des parcours professionnels, les situations de rupture de plus en plus fréquentes sont sources de difficultés supplémentaires. Une grande partie des 6 % de Français qui n'ont pas de complémentaire est en situation de précarité, heureusement souvent transitoire, liée à la perte d'emploi, à des ruptures de contrats, etc. Ce sont à ces situations qu'il faut apporter des solutions, notamment en utilisant le levier des aides aux contrats collectifs pour sécuriser la couverture des complémentaires au cours des parcours professionnels, par la création d'un fonds de mutualisation par exemple. Un second sujet plus difficile à régler est celui de la continuité de la couverture à la cessation de l'activité. Les dispositions de la loi Évin sont désormais largement insuffisantes. Offrir un contrat dont la hausse du coût est limitée à 50 %, c'est très bien en effet d'affichage ; mais lorsque l'on prend en compte les divers mécanismes d'exonérations évoqués plus haut, le passage à la retraite se traduit de fait par une multiplication par 4 ou 5 du coût effectif du contrat. La question centrale est

donc bien celle de la régulation du marché des complémentaires, pour les contrats collectifs comme les contrats individuels, à la réserve près qu'il n'existe pas d'aide pour les contrats individuels. La situation d'aujourd'hui n'est pas satisfaisante, avec d'une part une taxation excessive qui renchérit le coût des contrats complémentaires et rend leur accès plus difficile ; et d'autre part des aides qui n'empêchent pas des ruptures préjudiciables à la continuité de la prise en charge.

Risques : Concernant cette taxation, pensez-vous que cela peut encore changer ou que c'est inexorable ?

Étienne Caniard : Une situation à la fois injuste et inefficace économiquement n'est jamais inexorable. Prenons le temps de regarder ce qui s'est passé depuis 2009 : il y a d'abord eu l'augmentation de la taxe de la CMUC (3,4 % en 2009), puis les deux augmentations successives de la TSCA (3,5 % l'an dernier et 3,5 % cette année) ; auxquelles il faut ajouter l'entrée en fiscalité, au 1er janvier 2012, des mutuelles.

Premier sujet : le financement de la CMUC avec, en arrière-plan, une conception de l'organisation de la protection sociale qui nous semble inadaptée. La couverture maladie universelle complémentaire est une politique de solidarité nationale. Elle permet un accès effectif aux couvertures complémentaires santé de populations en situation économique particulièrement fragile. Or tout son financement pèse aujourd'hui sur les acteurs du secteur. Pourquoi ne pas mieux organiser ce secteur afin qu'il couvre naturellement ces personnes plutôt que de taxer les contrats pour financer ce dispositif gratuit, avec tous les effets de seuil ainsi créés ? D'autant qu'en taxant de façon importante les complémentaires pour financer la CMUC, on renchérit leur coût et on crée une trappe à exclusion ; laquelle, à terme, augmente le coût de la CMUC et les besoins de financement ! C'est un premier problème, je préférerais pour ma part que les opérateurs s'organisent pour améliorer l'accès aux complémentaires plutôt que de financer un filet de sécurité largement mis en œuvre par l'assurance maladie... qui devient un opérateur de la

complémentaire santé financé par les mutuelles, institutions de prévoyance et assureurs !

Deuxième sujet, la taxe sur les conventions d'assurance. Depuis trois ans, 10,4 % de taxations nouvelles pèsent sur ce secteur (3,4 % et deux fois 3,5 %), qui doit déjà faire face aux désengagements de l'assurance maladie. C'est un choc d'une brutalité et d'une violence que peu de secteurs ont eu à subir dans un laps de temps aussi court. Au-delà des conséquences économiques de cette taxation sur le coût des contrats et donc sa répercussion sur les assurés et sur les adhérents, cette décision a eu un autre effet : l'abandon par les pouvoirs publics du seul outil de régulation du marché des complémentaires dont ils disposaient. En faisant passer l'écart de taxation entre les contrats « solidaires et responsables » et les autres de 7 % à 2 %, on se prive des outils d'incitation pour favoriser les contrats « vertueux ». Le différentiel est tellement faible que l'on peut craindre qu'un certain nombre d'acteurs préfèrent payer 2 % de plus plutôt que d'accepter les contraintes imposées. Se priver d'un tel outil est une erreur majeure. Aujourd'hui, chacun s'accorde à reconnaître que le bénéfice d'une couverture complémentaire est indispensable pour l'accès aux soins. Au lieu de décider d'organiser l'accès aux complémentaires pour renforcer leur efficacité, on désorganise le marché en supprimant tous les outils de pilotage.

Troisième sujet, l'entrée en fiscalité, sur lequel je serai moins sévère. D'abord, parce qu'il s'agit d'une injonction européenne : en effet, l'exonération des mutuelles de certains impôts (IS, CET) a été qualifiée d'aide d'État, il fallait donc trouver une solution. Sur ce point, la négociation avec le ministère de Budget a eu lieu, dans une précipitation qui aurait pu être évitée. Cette négociation a néanmoins permis une entrée progressive en fiscalité afin d'étaler le choc économique et de limiter les impacts tarifaires. Des problèmes subsistent cependant puisque c'est l'équité de traitement fiscal qui a justifié l'imposition, alors que demeure une distorsion pour répondre aux besoins en fonds propres. Puisque les mutuelles par nature ne peuvent faire appel au marché, il faut

trouver des mécanismes de constitution de fonds propres. De la même façon, il convenait de trouver une méthode de valorisation des actifs dans les bilans d'entrée qui tiennent compte des conditions actuelles des marchés financiers pour éviter la comptabilisation de plus-values « artificielles ». C'est aujourd'hui chose faite. Ce dossier a été traité en tenant compte des particularités des organismes et des conditions de marché.

Risques : Vous avez exprimé à plusieurs reprises l'idée que ce marché des complémentaires avait besoin d'une régulation plus adaptée. Où et comment une telle régulation pourrait-elle être mise en place ? Il y a tellement de voix divergentes qu'on ne voit pas où ce sujet pourrait être discuté.

Étienne Caniard : Il est très difficile de trouver le lieu d'élaboration, sinon d'un consensus du moins d'un socle de propositions partagées, notamment parce que les enjeux ne sont pas les mêmes pour tous ! La complémentaire santé des assureurs représente 5 % de leur chiffre d'affaires, alors que pour les mutuelles cette activité représente 80 à 90 %, dont plus de 75 % en individuel ; l'activité des mutuelles est également importante en couverture collective, aussi importante que celle des IP chez qui les contrats d'entreprise représentent 75 à 80 % des chiffres d'affaires. Ces positionnements très spécifiques ont des raisons historiques mais ils correspondent aussi à des choix de développement. L'appétence pour la régulation dépend évidemment de ces choix et de ces positionnements.

La Mutualité demande une régulation du marché, pour des raisons d'intérêt général, mais aussi parce qu'elle est l'acteur qui a le moins de chemin à parcourir pour répondre à des contraintes d'intérêt collectif. La Mutualité, dans ses portefeuilles, couvre plus largement des personnes à revenus modestes et une population plus âgée. Leur « code génétique » conduit les mutuelles à faire de l'accès aux soins leur première préoccupation, il ne s'agit pas pour elles de vendre de l'assurance à tout prix. La segmentation, les offres low cost créent des poches d'exclusion tout en

constituant un désavantage concurrentiel pour les acteurs qui garantissent les droits des populations plus fragiles ou plus malades... ce qui est pourtant indispensable. L'engagement social des mutuelles rejoint donc l'intérêt général. Pour réguler le marché, on peut imaginer des mécanismes dans des registres très différents, par exemple limiter les écarts de tarifs en fonction de l'âge, comme cela se pratique dans la fonction publique, par des procédures de refinancement. On peut également étudier les systèmes de péréquation. Il en existe aux Pays-Bas (aussi en Irlande) dans des contextes différents puisque les assureurs sont en concurrence directe au premier euro. La Mutualité ne s'inscrit pas dans de tels modèles mais l'étude de ces mécanismes peut fournir des enseignements précieux. Par ailleurs, la régulation ne concerne pas que la concurrence ; elle doit prendre en compte la complémentarité avec les régimes de base ; une bonne couverture complémentaire des populations vieillissantes est une condition nécessaire à toute évolution de la prise en charge des affections de longue durée (ALD). Ainsi, seuls des mécanismes renforçant la mutualisation permettront de sortir de l'évolution actuelle, du cercle vicieux qui conduit les régimes obligatoires à d'autant plus « réassurer » les complémentaires que ceux-ci sont moins solidaires.

Un troisième exemple concerne la sécurisation de l'accès aux complémentaires à travers les parcours professionnels avec l'éventuelle création d'un fonds de mutualisation qui pourrait permettre d'aller plus loin que les dispositifs actuels pour couvrir les populations en rupture de parcours professionnel.

Sur de nombreux sujets il est possible de progresser. Certes les intérêts des différents acteurs ne sont pas spontanément convergents, et il serait illusoire d'imaginer l'éclosion d'un consensus spontané au sein de l'Unocam (Union nationale des organismes complémentaires d'assurance maladie). L'Unocam n'a d'ailleurs pas été créée dans ce but, mais pour permettre aux acteurs de l'assurance complémentaire de travailler ensemble lorsqu'ils ont des réponses communes à avancer. Si l'Unocam existe, c'est bien parce que ses composantes sont différentes. Ces

différences existent, elles doivent être respectées. Mais, à un moment où chacun s'accorde à reconnaître, dans la prise en charge des besoins de santé, un rôle croissant aux complémentaires, la question de leur mode d'intervention, de leur responsabilité dans le renforcement ou l'affaiblissement des règles de solidarité doit être posée.

Risques : On entre dans un débat public. Vous représentez 38 millions de citoyens (18 millions de personnes protégées et 38 millions de bénéficiaires). À votre avis, dans la discussion sur la protection sociale en France, quel rôle va jouer la Mutualité française ?

Étienne Caniard : Avant tout, il faut arriver à réintroduire la santé dans les débats et en faire un sujet politique, qu'il s'agisse du rôle des complémentaires santé, de la diffusion de l'innovation, de l'avenir de la médecine et de la prévention. La Mutualité organise actuellement des conférences-débats en régions qui ont pour objectif d'ouvrir le débat sur l'avenir du système de santé et de l'inscrire dans le calendrier électoral de 2012. Elle défend le « droit à la complémentaire santé solidaire pour tous », élément indispensable à l'accès aux soins. Nous avons organisé, fin novembre 2011, un rassemblement de plus de 2 000 personnes à Lyon où, pour la première fois, les secrétaires généraux des principaux syndicats (François Chérèque, Bernard Thibault...) ont débattu, non seulement de la protection sociale obligatoire, mais aussi de la place des complémentaires dans la protection sociale. C'est un changement important parce qu'il était jusqu'alors difficile d'aborder ce thème avec les organisations syndicales. Elles avaient tendance à penser que traiter un tel sujet était une sorte de renoncement aux principes fondateurs de 1945. Cet écueil est dépassé, chacun a compris que la Mutualité demeure un défenseur intraitable du socle que doit constituer l'assurance maladie obligatoire mais qu'il fallait aussi ouvrir le débat sur la régulation de l'offre de soins par les complémentaires. Les conventions médicales nationales n'ont finalement eu que peu d'effets sur la structuration de l'offre de soins depuis trente ans. Les conventions médicales ont été essentiellement le lieu des négociations de

revenu des professionnels de santé. L'impact des modes d'allocation de ressources a été négligé. Il faut aujourd'hui coller davantage à la réalité du terrain. C'est une des raisons de la création des ARS (Agences régionales de santé). On n'a pourtant pas été au bout de la démarche, notamment du fait des affrontements entre l'assurance maladie et les ARS à propos du transfert d'une partie des missions de régulation aux ARS. L'assurance maladie a du mal à partager son pouvoir, qu'il s'agisse de la régulation, de l'accès aux données de santé, des systèmes d'information. Nous pensons que les complémentaires doivent jouer un rôle majeur dans la régulation des dépassements d'honoraires. Ceux-ci se sont à la fois banalisés et ont considérablement augmenté. Ce phénomène génère des problèmes d'accès aux soins voire de renoncement aux soins de plus en plus courants. Les études de l'Irdes le montrent, la Drees a mis en évidence des taux de renoncement aux soins de l'ordre de 15 à 20 %. Par ailleurs, les baromètres d'AG2R-La Mondiale et d'Europ Assistance indiquent une très forte augmentation du taux de renoncement aux soins ou de soins différés, ainsi qu'une accentuation de l'écart de renoncement entre la France et les pays voisins. Pour limiter le renoncement aux soins il faut agir sur deux leviers, avoir une bonne complémentaire santé et des tarifs opposables.

Risques : Lorsque vous dites que les complémentaires auront un rôle de plus en plus important, cela signifie-t-il qu'elles interviendront dans la gestion du système de santé ?

Étienne Caniard : Tout à fait. L'enjeu majeur est leur place dans la gestion du système de santé, leur rôle dans la régulation, plus que leur poids économique dans les remboursements. Si les complémentaires veulent jouer leur rôle demain, il faut aussi qu'elles prennent leur part dans le suivi du parcours de soins – par exemple dans les pathologies chroniques qui sont aujourd'hui davantage prises en charge par le régime obligatoire. Ces changements ne sont donc pas seulement des changements quantitatifs mais également des modifications dans la nature de la dépense prise en charge. Elles permettront aux

mutuelles de jouer ce rôle en matière d'organisation des soins, d'orientation, de conseil aux patients, d'éducation thérapeutique, de contractualisation des professionnels de santé. Aujourd'hui, la réponse est souvent trop médicale, faute d'autres réponses. Il faut à la fois mieux comprendre les besoins exprimés et permettre, dans la mesure du possible, la réappropriation de la gestion de leur santé par les personnes malades. Ceci n'est pas applicable à toutes les populations, notamment celles aux marges de l'exclusion. Il faut donc, parallèlement aux mesures qui permettront aux patients de mieux gérer leur santé, savoir aller vers ceux qui ne sont pas en situation d'avoir recours aux dispositifs existants. Nous avons un exemple sous les yeux : l'aide à la complémentaire santé, qui n'a jamais touché la totalité de la population qui aurait pu y prétendre, loin s'en faut ! Parce que les difficultés administratives sont trop importantes, le choix difficile, l'offre parfois inadaptée, l'aide insuffisante. Ce sont des sujets importants. Lors de la mise en place de la CMU, les mutuelles voulaient jouer un rôle d'accompagnement qui leur a été refusé par le gouvernement de l'époque qui pensait que les régimes obligatoires étaient plus à même de le faire. Il me semble pourtant possible d'utiliser l'atout que constitue pour les mutuelles leur implantation territoriale, leur expérience de terrain, pour mieux organiser des prises en charge adaptées. La Mutualité développe de nombreux services à la personne – pour les personnes âgées, les personnes dépendantes, les personnes exclues ; elle peut aussi mettre à profit cette expérience, cette légitimité pour offrir des prestations mieux adaptées à ces populations en butte à de nombreuses difficultés. La séparation est encore trop forte entre notre rôle de mouvement social, d'inventeur de solutions dans les territoires, et notre rôle d'assureur. C'est aussi un des défis qu'il nous faut relever.

Risques : La FNMF va-t-elle poursuivre le développement d'activités directes de santé, comme l'Institut mutualiste Montsouris ?

Étienne Caniard : La FNMF n'a pas vocation à gérer directement. Elle n'est d'ailleurs pas le gestionnaire de l'IMM, c'est la mutualité fonction publique qui

assume aujourd'hui cette responsabilité. Tout ce qui peut être géré par les mutuelles doit être géré par les mutuelles. Depuis dix ans, le mouvement mutualiste s'est considérablement transformé, il s'est beaucoup concentré. On dit souvent que le nombre de mutuelles diminue de façon spectaculaire. Le plus spectaculaire n'est pourtant pas le bas de la pyramide, c'est le haut, c'est-à-dire ce que représentent les dix premières mutuelles. Les 10 premières représentent 44 % des effectifs totaux des mutuelles. Les deux grands groupes en constitution, Istya et Harmonie, couvriront plus de 30 % des adhérents de la Mutualité dans deux ans.

Risques : Cela ne pose-t-il pas de problème à la FNMF ?

Étienne Caniard : Ce sont les problèmes normaux d'une fédération qui doit s'adapter aux évolutions, notamment de concentration et structuration, du mouvement qu'elle fédère, en accompagnant et en répondant aux besoins – sans oublier pour autant les besoins des structures moins importantes. Il faut sans cesse adapter l'organisation et les compétences de la fédération à cette donne nouvelle. C'est une mutation qui se passe bien parce qu'elle est progressive.

Jean-Hervé Lorenzi : J'ai le même sentiment sur la FNMF. J'ai toujours été très impressionné par les qualités du mouvement mutualiste. Istya représente une vision de la société française très active, moderne. Je suis convaincu que la FNMF, dans la réorganisation de la protection sociale, occupe une place majeure. La bonne manière, c'est quand même celle de la santé ; il n'y a pas d'équivalent sur les problèmes de retraite.

Risques : Une question connexe à la santé est celle de la prévoyance. Lorsqu'on regarde les autres pays, souvent ce sont à peu près les mêmes acteurs qui font la prévoyance et la santé. Quelle est la position du mouvement mutualiste pour la partie prévoyance ?

Étienne Caniard : Il ne doit pas y avoir de frontière étanche entre santé et prévoyance. Prenons l'exemple de la dépendance. L'articulation

santé-prévoyance est majeure, pour plusieurs raisons. D'abord parce que 60 % des dépenses de dépendance sont couvertes aujourd'hui par l'assurance maladie.

Ensuite, la prévention de la perte d'autonomie, pour laquelle le « retour sur investissement » est infiniment plus rapide que dans la prévention classique, s'appuie bien souvent sur la qualité de la prise en charge sanitaire des populations fragiles. Par exemple, les déficits sensoriels sont souvent à l'origine de la perte d'autonomie. Nous avons développé, avec la Fisaf (Fédération nationale pour l'insertion des personnes sourdes et des personnes aveugles en France) des centres de détection, de repérage et de prévention des troubles sensoriels. Ces centres permettent de faire un bilan, de proposer des solutions, un suivi, une adaptation du domicile. C'est ainsi qu'il est possible de reculer l'entrée en dépendance, d'en réduire donc considérablement la durée. Ce sont des actions simples, concrètes. Elles sont la première réponse à la perte d'autonomie, à la fois bien sûr en termes de qualité de vie des personnes concernées, mais aussi sur un plan économique. De telles actions doivent être complétées par le développement de réponses adaptées aux différentes étapes de la perte d'autonomie et, bien sûr, d'outils de solvabilisation. Les liens entre santé et prévoyance sont donc de différente nature, mais leur articulation est indispensable.

La prévoyance n'est pas le domaine dans lequel la mutualité est la plus présente mais il est essentiel pour nous. Comme pour tous les acteurs de la complémentaire santé, les frontières juridiques traditionnelles s'estompent : les mutuelles d'IP couvrent aujourd'hui 8 % des effectifs totaux. Il faut aujourd'hui à la fois adapter notre savoir-faire aux nouveaux enjeux, acquérir de nouvelles compétences et développer une politique de partenariat qui préserve l'indépendance de nos métiers, la maîtrise des relations directes avec les adhérents et prépare l'avenir. Pour autant, nous devons développer des outils et des partenariats innovants et adaptés. La dépendance est ainsi un sujet passionnant, au confluent non seulement d'actions différentes, mais d'acteurs différents. La Mutualité,

qui a depuis longtemps contracté avec les collectivités territoriales et les financeurs, peut apporter des réponses concrètes ; elle a sur le terrain, je le constate, une longueur d'avance. Avant de résoudre les questions de financement, le premier problème de la dépendance est d'apporter des réponses concrètes, d'organiser les services et les parcours. Même si individuellement les difficultés face au financement de la perte d'autonomie peuvent être importantes pour les ménages, tous se heurtent aux difficultés d'organisation.

Risques : Une question autour de Solvabilité II ?

Étienne Caniard : Le principal enjeu est, à un an de l'entrée en vigueur, de dissiper les zones d'incertitude. Aujourd'hui, pour un acteur économique quel qu'il soit, la pire des situations c'est l'absence de visibilité à moyen terme : elle rend difficile la définition d'orientations stratégiques qui ne soient pas bousculées par des changements de règle du jeu permanents. C'est ce qui nous est arrivé avec les taxations à répétition subies ces dernières années, c'est en partie le cas pour Solvabilité II. Des interrogations demeurent sur la mise en œuvre, par exemple, du principe de spécialisation. Comme tous les acteurs économiques, nous avons besoin de stabilité, de visibilité.

Risques : Vous avez Istya, la FNMF traditionnelle. Vous avez Harmonie, c'est déjà plus compliqué. Vous

avez cité la Macif. Vous avez tout le Gema avec des filiales qui viennent dans la FNMF. Vous avez à gérer tout cet ensemble. Vous n'avez pas les assureurs, ils n'ont pas réussi à avoir des filiales à la FNMF ?

Étienne Caniard : Leur statut ne le leur permet pas, mais les mécanismes de réassurance transcendent parfois ces frontières.

Risques : Est-ce difficile à gérer ?

Étienne Caniard : Non, c'est passionnant. Cela donne beaucoup plus de leviers d'action, même si parfois les outils juridiques du code de la Mutualité sont limitants. Nous avons à réfléchir, comme toute l'économie sociale, sur l'adaptation de nos outils juridiques aux évolutions économiques, sur les bons vecteurs pour porter les partenariats.

La Mutualité française est de plus en plus un acteur global de santé qui prend place dans le débat public sur les questions de santé. Pour la Mutualité, assumer ce rôle permet de s'enrichir des positions des autres. Les métiers que nous exerçons et une vision partagée de la protection sociale sont aussi des critères sur lesquels les regroupements s'organisent au sein de la Mutualité, la place grandissante des mutuelles d'IP ou du Gema en témoigne. C'est indispensable pour avancer ensemble sur les enjeux de la complémentaire santé.

2.

Sports, performances, risques

■ Gilles Bénéplanc
Introduction

■ Wladimir Andreff
Les risques financiers de la glorieuse incertitude du sport

■ Daniel Zajdenweber
L'effet coupe du monde

■ Dominique Jacquet et Jocelyne Pagliano
La formation d'un joueur valorisée comme une option réelle ?

■ Jean-François Bourg
Dopage et risques : homo oeconomicus ou homo sportivus ?

■ Ronan Coquet et Fabien Ohl
Bodybuilding et normalisation des risques

■ Patrick Vajda
« Gouverner c'est prévoir »... y compris dans les grands événements sportifs internationaux

■ André Renaudin
Le sponsoring sportif, un outil original

INTRODUCTION

Gilles Bénéplanc

Depuis l'Antiquité, la pratique des sports professionnels a toujours tenu une place fondamentale dans l'organisation des sociétés. Pourtant, les dernières décennies ont vu une formidable explosion de la dimension financière de ces activités : salaires de sportifs, droits de retransmission, couverture des médias ont tous subi une inflation extraordinaire. C'est dans ce contexte mouvant que la revue *Risques* a choisi d'analyser les différentes facettes de l'économie du sport : risques financiers liés au sport, rapport entre performance et gestion des risques, dopage.

Les activités liées au sport professionnel sont par nature parmi les plus risquées : risque physique, risque économique, risque de dégradation de la santé par des pratiques déviantes ; cette exposition aux risques tient compte autant de l'intensité des sports que de leur nombre. Dans ces activités, le risque financier est intimement lié au caractère aléatoire du résultat sportif qui n'est que peu gérable mais qui constitue la principale raison de l'intérêt du public. Sur la performance elle-même, nous noterons que les performances sportives exceptionnelles ne peuvent exister sans une prise de risque extrême (les compétitions automobiles ou le ski en sont une parfaite illustration). Enfin, le comportement des acteurs (sportifs, familles de sportifs, entraîneurs) face au risque peut laisser l'observateur perplexe : certaines prises de risques (pouvant engendrer des accidents avec pour conséquence des dégradations durables de la santé) sont en effet difficilement explicables par

une approche rationnelle. L'*homo sportivus* semble soumis à une logique qui lui est propre et qui correspond à un système de valeurs façonné par son milieu et par une quête de l'estime de soi.

Les deux articles qui ouvrent cette rubrique analysent les risques financiers créés par ce qu'on appelle communément la « glorieuse incertitude du sport », c'est-à-dire par le caractère aléatoire du résultat sportif. *Wladimir Andreff* fait le constat que c'est précisément l'incertitude du résultat sportif qui explique l'intérêt du public et des médias et, par voie de conséquence, l'apport de financement important ; puis il examine comment ces risques financiers sont gérés – parfois partiellement ou de façon imparfaite – par les sportifs, les clubs et les ligues sportives. Dans le second article, *Daniel Zajdenweber* s'appuie sur le déroulé de deux coupes du monde et sur un modèle probabiliste pour montrer comment évolue la valeur marchande des sportifs et des équipes au cours d'une compétition. Il explique ainsi comment l'espoir de gain, qui est fortement croissant en cas de succès répétés, incite les sportifs à accepter les risques inhérents à la pratique du sport professionnel.

Dominique Jacquet et *Jocelyne Pagliano* montrent comment la formation d'un joueur de football peut s'apparenter au déroulement d'un projet de recherche & développement. Cette comparaison est riche d'enseignement, même si les auteurs sont confrontés à la difficulté de mettre en place des méthodes d'évaluation robustes et explicatives.

Deux articles traitent du dopage sportif et des questions qu'il pose. Dans un premier temps, **Jean-François Bourg** analyse le sujet sous deux angles complémentaires. D'une part, les conduites dopantes s'expliquent par une approche économique classique qui consiste à comparer les bénéfices obtenus par le dopage (gains financiers, notoriété) et les risques encourus (coût du dopage, sanctions, risques pour la santé). Mais cet article montre d'autre part que les comportements de l'*homo sportivus* ne peuvent s'expliquer qu'en prenant également en compte des aspects immatériels liés au milieu sportif : rapport à la performance et recherche de l'estime de soi. L'article de **Ronan Coquet** et **Fabien Ohl** illustre parfaitement cette dimension en apparence irrationnelle de certaines pratiques dopantes : il explore la gestion des risques dans le domaine du bodybuilding, où les pratiquants prennent des risques réels et connus pour leur santé, et ceci sans réelle justification économique.

L'article de **Patrick Vajda** examine comment sont gérés les risques liés aux grands événements sportifs comme les jeux Olympiques. Il souligne l'importance d'une étude précise et détaillée des risques, qui doit se faire en amont de l'événement et bien avant la souscription des contrats d'assurance, et qui doit être relayée, pendant l'épreuve, par un système de management en temps réel des incidents, accidents et sinistres.

Enfin, notre rubrique se clôt avec l'article d'**André Renaudin** qui traite du sponsoring sportif et de son intérêt pour les entreprises du secteur de l'assurance. Paradoxalement, en apparence, le sponsoring sportif est menacé par une évolution du sport lui-même, qui se traduit par la prédominance de la dimension économique et l'assimilation du sport à une marchandise au détriment des valeurs qu'il représente.

LES RISQUES FINANCIERS DE LA GLORIEUSE INCERTITUDE DU SPORT

Wladimir Andreff

Professeur émérite à l'Université de Paris I Panthéon Sorbonne

Président d'honneur de la International Association of Sport Economists

Président d'honneur de la European Sports Economics Association

(ancien président de l'Association française de science économique, 2007-2008)

La glorieuse incertitude du sport est ce qui le rend attractif pour les (télé)-spectateurs et lui permet de drainer d'importants financements auprès des sponsors et des chaînes de télévision. L'incertitude du résultat sportif se traduit par des risques financiers pour l'athlète, le club sportif et la ligue sportive. La distribution des gains est très inégalitaire dans les compétitions de sports individuels. L'athlète court un risque financier s'il ne figure pas parmi les vainqueurs et un risque physique (à couvrir par une assurance) s'il fournit le maximum d'effort comme l'y incitent les organisateurs.

Au niveau du club, le risque est qu'il ne couvre pas ses dépenses par ses recettes. Les premières sont certaines du fait de la « course aux armements » pour recruter les meilleurs joueurs. Les secondes sont aléatoires car tous les clubs ne peuvent être simultanément vainqueurs et réaliser de gros revenus.

La réduction du risque financier peut être obtenue davantage par un durcissement de la contrainte budgétaire du club améliorant sa gouvernance que par sa cotation en Bourse. Le risque, pour une ligue sportive, est qu'un club ne termine pas le championnat pour cause de faillite. Il est couvert par un système de solidarité : la redistribution des revenus entre les clubs. Celle-ci ne suffit pas à équilibrer les ligues sportives européennes. Elle est complétée par un contrôle de gestion des clubs et des règles de fair play financier (UEFA).

Le résultat sportif est aléatoire. Cette incertitude se traduit par des risques financiers pour les athlètes rémunérés ou professionnels et les clubs sportifs ; son absence peut menacer la viabilité d'une ligue sportive. Ces risques sont inégalement couverts.

Les risques financiers de l'athlète

Dans les sports individuels, l'analyse économique des compétitions sportives repose sur la théorie des tournois (Tullock, 1980). L'hypothèse cruciale est que les gains financiers espérés sont proportionnels à la contribution en effort de chaque athlète. Les organisateurs de compétitions, cherchant à attirer des spectateurs par la qualité des athlètes alignés et par les efforts qu'ils vont consentir pour gagner, doivent concevoir un mécanisme d'incitation tel que les athlètes fournissent un effort maximum pour l'emporter.

Le tournoi est symétrique quand tous les participants sont quasiment de force égale. L'incertitude du résultat est alors très élevée. Le gain financier de chaque compétiteur résulte de sa probabilité de victoire multipliée par la valeur du prix au vainqueur ou par un prix moindre pour le second, encore moindre pour le troisième et ainsi de suite. L'effort de chaque athlète augmente avec la valeur du prix au vainqueur et avec la distorsion de la distribution statistique des prix attribués aux athlètes classés après le vainqueur. En effet, la théorie des tournois démontre que l'effort des athlètes augmente d'autant plus que l'écart de prix entre le premier et le second est beaucoup plus grand que l'écart de prix entre le second et le troisième, et celui-ci plus grand qu'entre le troisième et le quatrième, etc. Un tel système de récompense stimulant l'effort maximum a pour conséquence une forte inégalité des revenus entre les compétiteurs : des gains extrêmement élevés pour les vainqueurs, les superstars, des gains modestes pour les outsiders et nuls pour les perdants, parfois insuffisants en moyenne

pour subvenir à leurs besoins dans les sports moins médiatisés. Ces derniers encourent un vrai risque financier que toute contre-performance sportive vient concrétiser. Ce risque n'est évidemment couvert par aucune société d'assurance ni par les sponsors faisant signer aux athlètes des contrats incluant une obligation de résultat. L'aléa sportif devient pour l'athlète un risque financier récurrent jusqu'au terme de sa carrière sportive. Ce risque est plus variable dans les sports individuels que dans les sports collectifs parce que dans les premiers les compétiteurs choisissent eux-mêmes le nombre, la fréquence et le niveau des tournois auxquels ils participent, contrairement aux sports collectifs où l'équipe est engagée pour une saison entière.

L'accumulation des victoires par quelques superstars concentre aussi sur elles les revenus hors compétition : contrats de sponsoring, droit à l'image (Andreff, 2012). La présence de superstars rend les tournois asymétriques, *i.e.* quand les forces sportives en présence sont très inégales et qu'il y a un (des) favori(s), asymétrie qui crée un déséquilibre de la compétition (Szymanski, 2003). Lequel peut décourager les compétiteurs les plus faibles de prendre part à l'épreuve. L'incertitude du résultat quant au(x) vainqueur(s) est alors faible. Mais les spectateurs peuvent être attirés par une compétition très serrée entre les outsiders. L'organisateur a deux options : soit vérifier avant le tournoi que les capacités des compétiteurs ne sont pas trop différentes pour assurer un certain équilibre compétitif, soit affecter un handicap au meilleur compétiteur. Les écarts entre les prix (au premier, au second, etc.) doivent être importants quand les différences de capacité entre les compétiteurs sont étroites et ils peuvent être moindres quand les capacités des compétiteurs sont très inégales.

Une distribution des prix ainsi distordue a des effets pervers sur le comportement des athlètes (Leeds & von Allmen, 2002) – durée d'entraînement excessive, blessures par surmenage, agression des adversaires, prise de risque vital, dopage – qui sont alors victimes du système de récompense visant à extraire l'effort maximum des participants aux tournois.

L'athlète court toujours un risque physique qui doit être couvert par un financement allant de l'assurance payée par les footballeurs pour les atteintes à leurs jambes jusqu'aux mutuelles spécialisées dans la couverture des risques spécifiquement sportifs (1). Le risque sportif devient risque financier, mais il augmente avec la distorsion des prix entre le vainqueur et les suivants. Il s'accroît dans les sports d'équipe avec la montée des enjeux et la participation simultanée à plusieurs compétitions nationales (coupe, championnat) et supranationales, impliquant souvent deux matchs par semaine pour les joueurs. L'athlète est davantage exposé au surmenage, à l'accident musculaire, à la fracture de fatigue, aux blessures sur le terrain. Le nombre de sportifs morts en compétition tend à croître.

Les risques financiers du club sportif

Dans les sports d'équipe opérant en ligue ouverte (2), l'objectif des clubs est de gagner le plus de matchs possible et d'en perdre le moins possible, *i.e.* chaque club maximise le nombre de victoires (Késenne, 1996) en vue d'être promu en division supérieure (ou en compétition européenne) et d'éviter d'être relégué en division inférieure. Chaque club dispose d'un seul moyen pour améliorer sa probabilité d'atteindre son objectif : recruter un plus grand nombre de meilleurs talents. La maximisation des victoires pousse les clubs à une « course aux armements » (Sanderson, 2002) où chacun vise à recruter les meilleurs joueurs pour améliorer sa position face aux adversaires qui, à leur tour, sont poussés à surenchérir. La demande de talents de chaque club est excessive car chacun veut remporter la compétition. Cette course aux armements se traduit par l'inflation des salaires (3) et des primes de transfert.

Le risque est que le club ne respecte pas sa contrainte budgétaire, ses dépenses dépassant ses revenus composés de recettes au guichet, de subventions,

du sponsoring, des droits de retransmission à la TV et du merchandising. La part la plus importante et la plus variable des dépenses (coûts) du club est formée de sa masse salariale et des indemnités de transfert versées pour recruter des joueurs. Là réside un risque financier récurrent puisque seuls quelques vainqueurs (promus, qualifiés pour le niveau européen) dans la course aux armements récupéreront en forts revenus le montant de leur investissement en joueurs. Pour les autres clubs, l'équilibre budgétaire est aléatoire *ex ante* et pas toujours atteint *ex post*. Avec la course aux armements, la hausse des coûts généralisée à tous les clubs est certaine. Pour les perdants du championnat, tout dépend du respect par chaque club de sa contrainte budgétaire, un déficit financier révélant que la course aux armements n'a pas mené au succès escompté.

Le risque annuel s'exprime par un déficit d'exploitation du club. Le risque à terme s'inscrit dans la dette qu'il accumule vis-à-vis des banques et, surtout, sous forme d'arriérés de paiement aux fournisseurs, d'arriérés d'impôts et de cotisations sociales. Le non paiement des fournisseurs, des impôts et des cotisations sociales est un indice avéré de mauvaise gouvernance. Les 733 clubs de première division recensés par l'UEFA affichaient des pertes globales de 515 millions d'euros en 2007 et de 578 millions d'euros en 2008, pour des revenus totaux déclarés de 12,1 milliards d'euros. Le déficit était dû principalement à 22 % des clubs ayant enregistré des pertes significatives, 57 clubs dépensant plus de 100 % de leurs revenus en salaires. Les dettes bancaires des 733 clubs s'élevaient à 5,5 milliards d'euros, dont 54 % étaient concentrées dans 20 clubs seulement.

La gouvernance d'un club sportif est un exercice difficile. Pour satisfaire les supporters, les dirigeants « parient sur le succès » et surinvestissent en talents sportifs. Les propriétaires des grands clubs de football espagnols savent que les banques catalanes et castillanes couvriront toujours les importantes pertes financières du FC Barcelone et du Real Madrid (Ascari & Gagnepain, 2006). Leur faillite n'est simplement pas envisageable. Dans le football italien, Baroncelli et Lago (2006) indiquent une tolérance des autorités

pour la mauvaise conduite financière des clubs de football, comparée à d'autres secteurs d'activité. Bien qu'à un moindre degré, grâce à l'activité d'une Direction nationale du contrôle de gestion (DNCG), la même observation vaut pour le football français (Andreff, 2007b). La mauvaise gouvernance repose sur une contrainte budgétaire des clubs régulièrement adoucie par des bailleurs à fonds perdus : autorités locales, mécènes, banquiers moins regardants ou supporters actionnaires. Un nombre non négligeable de clubs de football traversent une crise financière ⁽⁴⁾ qui a éclaté bien avant celle des *subprimes*.

Les clubs fréquemment en déficit et endettés ne disparaissent (presque) jamais. Le risque financier est donc limité tant que les clubs trouvent des bailleurs à fonds perdus. Nous avons économétriquement testé ailleurs (Andreff, 2009) l'existence d'un cercle vicieux dans lequel, en adoucissant la contrainte budgétaire des clubs, la manne télévisuelle incite nombre d'entre eux à une gestion laxiste, la ligue négociant ensuite en situation de monopole les droits de TV les plus élevés possibles pour financer l'inflation salariale, le recrutement de superstars et pour combler les déficits. La solution pour rompre ce cercle vicieux serait de durcir ⁽⁵⁾ la contrainte budgétaire du club sportif.

Selon la théorie économique standard, une des vertus de la cotation en Bourse est de soumettre les dirigeants des sociétés cotées à la discipline des marchés financiers où ils sont exposés, en cas de mauvaise gestion, au risque de prise de contrôle ou de rachat en Bourse par un actionnaire majoritaire plus exigeant. La cotation des clubs en Bourse laisserait le marché évaluer le risque financier, disciplinerait la gouvernance des clubs et attirerait des investisseurs dans le sport. Une quarantaine de clubs de football professionnels, en majorité anglais, étaient cotés en 2000 après les introductions en Bourse de 1998-1999 pendant la période d'euphorie boursière. Depuis lors, de nombreux clubs anglais ont été retirés de la cote, ils n'étaient plus que 9 en 2010. La valeur des actions a nettement baissé depuis l'introduction en Bourse, les actionnaires ont perdu de l'argent.

Coter un club en Bourse, est-ce une bonne idée pour ses propriétaires ? Une fois noté que l'appel à l'épargne publique permet d'accroître, en une seule fois, le financement du club et qu'il permet de diversifier la propriété du capital, la plupart des réponses à cette question sont négatives. La première décision de Malcom Glazer, après avoir acheté Manchester United, a été de retirer le club de la cote pour ne pas subir l'évaluation du titre par le marché. Jean-Michel Aulas a conservé 50,1 % des parts lors de l'introduction en Bourse de l'Olympique Lyonnais afin d'en garder le plein contrôle. Il a été démontré qu'il n'est pas pertinent de coter un club de football en Bourse si le but est de financer l'acquisition de joueurs, pour quatre raisons (Aglietta *et al.*, 2008). C'est un investissement non rentable, très risqué, soumis à l'aléa des résultats sportifs, constitutif d'actifs intangibles (le capital-joueurs basé sur la valeur des indemnités de transfert) dont la valeur est extrêmement volatile. En France, une loi de 2006 a autorisé l'introduction en Bourse des clubs sportifs en tentant de limiter le problème de la cotation d'un capital(-joueurs) intangible : la loi exige que l'appel à l'épargne publique soit utilisé à « l'acquisition d'actifs destinés à renforcer la stabilité et la pérennité des clubs, tels que la détention d'un droit réel sur les équipements sportifs » où ils produisent leur spectacle sportif.

Les risques financiers de la ligue sportive

Au début de la saison, le résultat d'un championnat est d'autant plus incertain que la ligue est équilibrée, c'est-à-dire en situation d'équilibre compétitif. Si, au contraire, les forces sportives en présence sont très déséquilibrées, le résultat sportif est largement prédictible dès le début de la saison et le championnat perd son principal attrait, sa glorieuse incertitude. Dès Rottenberg (1956), l'hypothèse est que l'équilibre compétitif crée un « suspense » sur l'issue sportive et attire beaucoup plus de spectateurs que le déséquilibre

compétitif ⁽⁶⁾. L'intuition des économistes est qu'un match (un championnat) a priori sans surprise ne devrait pas attirer une importante affluence au stade, en tout cas beaucoup moins de spectateurs que s'il y avait une forte incertitude quant au résultat sportif. D'où l'idée que, au niveau de la ligue, l'affluence (et donc le revenu) est maximale quand le championnat est équilibré entre des équipes très peu inégales quant à leur probabilité de gagner chaque match. La ligue doit donc promouvoir l'équilibre compétitif ; elle doit définir une régulation qui assure que des clubs financièrement inégaux rassemblent des talents sportifs pas trop inégaux d'un club à l'autre.

La concurrence économique dans une ligue est caractérisée par une interdépendance, chaque club ne pouvant survivre que si les autres restent financièrement viables ; les clubs coopèrent et forment une coalition que matérialise la ligue. L'interdépendance induit une solidarité entre les clubs gouvernant le partage des revenus de façon à maintenir un degré suffisant d'incertitude des résultats sportifs. La raison ultime du rôle crucial de l'équilibre compétitif dans les sports nord-américains ⁽⁷⁾ est qu'il garantit la viabilité financière de la ligue. Rien ne serait plus déséquilibrant et ne ferait plus baisser l'affluence d'un championnat que la disparition d'un club en cours de saison pour cause de faillite financière.

Le risque financier pour une ligue est la défaillance des clubs. Pour s'en prémunir, les ligues sportives adoptent la règle selon laquelle les grands clubs riches subventionnent les petits clubs pauvres. Bien structurée, la redistribution des revenus peut préserver l'équilibre compétitif ou atténuer le déséquilibre compétitif. Elle peut rapprocher les montants des budgets des clubs et atténuer l'écart des revenus entre les grands clubs et les petits clubs de la ligue.

La redistribution des revenus peut s'opérer par un partage des recettes au guichet entre le club hôte et le club visiteur, système qui subsiste dans les ligues nord-américaines ⁽⁸⁾ mais a été aboli dans les ligues ouvertes européennes. Dans celles-ci, le partage égalitaire des revenus tirés de la TV a longtemps

sinon égalisé, du moins limité, les écarts entre les forces sportives des clubs au sein de la ligue.

Mais, depuis une décennie, les critères de répartition sont devenus moins égalitaires en indexant une part croissante des revenus TV redistribués sur les performances sportives et la notoriété télévisuelle de chaque club. Ceci avantage financièrement les grands clubs par rapport aux petits et, via le recrutement des joueurs, déséquilibre les ligues. La participation des grands clubs à la Ligue des champions européenne creuse davantage encore les écarts de revenus avec les clubs qui n'y participent pas (Andreff & Bourg, 2006). Il s'ensuit une forte concentration des revenus sur quelques clubs dans chaque ligue nationale en Europe (par exemple, les « Big Four » du football anglais : Arsenal, Chelsea, Liverpool, Manchester U), laquelle détermine une concentration croissante des victoires sportives sur ces clubs.

La corrélation du déséquilibre compétitif avec les disparités financières entre les clubs, en ce qui concerne les revenus et la masse salariale, est vérifiée pour les ligues européennes. Il a été montré que les performances sportives sont déterminées par les salaires versés par les clubs (Hall *et al.*, 2002), tandis que l'inégalité des revenus entre les clubs se traduit par une inégalité des salaires qui explique la concentration des victoires. Ce déséquilibre compétitif n'a pas (encore) fait chuter les affluences, bien que la croyance en la glorieuse incertitude du sport soit en recul dans les ligues du football européen.

Depuis qu'ils sont des sociétés par actions, les clubs professionnels européens sont de plus en plus soumis à un contrôle de gestion et à un audit financier de façon à réduire le risque de défaillance. En France, la DNCG du football a été dotée d'un pouvoir disciplinaire en 1990, suivie du basket-ball en 1991, du volley-ball en 1996, du rugby et du handball en 1999 et du hockey sur glace en 2006. Elle demande à chaque club de fournir les documents qui lui permettent de valider son bilan comptable. Sinon, il doit payer une amende, il ne peut signer de nouveaux contrats jusqu'à la saison suivante, il peut

être exclu de la Coupe de France et de la Coupe de la ligue. Quand un club est en déficit, la DNCG lui fait des recommandations de bonne gestion. Si le déficit persiste, elle expertise dans le détail les composantes de la masse salariale. S'il apparaît que la situation financière du club n'est pas saine, les sanctions suivantes peuvent s'appliquer : interdiction de recrutement de nouveaux joueurs ; contrôle et limitation du recrutement d'après le budget et la masse salariale prévisionnels ; et, si le club ne parvient pas à modifier son budget dans un délai imparti, il peut être relégué dans une division inférieure. La DNCG a prononcé la relégation des Girondins de Bordeaux (1991), du RC Toulon (1993), de l'Olympique de Marseille (1994) et du Toulouse FC (2001). Cette discipline a évité au football français les gouffres financiers de la ligue italienne et de certains clubs espagnols. Elle n'a peut-être pas encore converti tous les clubs français à la contrainte budgétaire dure, signe de bonne gouvernance.

Pour ses compétitions, l'UEFA a adopté lors de la saison 2004-2005 un système de licence de club visant à garantir la poursuite de son activité jusqu'à la fin de la saison. Pour obtenir cette licence, un club doit fournir une comptabilité financière supervisée par un audit et prouver qu'il n'a pas d'arriérés de salaires, ni d'arriérés de paiement sur les transferts de joueurs, ni d'arriérés fiscaux. En même temps, un dispositif de solidarité financière est mis en place avec le versement aux fédérations d'une somme destinée aux clubs ne participant pas à la Ligue des champions. Le principe est intéressant, mais les montants alloués ne permettent pas de combler les écarts creusés entre les clubs par les revenus de la Ligue des champions. À partir de la saison 2006-2007, cette régulation a été renforcée : le club doit présenter un business plan démontrant sa capacité à couvrir ses besoins en liquidité pendant la durée de la licence, fournir une déclaration en cas de liquidités insuffisantes et indiquer la façon dont il envisage de les gérer, ainsi qu'une notification en cas de déviations par rapport au budget et au compte de pertes et profits annoncés s'il s'en produit pendant la durée de la licence. De 2005 à 2011, l'UEFA a accordé 3 552 licences

aux clubs participants à ses compétitions et en a refusé 779 ; 27 clubs qualifiés sportivement pour la Ligue des champions ou la Coupe de l'UEFA n'ont pas été admis dans ces compétitions pour des motifs liés aux licences. Ce dispositif n'a pas suffi à rétablir un meilleur équilibre compétitif de la Ligue des champions. Il endigue en revanche les risques financiers.

Avec le fair play financier, l'UEFA a adopté une approche supervisant la manière dont le club assure son exploitation et dont l'ensemble des compétitions peut accéder à la stabilité financière à long terme. Il s'agit d'éviter que les clubs dépensent durablement plus que leurs revenus, de les encourager à opérer sur leurs seuls revenus, sans contribution des propriétaires ou de tiers et sans dettes, d'encourager les dépenses dans les installations sportives à long terme plutôt que les dépenses spéculatives à court terme ; mais il n'y a pas d'obligation de faire du profit. Le fair play financier complète le système de licence, il ne s'y substitue pas. La règle est celle de l'équilibre financier au sens des pertes et profits. La dette n'est pas un critère suffisant, sauf si elle résulte d'une accumulation de pertes couvertes par l'actionnaire, car cela crée une distorsion de concurrence, porte atteinte à l'équité de la compétition et entraîne les clubs dans une spirale inflationniste. Le fair play financier sera appliqué en 2013. Une perte globale de 5 millions d'euros par club sur trois ans sera jugée acceptable. Si la perte est supérieure, une injection exceptionnelle de capital sera possible dans la limite de 45 millions d'euros sur trois ans.

Les sanctions prévues seront progressives – avertissement puis baisse des montants redistribués – mais l'organe de contrôle, constitué d'experts financiers, ira-t-il jusqu'au retrait des compétitions pour les clubs délinquants ? La Ligue des champions ne peut se priver, pour le prestige comme pour les droits de TV, des principaux clubs européens qui font sa renommée. Si les règles du fair play financier avaient été appliquées dès 2011, 54 % des clubs qualifiés en Ligue des champions et à l'Europa League auraient été en infraction.

Notes

1. Une enquête de la Cnam a révélé en 1999 que les accidents sportifs coûtaient 3 milliards de francs par an en France, le coût moyen d'un tel accident s'élevant à 5 493 francs, contre 6 939 francs en moyenne pour les accidents domestiques et 5 912 francs pour les accidents de loisirs.

2. Une ligue est ouverte quand sa composition en clubs sportifs change d'une saison à l'autre par promotion des mieux classés en division supérieure et relégation des moins bien classés en division inférieure (Andreff, 2007a).

3. Les 733 clubs européens de première division de football ont dépensé 7,4 milliards d'euros en salaires en 2009, soit un ratio coûts salariaux/revenus de 64 % (contre 61 % en 2008).

4. Voir le numéro spécial du Journal of Sports Economics, n° 7 (1), 2006, consacré à cette crise.

5. Au sens de Kornai, Malkin, Roland (2003), par la mise en faillite de toute firme (club) en déficit quelque peu durable.

6. Néanmoins, un championnat parfaitement équilibré serait sans intérêt, toutes les équipes ayant la même probabilité de victoire (0,5) à chaque match ; toutes les rencontres se solderaient par des matchs nuls et, en fin de saison, tous les clubs seraient classés ex aequo.

7. Où les ligues sont fermées, il n'y a ni entrée, ni sortie, ni promotion, ni relégation de clubs d'une saison à l'autre.

8. Telles la Major League Baseball, National Football League, National Basketball Association, National Hockey League, où des régulations très strictes visent à maintenir l'équilibre compétitif : négociation collective des salaires, plafonnement salarial et restrictions à l'embauche de nouveaux joueurs par une rookie draft (Andreff, 2011).

Bibliographie

AGLIETTA M. ; ANDREFF W. ; DRUT B., « Bourse et football », *Revue d'économie politique*, n° 118, 2008.

ANDREFF W., « Régulation et institutions en économie du sport », *Revue de la régulation*, n° 1, 2007a.

ANDREFF W., « French Football: A Financial Crisis Rooted in Weak Governance », *Journal of Sports Economics*, n° 8, 2007b.

ANDREFF W., « Équilibre compétitif et contrainte budgétaire dans une ligue de sport professionnel », *Revue économique*, n° 60, 2009.

ANDREFF W., « Some Comparative Economics of the Organization of Sports: Competition and Regulation in North American vs European Professional Team Sports Leagues », *European Journal of Comparative Economics*, n° 8, 2011.

ANDREFF W., *La mondialisation économique du sport*, De Boeck, 2012, à paraître.

ANDREFF W. ; BOURG J.-F., « Broadcasting Rights and Competition in European Football », in Jeanreud C. ; Késenne S. (eds.), *The Economics of Sport and the Media*, Edward Elgar, 2006.

ASCARI G. ; GAGNEPAIN P., « Spanish Football », *Journal of Sports Economics*, n° 7, 2006.

BARONCELLI A. ; LAGO U., « Italian Football », *Journal of Sports Economics*, n° 7, 2006.

KÉSENNE S., « League Management in Professional Team Sports within Win Maximizing Clubs », *European Journal of Sport Management*, n° 2, 1996.

KORNAÏ J. ; MASKIN E. ; ROLAND G., « Understanding the Soft Budget Constraint », *Journal of Economic Literature*, n° 61, 2003.

LEEDS M. ; VON ALLMEN P., *The Economics of Sports*, Addison Wesley, 2002.

ROTTENBERG S., « The Baseball Players' Labor Market », *Journal of Political Economy*, n° 64, 1956.

SANDERSON A., « The Many Dimensions of Competitive Balance », *Journal of Sports Economics*, n° 3, 2002.

SZYMANSKI S., « The Economic Design of Sporting Contests », *Journal of Economic Literature*, n° 59, 2003.

TULLOCK G., « Efficient Rent Seeking », in BUCHANAN J. ; TOLLISON R. ; TULLOCK G. (eds.), *Toward a Theory of Rent Seeking Society*, A&M University Press, 1980.

L'EFFET COUPE DU MONDE

Daniel Zajdenweber

Professeur émérite,

Université Paris-Ouest Nanterre-La Défense

Les sports professionnels où deux adversaires s'affrontent font partie des activités économiques les plus risquées. En contrepartie, les gains « astronomiques » de quelques champions et équipes prestigieuses font rêver les joueurs débutants et les spectateurs. L'article propose un modèle probabiliste réaliste, induit du déroulement des deux Coupes du monde où l'équipe de France est arrivée en finale, pour expliquer de façon rationnelle l'extrême inégalité des gains des joueurs et des équipes, observée dans les sports professionnels les plus populaires.

La récente Coupe du monde de rugby en Nouvelle-Zélande et la désormais mythique Coupe du monde de football de 1998 en France ont connu des déroulements semblables à bien des égards. L'une a été gagnée par l'équipe du pays organisateur, la France, tandis que l'autre a été perdue par l'équipe de France, en finale contre le pays organisateur. Mais, au-delà de la symétrie apparente des résultats et du déroulement semblable des coupes – d'abord une poule éliminatoire entre plusieurs équipes d'un même groupe d'où sont issues les équipes admises à continuer, puis une compétition à étapes par élimination directe –, c'est l'ascension exponentielle des réputations des joueurs et de leur sélectionneur (coach) au cours des sept matchs de l'équipe de France, ainsi que la hausse des audiences TV et des tarifs des spots publicitaires qui ont été remarquables (1). De relativement faibles au début, ces réputations et ces tarifs ont atteint des sommets lors de la finale gagnée en 1998 mais perdue en 2011. Il ne s'agit pas d'un cas particulier ni d'une coïnci-

dence historique. Il est vraisemblable que le processus de formation des réputations des équipes, donc par ricochet celles des joueurs, des sélectionneurs et des tarifs publicitaires, a été le même dans les deux compétitions. Dans les deux coupes, ce processus a engendré une très forte inégalité des « valeurs », tant au sens économique propre qu'au sens figuré de la gloire, qu'on retrouve dans les rémunérations jugées « astronomiques » d'un petit nombre de grands champions, les « stars » – rémunérations en revanche beaucoup plus faibles pour ne pas dire dérisoires, compte tenu de la brièveté des carrières et des risques physiques encourus, pour la majorité des joueurs professionnels.

Rappelons les faits, avant de proposer le modèle mieux à même de comprendre les inégalités. Dans les deux coupes du monde, les sélectionneurs et leurs équipes ont commencé la compétition par une cote assez basse dans le public, pour ne pas dire une cote exécrationnelle. Aimé Jacquet, le sélectionneur de football

en 1998, faisait l'objet d'une campagne de dénigrement dans la presse visant à obtenir son remplacement. De même, Marc Lièvremont, le sélectionneur de rugby en 2011, était très critiqué. D'ailleurs, les instances fédérales du rugby français avaient décidé, avant le début du tournoi, qu'il serait remplacé à l'issue de la compétition, quel qu'en soit le résultat. Dans les deux sports, ces mauvaises appréciations étaient en partie justifiées par un parcours difficile des deux équipes de France : celle de rugby en 2011, au cours des épreuves qualificatives et des quatre matchs de la poule éliminatoire ; celle de football en 1998, au cours des matchs précédant la Coupe du monde et des trois matchs de la poule éliminatoire. Si les deux équipes de France n'avaient pas réussi à se qualifier pour la phase finale, les infortunés sélectionneurs et leurs équipes auraient subi l'épreuve des insultes et du mépris médiatique, comme en 2010 lors de la désastreuse Coupe du monde de football en Afrique du Sud, tandis que les audiences TV et les tarifs des spots publicitaires n'auraient pas atteint les niveaux qu'ils ont connus.

À partir de la séquence des matchs par élimination directe, tout a changé. En 1998, les quatre rencontres (contre le Paraguay en huitième, l'Italie en quart, la Croatie en demie et le Brésil en finale) et en 2011, les trois rencontres (contre l'Angleterre en quart, le pays de Galles en demie et les All Blacks de Nouvelle-Zélande en finale) ont fait monter les audiences TV et les tarifs publicitaires à des niveaux que certains ont qualifiés d'historiques. Or, presque tous les matchs de la Coupe de football ont été gagnés de justesse : « but en or » dans les prolongations contre le Paraguay, « tirs au but » après prolongation contre l'Italie, buts marqués par un défenseur contre la Croatie. Il n'y a que le match de la finale contre le Brésil, le tenant de la Coupe de 1994, qui n'aura pas été gagné de justesse (3-0). À l'inverse, si deux des trois matchs de la Coupe de rugby ont été gagnés avec un écart relativement confortable et si la finale a été perdue de peu avec seulement un point d'écart, le résultat étant resté indécis jusqu'au coup de sifflet final, la cote sportive de l'équipe de France, avant chaque rencontre, ne lui donnait qu'environ 50 % de chances de gagner.

En résumé, les deux coupes du monde ont vu la « valeur » de l'équipe de France et celle de son sélectionneur passer de très faible à prestigieuse, alors que les différents matchs qu'elle avait joués pouvaient être assimilables à des tirages aléatoires 50-50, tant les victoires étaient a priori incertaines (2).

Or, il existe un modèle probabiliste très simple et relativement ancien pour décrire la croissance exponentielle des « valeurs » au cours d'une compétition, selon lequel plus les victoires s'enchaînent et plus les gains sont élevés. Il est bien connu des mathématiciens et des économistes. C'est le modèle du jeu de « Saint-Pétersbourg », une variante du jeu de pile ou face imaginé en 1713 par Nicholas Bernoulli, un neveu de Jacques Bernoulli, l'auteur de la première démonstration de la loi des grands nombres. Nicholas Bernoulli était alors membre de l'Académie des sciences de la capitale de la Russie impériale, d'où le nom de ce jeu. En voici la règle. Dans un casino, une pièce de monnaie est lancée jusqu'à ce que face tombe, auquel cas le jeu s'arrête. Face correspond ici à la perte d'un match entraînant l'élimination de l'équipe perdante. Les lancers étant indépendants, il y a une probabilité égale à $1/2^n$ pour que le jeu s'arrête au lancer numéro n . Les gains sont alors égaux à 2^n . Par exemple, si face sort au premier lancer, les gains sont égaux à 2. S'il ne tombe qu'au dixième lancer, les gains sont égaux à $2^{10} = 1\ 024$. Dans le cas des coupes du monde, le nombre n de lancers est fixé à l'avance, puisque le nombre maximal de matchs que peut jouer une équipe est donné par le règlement. La probabilité pour qu'une équipe remporte la coupe au bout des n matchs, en n'en perdant aucun, est encore égale à $1/2^n$. Le problème posé par ce jeu est celui de l'évaluation des gains espérés d'une équipe au début de la phase finale. Elle est égale à l'espérance mathématique du jeu, qui s'élève à $2/2 + 4/4 + 8/8 + \dots + 2^n/2^n = 1 + 1 + 1 + \dots = n$ (3).

Les gains espérés au début de la phase finale restent faibles. Ils croissent au fur et à mesure qu'une équipe gagne. Par exemple, le gain espéré d'une équipe arrivant en finale, avec une chance sur deux de l'emporter, s'élève à $(2^{n-1} + 2^n)/2 = 1,5 \times 2^{n-1}$.

En effet, en cas de victoire, le gain réalisé est très élevé (2^n) mais, en cas de défaite, il reste égal à 2^{n-1} .

Dans cet exemple historique, le taux de croissance des gains est constant et égal à 100 % à chaque lancer gagnant. Mais on peut concevoir des jeux avec des taux de croissance encore plus élevés ou avec des taux de croissance variables selon les lancers, les derniers taux de croissance étant plus élevés que les premiers ⁽⁴⁾. Cela ne change pas la structure du modèle, qui s'applique aux autres formes de tournois sportifs où chaque match conduit à l'élimination du perdant. Ainsi, au tennis, le vainqueur d'un tournoi du « grand chelem » (Roland Garros, Wimbledon, etc.) gagne une grosse somme d'argent, en plus des points au classement ATP et des produits dérivés, tandis que les joueurs éliminés prématurément gagnent à peine de quoi couvrir leurs frais et la rémunération de leur « coach », de leur kiné et de leur agent. Remarquons que le nombre annuel de tournois de tennis professionnels est tel (quatre du « grand chelem » plus les masters et une dizaine d'autres, moins dotés, mais donnant des points ATP) qu'on peut plus aisément qu'au football ou au rugby assimiler la suite des matchs qu'un champion peut jouer durant toute sa carrière professionnelle à une suite quasi illimitée de lancers du jeu de « Saint-Pétersbourg ». D'où l'extrême inégalité des fortunes entre les joueurs situés dans les premiers du classement ATP et tous les autres.

L'extrême inégalité des gains en tout genre, entre les équipes et entre les sportifs professionnels, est la conséquence inévitable d'un mode de compétition conçu pour être spectaculaire et incertain comme dans un jeu de hasard. Pour preuve a contrario, les compétitions où les adversaires ont des niveaux techniques très inégaux, où l'incertitude est donc faible. Prenons l'exemple d'un match d'une équipe professionnelle de division 1 contre une équipe amateur, cas de figure qui se réalise quelquefois dans la Coupe de France de football. Il n'attirera pas l'intérêt d'un grand nombre de spectateurs, sauf pour les supporters de l'équipe amateur. Il faudrait une contre-performance inattendue de l'équipe de

division 1 – au football tout peut arriver (but contre son camp, penalty, erreur d'arbitrage, méforme de joueurs peu motivés par un enjeu faible etc.) – pour que l'incertitude soit rétablie et attire à nouveau les spectateurs et les audiences TV.

Autre preuve de l'importance des gains extrêmes dans le fonctionnement des sports professionnels, les grèves prolongées des équipes américaines de base-ball en 1997-1998 et celles des équipes de basket-ball en 1998-1999 et en 2011-2012. Ces grèves très dures, avec « lock-out » de la part des propriétaires des clubs, ont annulé jusqu'à une saison entière. Elles sont incompréhensibles en Europe en raison d'une organisation différente des clubs et des championnats. Elles sont motivées par l'existence d'un « *salary cap* » sur les rémunérations des joueurs, renégocié périodiquement, comme une convention collective, au sein de chacune des ligues professionnelles : NBA (basket) ; MLB (base-ball) ; NFL (football américain) ; etc. Il prévoit aussi une forme de mutualisation des gains, redistribués aux clubs moins bien classés, donc plus pauvres. Quelles que soient les modalités d'application de ce « *salary cap* », variables d'une ligue sportive à l'autre et selon les époques, il a pour effet de limiter la croissance exponentielle des revenus des joueurs. D'où, en cas de désaccord entre joueurs et propriétaires de clubs, le recours à la grève, dont les coûts très élevés supportés par les joueurs sont à comparer aux fortes pertes potentielles anticipées, induites par une hausse jugée insuffisante du « *salary cap* » ⁽⁵⁾. En dépit du fait qu'il ne concerne qu'une partie des joueurs, les « superstars » comme Tony Parker et, plus généralement, les joueurs des équipes les mieux classées, toutes les équipes font grève, car toutes peuvent espérer atteindre, un jour, la partie fortement ascendante de l'exponentielle ou tout au moins profiter de la manne redistribuée.

Conclusion

Les sports professionnels où deux adversaires s'affrontent font partie des activités économiques les plus risquées. Chaque joueur ne dispose en moyenne

que d'une dizaine d'années, rarement plus, pour se faire connaître et faire fortune. Or, à tout moment sa carrière peut s'arrêter, parfois sans espoir de retour, à cause d'un accident ou d'un contrôle antidopage appliqué dans les règles disciplinaires strictes. Il en va de même lorsque l'environnement économique est défavorable. Par exemple, en cas de faillite d'un club ou de retrait des sponsors, voire en cas de conflit international annulant les compétitions, comme ce fut le cas pendant la Seconde Guerre mondiale, ou suspendant des équipes nationales pour des raisons politiques.

Pour inciter les joueurs à accepter ces risques, à bien des égards exorbitants au regard du droit commun des contrats de travail, les organisateurs des compétitions doivent faire miroiter aux joueurs et à leurs équipes des salaires, des primes et des droits dérivés (droit à l'image, contrats publicitaires, etc.) hors du commun. Ces avantages font rêver les débutants comme les spectateurs, mais ils ne sont acquis qu'après une longue série d'épreuves aléatoires, matchs, tournois, coupes etc., où la probabilité d'une victoire à chaque match est égale à 50 %, ainsi que l'exige la stimulation des spectateurs dans les stades ou devant leur écran. Le modèle probabiliste sous-jacent à toutes ces épreuves, celui du jeu de casino dit de « Saint-Pétersbourg », n'engendre de gains élevés que dans les phases ultimes des compétitions, comme ce fut le cas pour l'équipe de France, lors des Coupes du monde en 1998 à Paris et en 2011 en Nouvelle-Zélande, d'où une très forte inégalité dans la répartition des gains. Quelques champions et quelques équipes plusieurs fois finalistes accaparent la plus grosse part de ces gains : recettes des billetteries des stades, droits TV et droits dérivés. L'imposition d'un « *salary cap* » et la mutualisation de certains gains n'y changent rien. Néanmoins, ces systèmes permettent de sauver l'intérêt des championnats et des coupes en évitant la disparition des équipes moins valeureuses, ce qui réduirait beaucoup l'intérêt pour les spectateurs, donc pour les sponsors et donc pour les joueurs eux-mêmes. De même, les carrières individuelles étant brèves, l'entrée régulière de nouveaux joueurs, les

jeunes espoirs – les *rookies* dans le jargon américain – attirés par les gains matériels et immatériels, est une condition nécessaire à la survie des championnats et des coupes, ce qui contribue à maintenir la très grande inégalité des revenus entre les joueurs et entre les équipes.

Notes

1. Dans les deux coupes, le nombre maximal de matchs qu'une équipe pouvait jouer s'élevait à sept : trois dans la poule éliminatoire de football, suivie par un huitième de finale puis un quart, etc., contre quatre dans la poule de rugby, suivie par un quart de finale, puis une demie, etc.

2. Il est notoire que l'épreuve spectaculaire des « tirs au but » est assimilable à un lancer de pièce de monnaie, car l'incertitude y est totale. Rappelons que l'Italie remporta la Coupe du monde en 2006 à l'issue des « tirs au but », dans la finale perdue par la France. Une revanche, en quelque sorte, du quart de finale gagné par la France contre l'Italie en 1998, à l'issue de cette même épreuve aléatoire.

3. Cette somme tend vers l'infini lorsque n tend vers l'infini, c'est-à-dire lorsque le nombre de lancers n'est pas limité à l'avance. D'où le paradoxe : l'espérance mathématique devient infinie, alors que la durée moyenne du jeu est très courte, deux lancers seulement. Depuis, les discussions scientifiques sur ce paradoxe, dit de « Saint-Pétersbourg », ont fait l'objet d'un très grand nombre de publications, notamment de la part de Daniel Bernoulli (1738), un cousin de Nicholas Bernoulli, qui introduisit la notion d'espérance d'utilité. Pour que le paradoxe s'applique au cas des tournois sportifs, il faudrait que l'enchaînement des coupes, toutes les quatre années, constitue une suite illimitée de lancers. Voir Daniel Zajdenweber, « Équité et jeu de Saint-Pétersbourg », *Revue économique*, n° 1, 1994, pp. 21-45 ; et Daniel Zajdenweber, *Économie des extrêmes. Krachs, catastrophes, inégalités*, Flammarion, coll. « Champs », 2009.

4. Il n'existe pas de compétitions sportives professionnelles où les gains du vainqueur sont peu élevés par rapport à ceux des perdants. L'intérêt des spectateurs doit toujours être stimulé par l'importance et la croissance des enjeux. Voir l'article de W. Andreff dans ce numéro.

5. L'une des conséquences de la grève des équipes de basket-ball de la NBA fut le retour en France des joueurs

expatriés, pendant la durée de la grève qui vient de s'achever. Toutefois, aucun club français ne pouvait les payer au tarif américain, si bien que plusieurs joueurs « stars », dont Tony Parker, acceptèrent de jouer pour un salaire symbolique. La seule prime d'assurance contre les accidents, proportionnée aux revenus globaux des joueurs, fut déjà une charge très lourde pour les clubs français.

LA FORMATION D'UN JOUEUR VALORISÉE COMME UNE OPTION RÉELLE ?

Dominique Jacquet

Ceros, Université de Paris-Ouest

Jocelyne Pagliano

Groupe Olympique lyonnais

Nanterre-La Défense

La formation d'un joueur de football présente des similitudes frappantes avec le parcours d'un projet de R&D. Les méthodes d'évaluation, elles aussi, sont confrontées aux mêmes difficultés : une correcte appréciation des risques créateurs et destructeurs de valeur et la présence de transactions « extrêmes » qui disqualifient toute approche gaussienne.

Si la technicité d'un grand joueur de football ne peut pas être remise en cause, le parallèle entre haute technologie (TIC, biotechnologie) et capacité à dribbler l'adversaire n'est pas évident. Or, la capacité de faire éclore les meilleurs talents en interne est aussi critique pour un club de football que la capacité d'Intel de développer les meilleurs composants électroniques. Disposer de la « meilleure puce » permettra à Intel de dégager des *free cash-flows* substantiels. Le talent d'un joueur se traduira par des résultats sportifs pour l'équipe dans laquelle il évolue et des revenus de transferts importants si cette même équipe décide de céder son contrat.

L'exemple de l'Olympique lyonnais est illustratif. Sur la période 2004-2009, les produits de cession des joueurs ont représenté 245 millions d'euros, soit plus de 27 % des produits d'exploitation de la firme

(900 millions d'euros). Les joueurs issus du centre de formation représentaient 70 millions d'euros, soit près de 30 % des produits de cession, et l'on comprend l'intérêt stratégique pour un club de football de disposer d'un portefeuille de « jeunes pousses » qui pourraient devenir les « Benzema » de demain, d'évaluer et d'optimiser ce portefeuille d'actifs. Rappelons que Karim Benzema, issu du centre de formation de l'OL, a été transféré au Real Madrid pour la somme de 35 millions d'euros, ce qui représentait une plus-value significative par rapport à son coût interne de formation.

Cette stratégie dans l'investissement formation s'explique par le risque inhérent au secteur d'activité. En effet, de par la nature de la réglementation de ce sport et pour un équipement donné, il ne peut y avoir que productivité constante, sauf à augmenter le nombre de compétitions, à augmenter les capacités

du stade ou à accroître la valeur d'usage du sport. De ce fait, toute augmentation du coût de production non répercutée sur le prix détermine automatiquement une perte ou une absence de gain. Les résultats du club, maintenus ces dix dernières années au plus haut niveau de la compétition, montrent bien la pertinence de ce choix d'investissement formation tant sur le plan sportif qu'économique.

Investissement et projet innovant ont été analysés par le monde académique dans une perspective optionnelle. L'objectif de cet article est de capitaliser sur cette connaissance afin de mieux appréhender le processus d'évaluation et de valorisation des jeunes joueurs de football en période d'apprentissage.

Dans ce but, nous reviendrons, dans une première section, sur les grandes lignes de l'approche optionnelle appliquée à l'investissement et à la recherche. Puis, nous nous interrogerons sur le parallèle suggéré entre projet de recherche et joueur en formation. Enfin, nous aborderons la question de la valeur et de sa modélisation.

Finance optionnelle et investissement classique

Les grands classiques de la finance nous enseignent qu'un investissement (I_0) contribue à créer de la valeur si les flux de fonds (FF_i) qu'il génère permettent de rembourser, capital et intérêts, les ressources qui l'ont financé.

La formule classique de la valeur actuelle nette (VAN) se présente sous la forme de :

$$VAN = - I_0 + \sum FF_i / (1 + CMPC)^i$$

Le facteur « $- I_0$ » traduit le remboursement des capitaux et le paramètre « CMPC », ou coût moyen pondéré du capital, introduit la rémunération promise aux investisseurs.

Cette approche convient assez bien à l'évaluation d'investissements dont le profil de risque est identifié et a été complété par le concept de VAN augmentée, ou VANA, dont l'apport majeur est d'introduire un minimum de réversibilité dans un processus qui n'en comportait pas naturellement.

L'entreprise décide de lancer un investissement si sa VAN est positive et a évidemment le droit de le rejeter dans le cas contraire. Ainsi, la firme dispose d'un droit, non d'une obligation, d'acheter un actif qui lui coûte « I_0 » et elle ne va exercer ce droit que si la valeur de l'actif (ses flux de fonds actualisés) l'emporte sur son coût de revient. L'analogie avec l'exercice d'un *call* est évidente et la VAN apparaît ainsi comme la valeur intrinsèque d'une option d'achat exercée par son détenteur. Si l'on considère l'entreprise comme une accumulation d'investissements mis en œuvre dans le temps, on comprend que le processus qui consiste à générer des projets rentables est déterminant dans sa capacité à créer de la valeur.

La recherche et développement (R&D) est un acteur de premier plan dans la génération de projets car elle a la capacité de transformer des technologies en produits commercialisables, de créer ou renforcer un avantage concurrentiel et de convertir une idée en flux de fonds. L'une des caractéristiques majeures de la R&D est d'être une activité à risque, ce qui pourrait constituer un handicap dans l'approche classique de la VAN, car un risque élevé conduit à augmenter le CMPC, donc à réduire la valeur. Or, un projet de R&D présente des caractéristiques communes aux options et chacun sait que la valeur d'une option est positivement corrélée à la volatilité du rendement de l'actif sous-jacent. Le monde académique a imaginé que le projet de R&D était ainsi assimilable à une option qu'il a qualifiée de « réelle », car l'actif concerné n'était pas de nature financière (actions, indice boursier, fluctuations sur matières premières), mais une opportunité de business, au même titre qu'une ressource naturelle ou que le sous-endettement de la firme.

Comprenant tout l'intérêt qu'ils pouvaient retirer de cette contribution académique, les responsables de R&D ont tenté, dans les années 1990, de convaincre les directions financières qu'il fallait investir massivement dans des projets risqués afin de maximiser la création de valeur, en arguant du caractère optionnel du projet de R&D, et les revues académiques et professionnelles se sont fait l'écho de ce rapprochement a priori séduisant ⁽¹⁾. Cependant, le caractère séquentiel du projet de R&D ne permet pas de conclure à l'identité entre projet innovant et option, car le propriétaire du projet ne dispose d'aucun droit réel avant son achèvement complet et le constat d'une faisabilité technologique prouvée et combinée à un environnement concurrentiel favorable.

Concrètement, un projet pharmaceutique qui n'aboutit pas à l'autorisation de mise sur le marché (AMM) ne vaut (presque) rien et le médicament dont les effets bénéfiques sont clairement inférieurs à ceux d'un produit concurrent qui va être lancé ne recevra pas d'AMM. D'où l'idée qu'un projet de R&D serait plutôt une « option de projet » ⁽²⁾ qu'une véritable option.

Joueur et projet : convergences ou divergences

La stratégie de formation est de produire des joueurs accédant au statut de joueurs de haut niveau, et dont le contrat professionnel détenu par le club fera, à un moment donné de son exécution, l'objet d'une cession. Certes, on forme pour disposer de joueurs talentueux amenés à améliorer les performances sportives de l'équipe professionnelle ; mais, au regard du modèle économique des clubs français, en particulier l'OL, on cherche à valoriser les investissements en formation via la vente des contrats de joueurs issus des centres de formation. L'investissement sur le centre de formation est une séquence de dépenses suivies de recettes déportées où on découpe un processus formation en étapes en faisant des hypothèses sur les résultats de ces étapes. Après chaque séquence de contrat (stagiaire, aspirant),

on peut décider de continuer d'investir sur la formation du joueur, par la signature d'un nouvel engagement, ou pas. La formation d'un joueur de football présente donc une forte similitude avec le projet de R&D au niveau de la séquence des flux.

Brevet issu de la R&D et contrat de joueur sont des actifs semblables. Si à l'origine les brevets avaient pour fonction première de protéger les connaissances acquises et produites, aujourd'hui ils font de plus en plus l'objet d'une valorisation directe sous forme de ventes ou de reventes (ex. d'entreprises rapport JCD). Les brevets sont devenus des quasi-actifs financiers dans le sens où l'on investit en recherche pour directement monnayer les résultats. La similitude est frappante avec les clubs sportifs professionnels où l'on investit dans la formation, non pas tant pour améliorer les processus et les performances sportives, mais pour dégager à moyen terme des plus-values.

Autre convergence évidente, les « accidents de parcours » qui peuvent jalonner le projet de R&D comme la vie d'un jeune sportif.

L'accident, pour le projet, c'est l'impasse technologique, le problème que l'on n'arrive pas à résoudre, le constat d'un échec scientifique ou technologique. Ce peut être, aussi, l'annonce de la mise sur le marché prochaine d'un produit concurrent dont les caractéristiques mettent « hors jeu » le produit issu de son propre laboratoire.

Dans le cas du joueur, l'accident physique, la blessure, constituent les écueils, parfois dramatiques, qui interrompent le rêve. Si le talent des jeunes joueurs de sa génération va, à l'évidence, avoir une influence sur la monétisation de sa carrière, les caractéristiques techniques des « produits concurrents » ont moins d'impact sur la poursuite de sa formation. Mais le jeune joueur, comme son entourage, peut être déçu par sa propre progression, ce qui réduit d'autant son ambition. De même, un médicament, qui apparaissait très prometteur en phase 1, sera éventuellement lancé après AMM, mais avec une efficacité thérapeutique réduite par rapport aux premières estimations.

Cette incertitude constatée à chaque étape du développement conduit à un deuxième constat de convergence, l'importance fondamentale du processus de balisage.

Les sociétés dont l'excellence du management de l'innovation est reconnue montrent une capacité déterminante à piloter les projets. La *technical request* de Corning Inc. est un modèle du genre. Véritable légende de la recherche industrielle américaine, Corning a contribué au développement technologique au travers d'innovations verrières significatives telles que le Pyrex ou la fibre optique. Lors des revues de projets, l'équipe est mise au défi de démontrer la viabilité technique et commerciale du produit par des experts qui ont pour mission de ne surtout pas laisser passer un projet voué à l'échec ; ils prennent ainsi en compte le coût considérable d'un projet que l'on a poursuivi par faiblesse ou négligence et qui n'aboutira jamais. L'évaluation permanente d'un jeune joueur relève de la même logique. Il est dramatique de laisser un apprenti footballeur croire dans un rêve dont on sait qu'il ne se traduira pas dans la réalité. La personne humaine en souffrira beaucoup, ainsi que son entourage familial et sportif, et les fonds du centre de formation auront été investis à perte. L'abandon d'un projet technologique qui enthousiasme ses concepteurs ou l'arrêt d'une formation qui fait rêver un jeune sont des moments nécessaires pour les institutions comme pour les personnes, même s'ils sont douloureux et demandent un réel courage.

La décroissance du risque peut être constatée dans l'évolution du projet comme dans la formation du joueur. La probabilité de succès d'un médicament arrivé en phase 3 est beaucoup plus forte que lorsqu'il aborde la phase 1. De même, un joueur se révèle au fur et à mesure de sa formation et, au moment de se lancer dans la carrière professionnelle, sa trajectoire est assez précise, même s'il reste un niveau d'incertitude significatif. Le produit lancé gardera son lot de surprises, bonnes ou mauvaises, comme le joueur aura une évolution de carrière qui dépendra, entre autres, de ses qualités humaines (résistance au stress, à l'environnement) qui ne se révéleront pleinement qu'après le démarrage effectif de sa carrière.

Les caractéristiques du marché peuvent aussi être considérées comme un facteur de convergence entre le projet de R&D et le jeune joueur. Un projet pharmaceutique permettra de soigner un nombre de patients dont l'importance est, dans certains cas, assez bien documentée. De même, le nombre d'équipes professionnelles qui peuvent accueillir un jeune professionnel est connu et pas indéfiniment extensible. Par contre, ce constat « pharmaceutique » se vérifie moins lorsque l'on s'intéresse aux technologies de l'information et de la communication. Dans ce secteur aux contours difficiles à définir, la taille du marché est une inconnue, et l'une des tâches les plus importantes des équipes de marketing consiste à en évaluer l'ampleur et la profondeur. Nous reviendrons dans la section suivante sur ces différences qui ne sont pas sans conséquences sur la valorisation de l'« option joueur ».

Nous avons évoqué des facteurs de convergence entre projet de R&D et joueur en apprentissage. Il faut noter qu'il existe aussi une divergence importante entre les deux situations.

Lorsqu'une entreprise décide de lancer un produit ou de réaliser un investissement, elle réalise une dépense importante qu'elle espère voir se transformer en flux de fonds dans le futur. Mais il n'y a pas encaisse immédiate, de même que la valeur de l'actif investi ne sera vraiment connue qu'en fin de vie du projet. Lorsqu'un joueur est sous contrat, sa valeur temps dépend de la durée résiduelle de son engagement contractuel. Bien évidemment, le club qui détient le contrat doit mener les négociations de renouvellement ou de cession avant l'expiration dudit contrat qui rend sa liberté au joueur (l'option arrive à maturité), mais le pouvoir de négociation du club reste important jusqu'à quelques mois avant le terme du contrat, ce qui signifie que cette valeur temps ne décroît qu'à l'approche de la maturité. La similitude avec les options financières est forte. Mais une option réelle n'a, en général, pas vraiment de maturité : l'entreprise peut décider du meilleur moment pour lancer le produit. La théorie financière nous dit qu'il y a éventuellement exercice anticipé d'un call sur action suivant la politique de dividende de la firme.

L'application aux options réelles se traduit par la mesure d'un *free cash flow* yield qui justifie l'exercice de l'option. À cet égard, le joueur se rapproche davantage de l'option financière que de l'option réelle. Il existe un marché des transferts très documenté, même si sa transparence est améliorable. On sait, à un instant donné, dire combien vaut un attaquant possédant telles caractéristiques. De plus, un joueur ne génère pas de dividendes, mais un encaissement lors de son transfert, ce qui le rapproche davantage du *call* sur Google (pas de dividende !) que de l'usine de composants électroniques.

En conclusion de cette deuxième section, nous avons observé des convergences significatives entre le projet de R&D et le footballeur junior en formation, mais certaines caractéristiques divergentes laissent deviner que la valorisation ne sera pas aisée.

Considérations sur la valeur et sa modélisation

L'évaluation des options réelles a donné lieu à de nombreuses contributions académiques de valeurs très différentes. On se rappelle que le modèle historique de référence a été publié par Fisher Black et Myron Scholes en 1973. Ce modèle se fondait sur certaines hypothèses, notamment la distribution log normale du rendement de l'actif sous-jacent et l'existence d'un marché à terme efficient permettant de construire un portefeuille sans risque.

L'adaptation du modèle aux options réelles a parfois été réalisée sans prudence, ce qui n'a pas manqué de porter atteinte à la crédibilité scientifique de l'approche. La pseudo-justification du niveau de valorisation des sociétés de la nouvelle économie par la méthode des options réelles relève de ce processus.

Si les travaux relatifs à l'évaluation des ressources naturelles et aux décisions de fermer, temporairement ou définitivement, une unité d'extraction ont constitué

de réels apports, force est de constater que l'évaluation des projets de R&D a connu un succès plus modeste. Si la « mentalité optionnelle » appliquée à l'innovation, pour reprendre l'expression de Christian Navarre, a montré tout son potentiel, la construction d'un modèle crédible n'est pas achevée. Des modèles théoriques ont vu le jour, mais le lien au réel n'a pas été probant. Ce constat nous semble lié à deux caractéristiques communes à l'innovation et au football : la difficile appréciation du risque et son caractère non gaussien. Une erreur souvent observée dans les productions académiques et professionnelles est la confusion entre volatilité boursière et risque créateur de valeur.

Lorsque l'on cherche à évaluer un *call* Danone, l'action existe et est parfaitement définie des points de vue économique, financier et juridique. Faire une confusion entre la volatilité d'une action biotech et le risque potentiellement créateur de valeur (le *s* de la formule de Black & Scholes) encastré dans le projet identifié comme une option conduit à une surévaluation du projet et de la firme. La volatilité du titre contient, en effet, la probabilité de ne jamais être autorisé à produire, ce qui constitue un risque clairement destructeur de valeur. Or, extraire de la volatilité de l'action ce qui relève du risque créateur de valeur est un exercice très complexe. Il est connu que la valorisation d'une société centrée sur un projet conduisant à un produit ressemble davantage à la multiplication de ce que vaut la firme en cas de succès technologique par la probabilité d'atteindre ce même succès.

Il en va de même pour un apprenti professionnel de football. Au lieu de mobiliser les modèles pertinents pour des actifs financiers identifiés, il serait préférable de multiplier la probabilité qu'il démarre effectivement une carrière professionnelle par sa valeur lorsque le grand jour sera arrivé. Nous rencontrons, alors, un second obstacle : arrivé, certes, mais avec quel niveau technique et émotionnel, et dans le contexte d'un marché qui dispose de quel pouvoir d'achat ?

Si la première interrogation peut être plus ou moins levée en disposant d'un historique précis de

l'évolution des joueurs, le pouvoir d'attraction du joueur de football professionnel reste un phénomène difficile à prévoir. Nous avons rappelé que l'une des hypothèses fondatrices de nombreux modèles d'évaluation est la distribution log normale des rendements, alors que les prix des transferts semblent davantage relever de l'économie des extrêmes (3) et des fractales. L'analyse des prix des transferts portant sur un échantillon de 250 cessions intervenues pendant la saison 2009-2010 fait apparaître 3 transferts réalisés avec des montants supérieurs à la moyenne, plus 5 écarts types, ce qui est incompatible avec la loi normale.

L'évaluation du joueur apparaît donc délicate, avec le support du concept d'option, mais dans une perspective autant réelle que financière.

La richesse de l'approche optionnelle nous a permis d'aborder la question de la valeur d'un joueur de football en formation avec un angle prometteur. Cependant, il reste à effectuer un travail de description économique et financière approfondi, prélude à toute

tentative de modélisation crédible. Le concept d'option réelle a permis des avancées significatives dans un certain nombre de domaines économiques, mais l'état de l'art ne permet pas, aujourd'hui, d'avancer une théorie fiable de l'évaluation du joueur ni du portefeuille d'options en construction que constitue un centre de formation

Notes

1. Pour l'analyse de la dimension optionnelle d'un projet de R&D et la littérature académique et professionnelle associée, voir Dominique Jacquet, « Les options réelles, une nouvelle approche du financement de l'innovation », in Encyclopédie du management de l'innovation, *Economica*, 2003.

2. « Recherche : dépense ou investissement ? Une piste pour dépasser le débat », *Le Monde*, 1999.

3. Voir le livre de Daniel Zajdenweber, *Économie des extrêmes*, Flammarion, 2009.

DOPAGE ET RISQUES : HOMO ŒCONOMICUS OU HOMO SPORTIVUS ?

Jean-François Bourg

Centre de droit et d'économie du sport

OmiJ, Université de Limoges

Cette réflexion a pour objet d'étudier la possibilité d'appliquer le raisonnement économique au comportement du sportif qui prend le risque de se doper. Les conduites dopantes relèvent-elles d'une approche rationnelle en termes de coût d'opportunité avec une évaluation des coûts du dopage et des risques d'être contrôlé « positif », d'être sanctionné et d'être malade, et ce comparativement avec les gains financiers et de notoriété ainsi obtenus ? Le recours à cette pratique est-il réductible à la démarche de l'homo œconomicus ? En fait, l'acte individuel de dopage apparaît comme la résultante d'enchaînements complexes liés à l'organisation collective du spectacle sportif. En effet, l'homo œconomicus abstrait doit céder la place au sportif ancré dans un univers spécifique, l'homo sportivus, dont les décisions s'appuient sur des règles préétablies et des traditions. De plus, il y a d'autres variables non matérielles qui influent sur l'acte de dopage, celles liées au principe même du sport, à son rapport à la performance et à l'image de soi. À un point tel qu'il est possible de considérer le dopage comme un produit joint du sport professionnel, dont les mobiles sont déconnectés d'un strict calcul économique et d'une prise en compte des risques qui lui sont associés.

La recherche économique s'est intéressée récemment au dopage pour confronter certaines de ses théories au comportement réel du sportif dopé ⁽¹⁾ et aux politiques de lutte contre le dopage des institutions sportives ⁽²⁾. Pour comprendre le recours au dopage, il convient de distinguer les deux niveaux traditionnels de l'analyse économique :

- à un niveau microéconomique, selon l'approche classique de la rationalité du consommateur qui cherche à maximiser une fonction objectif (utilité) sous contrainte budgétaire (rareté), le sportif est amené à choisir l'affectation optimale de ses ressources sur la base d'un calcul coûts/avantages (coûts du

dopage et de la sanction, montant des gains liés aux victoires, montant des gains obtenus sans dopage) ;

- à un niveau macroéconomique, l'environnement marchand et institutionnel du sportif permet d'expliquer le calcul individuel précédent avec tout d'abord les enjeux financiers considérables du spectacle sportif qui concernent une multitude d'agents économiques (clubs, fédérations, ligues, sponsors, industriels, médias, etc.), ainsi que les caractéristiques du système de contrôle et de répression du dopage.

De plus, au confluent d'une analyse théorique et d'une démarche holiste, l'apport de l'économie expérimentale ⁽³⁾ peut contribuer à mettre en lumière les

processus cognitifs qui sous-tendent la prise de décision de se doper ou non.

La détermination du cadre de l'analyse économique

Le fait d'utiliser des médicaments pour se surpasser intellectuellement ou physiquement est répandu dans de nombreux milieux et dans des situations très différentes. Le dopage tel qu'on l'entend constitue une forme particulière de conduite dopante dans la mesure où il n'a de sens juridique et n'est sanctionné que dans le sport (4) – lequel, il est vrai, s'est construit sur plusieurs mythes expliquant cette spécificité : pureté de l'effort, égalité des chances, incertitude des résultats, activité saine et naturelle. Il s'inscrit donc à la fois dans une transformation sociétale (esprit de concurrence et de compétition, obligation de résultat) qui exige de l'individu qu'il soit meilleur que lui-même et dans un mouvement général de médicalisation de la société qui s'accompagne d'une instrumentalisation du corps. Le champ de l'étude sera délimité à partir des éléments suivants :

- le sportif, dont les facteurs déterminants du dopage seront repérés, est un professionnel, c'est-à-dire un athlète vivant de sa pratique compétitive de très haut niveau, mise en spectacle ;

- la carrière d'un sportif est courte, de six à huit ans en moyenne selon les disciplines, précaire et aléatoire (blessures, méformes, forte concurrence sur le marché du travail) ;

- le sport de haute compétition s'étant converti aux mécanismes de l'économie de marché, le libre jeu du spectacle, des médias et de la publicité segmente la distribution des revenus (4). Dès lors, les champions qui bénéficient d'une exposition médiatique planétaire sont dotés d'une valeur marchande exceptionnelle (5). Les niveaux vertigineux de rémunération peuvent agir de deux manières sur le dopage : en amplifiant la tentation de recourir à l'artifice et en donnant les

moyens aux sportifs de financer ce comportement en minimisant les risques ;

- le dopage est l'acte de consommation par un sportif de substances illicites ou le recours à des procédés interdits spécifiquement désignés dans le code antidopage du mouvement olympique et qui font l'objet d'une réglementation [vii]. Le dopage repose donc sur les notions d'interdiction, de transgression et de sanction potentielle ;

- le sportif sait qu'il est en compétition avec trois catégories d'athlète : ceux qui ne se dopent pas ou plus (une minorité) ; ceux qui se dopent de façon artisanale, imprudente et peu efficace en raison de la modestie du budget disponible ; ceux qui se dopent scientifiquement avec des molécules de synthèse indétectables et performantes (une majorité de l'élite) ;

- le sportif doit faire un choix : utiliser certaines des substances et méthodes interdites figurant en tant que telles sur la liste établie par l'Agence mondiale antidopage (AMA), avec le risque d'être pris lors d'un contrôle inopiné ou en compétition, et sanctionné ; ou bien ne pas les utiliser, ce qui revient pour l'athlète à s'imposer un handicap dans la mesure où la victoire et le record sont déterminés avec un écart très faible (moins de 0,5 % dans la plupart des disciplines), alors que le recours à certains produits permet d'augmenter ses capacités de 10 % ou plus ;

- le risque de subir un contrôle antidopage positif est très faible : entre 0 % et 3 % des tests effectués, en moyenne, selon les compétitions (championnats du monde de natation, coupes du monde de football, jeux Olympiques d'été et d'hiver, championnats du monde d'athlétisme, Tour de France cycliste). Ces taux ne signifient pas qu'il n'y a pratiquement que des athlètes irréprochables. Cela veut simplement dire qu'à partir des produits analysés ou analysables, il n'y a pas eu, ou en très petit nombre, de dopage avéré ;

- le risque d'être sanctionné sportivement est encore plus faible, voire nul, et ce pour plusieurs raisons qui constituent autant de moyens d'annuler les procédures

disciplinaires : légalisation d'une gestion médicalisée du dopage (l'usage de produits illicites peut faire l'objet d'une justification thérapeutique), recours à une logique juridique exploitant tout vice de forme, toute incertitude scientifique, toute non-correspondance ou incompatibilité entre réglementations sportives ou étatiques ;

- le risque d'être sanctionné pénalement pour usage de produits dopants n'existe pas dans la plupart des pays. Le sportif dopé est considéré comme une victime de ce fléau engendré par les dérives du sport-spectacle, et le dopage n'est pas censé troubler l'ordre public ;

- les asymétries d'information représentent une donnée permanente des conduites dopantes dans le sport. En effet, un décalage fréquent et long, souvent d'une vingtaine à une trentaine d'années, apparaît entre le début de l'usage par les athlètes de médicaments illicites, la date de son interdiction par l'autorité sportive et ses possibilités de dépistage. Cette information est à la fois imparfaite et asymétrique puisqu'elle est distribuée inégalement entre les acteurs de l'échange ⁽⁸⁾ (voir le tableau suivant).

L'hypothèse de l'homo œconomicus appliquée au sportif qui se dope

Selon l'approche néoclassique ⁽⁹⁾, l'athlète sera amené à comparer les coûts et les bénéfices de la consommation de substances dopantes avec ceux d'une affectation alternative et licite de ses ressources. Une telle méthode coûts/avantages souligne l'existence d'un choix à effectuer entre le rendement de cet « investissement en capital humain » et celui qui serait obtenu en utilisant ces ressources à d'autres activités, entre l'intérêt personnel et la morale, entre la réussite de la carrière sportive et la durée de vie, entre le court terme et le long terme, entre des biens présents ou immédiats et des biens futurs. L'athlète opère en permanence un calcul économique qui lui permet d'arbitrer entre des choix contradictoires. Et il ne commettra cette tricherie que si l'avantage net qu'il en retirera est suffisamment important ⁽¹⁰⁾.

Les asymétries d'information à l'origine des difficultés de la lutte antidopage

Substance dopante	Année de découverte	Première utilisation sportive	Date d'interdiction par le CIO	Année d'identification
Amphétamines	1930	1936	1968	1968
Anabolisants	1940	1954	1974	1976
Bêta-bloquants	1958	1978	1985	1985
Corticoïdes	1936	1960	1987	Indécelable
Erythropoïétine (EPO)	1950	1987	1990	2000 **
Ephédrine	1934 *	1964	1968	1968
Hormone de croissance	1944	1980	1989	Indécelable
Probénécide (masquant)	1954 *	1976	1987	1987
Testostérone	1935	1952	1982	1982

Source : Dr Jean-Pierre de Mondenard, *Dictionnaire du dopage. Substances, procédés, conduites, dangers*, Masson, 2004.

* Date de mise sur le marché des médicaments français.

** L'EPO exogène est certes détectable depuis 2000, mais son emploi peut être masqué par d'autres substances.

Si le calcul économique est élargi à la prise en compte d'externalités, la décision pourra être infléchie par deux variantes traduisant le cas d'un sportif qui a certaines « valeurs morales » et qui mesure le risque réel pour sa santé future engendré par le dopage. Pour cette catégorie d'athlètes, l'avantage net à retirer du dopage doit dépasser un certain seuil pour qu'il se décide à commettre cette tricherie. Ce seuil est déterminé en fonction de l'éthique personnelle du sportif concerné, ainsi que par son estimation de la « valeur » de la qualité et de la durée de sa vie future à laquelle il doit renoncer en ayant recours à des substances dangereuses (11).

Supposons qu'un coureur cycliste C.C (12), doté d'un rare talent de grimpeur et de rouleur, soit tenté de prendre des substances interdites pour améliorer sa productivité et donc ses revenus futurs. Suivre un programme de dopage est coûteux en termes de dépenses, de risques d'être pris et puni (à court terme) et d'atteintes à la santé (à moyen et long terme). Si l'attitude de C.C est neutre face au risque d'être pris et sanctionné, face à d'éventuelles conséquences négatives futures pour sa santé, ainsi que face au sentiment de tricher, C.C aura tendance à céder à la tentation de se doper et à exprimer sa préférence pour le présent bien plus que le sportif qui éprouve une aversion pour ces risques.

Une enquête réalisée en 1997 par la chaîne de télévision CBS auprès de 198 athlètes américains de haut niveau, d'un âge compris entre 16 et 35 ans, confirme la préférence pour le présent des sportifs. La proposition formulée était la suivante : « nous vous fournissons une substance stimulante interdite avec deux garanties, vous ne vous ferez pas prendre et vous gagnerez toutes les compétitions auxquelles vous participerez lors des cinq prochaines années. Puis vous mourrez des effets secondaires de ladite substance. Est-ce que vous acceptez ? »

Plus de la moitié (52 %) ont répondu par l'affirmative. Un tel comportement de neutralité semble constituer la norme, et ce de longue date, parmi les sportifs professionnels.

Dans une telle configuration, le coureur cycliste C.C va bénéficier d'avantages nets considérables : un revenu brut annuel de 23 millions d'euros, seulement diminué de l'investissement lié à l'acte de dopage de 100 000 euros et du revenu estimé à 300 000 euros qui aurait été obtenu sans avoir recours à des substances illégales, avec une « valeur » pour le risque d'être pris et sanctionné voisine de zéro.

Critique des postulats de la rationalité économique

Ne doit-on pas dépasser le cadre utilitariste conçu par Gary S. Becker lorsqu'il considère la science économique comme la science de l'ensemble des comportements humains ? L'idéologie constitutive du postulat de l'individualisme méthodologique réduit le sportif à un automate calculeur et à une rationalité productiviste de machine à battre des records, sans dimension historique ou morale. Or, les actions des sportifs s'inscrivent nécessairement dans une structure sportive, laquelle doit servir de point de départ à l'analyse car le mouvement sportif (organisation, contrats explicites et implicites très complexes) préexiste aux athlètes et conditionne les choix de ses membres, tout en étant lui-même façonné par ces choix.

En fait, le paradigme assimilant l'athlète à l'*homo oeconomicus* repose sur plusieurs hypothèses contestables : les sportifs font ce qu'ils préfèrent et ont la capacité de comparer la peine encourue, pondérée par son risque, à la satisfaction retirée de leur acte de dopage (rationalité) ; les sportifs sont les meilleurs juges de leur bien-être, cette souveraineté du consommateur suppose une capacité à classer toutes les combinaisons possibles de produits dopants selon les niveaux de satisfaction (perfection de l'information) ; les sportifs sont des agents autonomes mus par des intérêts matériels et financiers (choix individuel et marchand) ; les athlètes qui se dopent ont un comportement déviant par rapport à une éthique (pureté du sport).

Or, l'action humaine revêt de nombreuses dimensions et tout ne procède pas d'un calcul. Des croyances, des valeurs et des conventions influent sur les choix et leur donnent un sens. De même, seuls les sportifs qui sont capables de se projeter dans le futur peuvent craindre les risques de sanction. Compte tenu de leur jeunesse et de leur immaturité, les athlètes en sont généralement incapables, ce qui les rend quasiment insensibles aux modifications des paramètres relevant de la répression. De plus, le dopage procure des gains non monétaires (plaisir de la transgression, démultiplication de l'individualité, culte du corps, etc.), ce qui augmente considérablement le bénéfice net du dopage. D'autres ressorts sont également à l'œuvre, comme la logique de l'entraînement et de la performance qui explique la tentation de l'excès ou la pression du milieu sportif qui joue un rôle structurant dans la posture psychologique de l'athlète.

Une hypothèse alternative : *l'homo sportivus*

Aussi convient-il d'avancer l'hypothèse de *l'homo sportivus*, dont « le modèle est plus facilement généralisable que *l'homo œconomicus*, parce que ses motivations dépassent de beaucoup le seul intérêt » (13). De ce point de vue, peut-on dire que l'acte de dopage est imputable au comportement de l'athlète, ou est-il la conséquence d'un « risque » incompressible et inévitable lié à la nature même de la compétition sportive ? Sinon et par exemple, comment expliquer la présence en 2002 de 281 types de médicaments, dont 75 % devaient être prescrits par ordonnance, dans la pharmacie de la Juventus de Turin, une quantité correspondant à celle d'un petit hôpital ? Ne peut-on pas émettre l'hypothèse que le dopage peut être considéré comme une hyper-conformité aux valeurs du sport ? Le dopé ne se considère donc pas comme un déviant ou un tricheur, mais comme un individu qui essaie d'accomplir son travail d'athlète le mieux possible, de réaliser pleinement son identité en cherchant à atteindre son meilleur niveau pour rester

dans le groupe. L'athlète fait les sacrifices nécessaires pour être reconnu, pour surmonter les difficultés et poursuivre son rêve. De fait, et au même titre que l'entraînement ou l'amélioration des techniques ou des équipements, le dopage entretient une relation légitime avec la performance. C'est un moyen normal, parmi d'autres, de jouer le jeu, de respecter les codes et les usages d'un milieu, dont la culture de l'excellence et de l'accomplissement de soi est fortement valorisée.

Ces processus cognitifs prévalent sur le pouvoir de dissuasion de l'évaluation des risques de contrôle et de sanction, ainsi que des atteintes à la santé, et constituent des déterminants bien supérieurs au désir de gagner de l'argent. S'il fallait en fournir une preuve supplémentaire, il serait aisé de la trouver dans les raisons expliquant la prise de produits dopants chez les amateurs. Elles sont liées à l'objet même du sport de compétition, comme en témoigne l'histoire de deux coureurs cyclistes condamnés à Arras en 1996 pour « acquisition non autorisée de stupéfiants », alors qu'ils ne visaient pas la grande célébrité et ne dépendaient d'aucun sponsor, vu leur très modeste classement national (3 326e et 8 033e rangs) (14).

Mais la finalité d'une conduite dopante dans le sport ne se résume pas toujours à la recherche de la performance. Il peut s'agir d'un moyen de prouver que la personne possède les aptitudes nécessaires pour entrer dans un groupe. Le jeu, avec le risque et le danger, est facilité par la prise de produits, lesquels matérialisent l'appartenance à la communauté. Ce processus d'initiation et d'intégration est commun à ceux concernant d'autres consommations (alcool, cannabis, cocaïne, etc.).

C'est pourquoi, et à sa manière, l'hypothèse de *l'homo sportivus* dont le mode de raisonnement et le comportement ne sont pas gouvernés seulement par des incitations matérielles peut contribuer à identifier la multiplicité, la complexité, la permanence et l'enchevêtrement des causes du dopage qui sont d'importance comparable. Aussi, et avec l'accumulation de faits avérés de dopage, largement médiatisés

depuis une quinzaine d'années au moins, le sport aurait dû être profondément atteint dans sa nature et sa morale. Or, le sport n'a pas régressé, au contraire, il s'est développé comme jamais. Dès lors, en ce début de siècle, n'y aurait-il pas un basculement dans la perception du dopage, le recours longtemps inavouable à l'interdit devenant implicitement un recours accepté, la faute longtemps impardonnable se muant implicitement en risque autorisé ? Le dopage apparaît comme un fait acquis et irréversible pour l'opinion publique : 94 % des Français interrogés par Sportlab, fin 1999, pensaient que le cyclisme était touché par le dopage, 88 % pour l'athlétisme. Dans la même enquête, le dopage était considéré comme consubstantiel au sport de haut niveau, 85 % estimant que vouloir le supprimer était vain. De même, il n'y avait pas d'incompatibilité entre cette conscience du dopage et l'intérêt avoué pour le spectacle donné : 81 % trouvaient le cyclisme agréable à regarder, et 95 % l'athlétisme. Une dissociation entre les « valeurs » du sport et le spectacle qui en résulte existe clairement.

Conclusion

La généralisation et la banalisation du dopage font qu'il peut être considéré comme une production indissociable de l'activité sportive qu'il accompagne. L'assistance médicale à la performance et la pratique de haut niveau fonctionnent de telle sorte qu'il est impossible d'obtenir l'une sans l'autre : la recherche de victoire exige le recours à des substances dont le financement nécessite l'organisation d'une filière. Le sportif qui se dope n'a pas le comportement maximisateur de la fiction de l'*homo oeconomicus*, car sa rationalité supposée est affectée par de nombreuses contraintes. Confronté à un choix, l'athlète peut, dans certains cas, non pas faire ce qu'il préfère, mais ce que l'habitude et les valeurs qu'il a intériorisées lui dictent de faire. La conception trop étroite de la rationalité définie selon des présupposés utilitaristes est confortée par l'observation des pratiques de dopage répandues dans des disciplines où les gains matériels ou symboliques à maximiser sont faibles (culturisme, escrime, aviron, canoë-kayak, tir...) ou inexistantes (la plupart des compétitions « amateurs »). L'athlète qui

se dope ne choisit donc pas toujours en vue de faire le meilleur choix, son choix pouvant comporter des risques et entraîner d'éventuels regrets. Ses préférences sont en partie dépendantes de son environnement et de l'histoire de ses actions passées. Le climat moral qui règne dans le sport peut affecter la propension d'un athlète à se doper et, en interaction avec des adversaires, il est contraint de jouer un rôle tout en conservant une marge de manœuvre.

Une telle compréhension est fondamentale pour éviter des erreurs en matière de lutte antidopage et limiter le coût sanitaire et social de la principale externalité négative du spectacle sportif contemporain. Aussi, le sport de haut niveau s'étant structuré selon une notion de progrès définie sur des critères strictement économiques de compétitivité et sur une croyance dans le dépassement infini des capacités des individus, le véritable risque au regard de l'éthique et de la dignité humaine ne réside-t-il pas dans le maintien de la devise olympique « plus vite, plus haut, plus fort » comme but ultime de la communauté sportive ?

Notes

1. Jean-François Bourg et Jean-Jacques Gouguet, Économie politique du sport professionnel. L'éthique à l'épreuve du marché, *Vuibert*, 2007, pp. 249-274 ; Jean-François Bourg, « Le champion et le marché : l'avenir du dopage », in Franck Nicollet (éd.), *Où va le sportif d'élite ? Les risques du star system*, Dalloz, coll. « Présage », 2005 ; « Le dopage sportif », in Georges Vigarello (éd.), *L'esprit sportif aujourd'hui. Des valeurs en conflit*, *Encyclopaedia Universalis*, 2004.
2. Nicolas Eber, "Credibility and Independence of the World Anti-Doping Agency: A Barro-Gordon-Type Approach to Anti-Doping Policy", *Journal of Sports Economics*, vol. 3, n° 1, février 2002, pp. 90-96.
3. Voir Nicolas Eber et Marc Willinger, L'économie expérimentale, *La Découverte*, coll. « Repères », 2006.
4. Voir Patrick Laure, Histoire du dopage et des conduites dopantes. Les alchimistes de la performance, *Vuibert*, 2004, selon lequel « une conduite dopante est un ensemble

d'actes observables (le processus de recours au produit) par lesquels, dans un contexte d'incertitude, une personne tente de s'adapter à la représentation qu'elle a d'une situation donnée, aux fins de performance ».

5. Jean-François Bourg et Jean-Jacques Gouguet, *Économie du sport*, La Découverte, coll. « Repères », 3^e édition, 2012.

6. Jean-François Bourg, « Les très hauts revenus des Superstars du sport. Un état des approches théoriques et empiriques », *Revue d'économie politique*, Dalloz, n° 118 (3), mai-juin 2008, pp. 375-394 ; repris dans *Problèmes économiques*, La Documentation française, n° 2955, 1^{er} octobre 2008, pp. 35-40.

7. Patrick Laure, 2004, *op. cit.*

8. *La théorie des jeux en information incomplète permet de prendre en compte ce type de situation et étudie l'impact des asymétries d'information sur les comportements individuels, ainsi que leurs effets sur la résultante collective de ces comportements. Voir Michel Cavagnac, Théorie des jeux, Mémentos LMD, Gualino éditeur, 2006.*

9. Voir Gary S. Becker, "Crime and Punishment: An

Economic Approach", *Journal of Political Economy*, n° 76, 1968, pp. 169-217 ; "Nobel Lecture: The Economic Way of Looking at Behavior", *Journal of Political Economy*, n° 101, 1993, pp. 385-409 ; *Human Capital*, Columbia University Press, 1^{ère} éd. 1964, 2^e éd. 1975.

10. Bourg et Gouguet, 2007 et Bourg, 2004, 2005, *op. cit.*

11. *Deux niveaux de difficulté se présentent : d'une part, on retrouve à propos du dopage tous les obstacles traditionnels rencontrés lorsqu'il s'agit d'évaluer une activité illégale ; d'autre part, au moins deux variantes susceptibles d'infléchir la décision de se doper (les valeurs attribuées à sa santé à long terme et aux atteintes à la morale sportive) échappent à tout calcul marchand.*

12. *Cet exemple s'inspire du cas d'un ancien champion des années 2000, dont les performances inédites lors du Tour de France ne peuvent être expliquées que par le dopage.*

13. Philippe Simonnot, *Homo sportivus*, Gallimard, 1988, p. 38.

14. Voir Georges Vigarello, *Du jeu ancien au show sportif*, Le Seuil, 2002, p. 171.

BODYBUILDING ET NORMALISATION DES RISQUES

Ronan Coquet

*Assistant à l'Institut des sciences du sport
Université de Lausanne*

Fabien Ohl

*Professeur à l'Institut des sciences du sport
Université de Lausanne*

Bien que les risques encourus par l'usage des produits dopants soient bien documentés, certains adeptes des salles de musculation en consomment abondamment. Ces comportements interpellent et laissent perplexe. Un sentiment d'incompréhension à l'égard de ces pratiques est parfois associé à des jugements négatifs. Les forçats des salles de musculation sont alors considérés comme des individus dénués de raison, voire comme des cas quasi pathologiques. Au-delà des nombreux clichés associés aux bodybuilders, cet article propose de mieux comprendre leurs conduites à risque. Les observations suggèrent que la progressive normalisation des consommations pharmacologiques s'opère par les processus de socialisation et d'acculturation à la pratique, en particulier par : le sentiment de devenir expert, une délégation du risque à des personnes de confiance, une banalisation de la prise de produits dans tous les sports et la dénonciation de ceux qui prennent des risques.

Une consommation importante de diurétiques, stéroïdes anabolisants, hormones de croissance associée à des régimes hyperprotéinés, des entraînements et du repos caractérisent le quotidien de certains bodybuilders.

Les risques de ces pharmacologies, pourtant très bien documentés, ne semblent pas avoir de prise sur une partie des pratiquants puisque l'organisme Écoute dopage constate qu'une grande proportion des questions sur le dopage concerne la musculation : « Ainsi que l'attestent les statistiques des appels

réceptionnés, les dérives des pratiques de la musculation mobilisent une grande part de notre travail d'écoute, puisqu'un tiers des appels concernent le domaine de la musculation. » (Proïa, Martinez, 2004).

De fait, le marché des produits semble important : « C'est en effet aux produits à l'intention des sportifs et en particulier aux bodybuilders que l'Internet consacre le plus de pages, dont une sélection, non exhaustive, est présentée ici. Les stéroïdes précurseurs ou stimulants de leur production [...] » (Dumestre-Toulet, 2000, p. 20).

La prise de risque de certains bodybuilders laisse d'autant plus perplexe que, contrairement à d'autres activités plus populaires, les motivations y sont difficiles à saisir. Il n'y a pas de réelle justification économique, du moins à l'échelle européenne ; rien à voir avec d'autres marchés du sport pour lesquels sponsors et employeurs laissent espérer des rémunérations importantes. Pas même de comparaison possible avec des sports plus confidentiels pour lesquels l'économie symbolique compense l'absence d'un marché de l'emploi.

Ainsi, si un titre olympique, international ou même national apporte des profits symboliques en tir à l'arc, lutte, canoë-kayak, etc., les performances espérées par les bodybuilders n'engendrent aucun gain financier et ne génèrent qu'une reconnaissance limitée auprès d'un cercle restreint de connaisseurs. De plus, cette reconnaissance relative se paye au prix des railleries des non initiés sur ces apparences hors normes.

Par ailleurs, l'engagement dans le bodybuilding de haut niveau est extrêmement contraignant. La participation aux compétitions passe par une hygiène de vie, paradoxalement irréprochable, rendue possible par un investissement corps et âme dans un entraînement intense, une nutrition méticuleusement contrôlée et exigeante et un style de vie qui privilégie le repos plutôt que les sorties.

Dans ces conditions, la prise de risque de ces pratiquants semble échapper à l'entendement. Cette quête, qui consiste à construire son corps par le labeur enduré dans les salles de musculation, le contrôle drastique de son hygiène de vie et l'absorption de produits menaçant de provoquer des séquelles physiques irréversibles telles que des atrophies testiculaires ou des gynécomasties, pourrait sembler au mieux déraisonnable, au pire suicidaire. Pourtant, avec un peu d'intérêt pour cette culture et d'empathie pour les pratiquants, il est possible de comprendre comment des personnes ordinaires peuvent s'engager dans des carrières de bodybuilders et normaliser les risques qu'ils acceptent de prendre (1).

S'engager pour se conformer

Il existe actuellement et depuis plusieurs décennies un réel engouement pour les pratiques de façonnage de soi qui s'accorde avec un changement de perception du corps, « [il] *n'est plus un destin auquel on s'abandonne, il est un objet que l'on façonne à sa guise* » (Le Breton, 1990, p. 237). Les salles de musculation s'inscrivent dans cette dynamique qui fait du corps une conquête. En 2008, une étude menée en Suisse constatait une croissance significative des pratiques de fitness et de bodybuilding : 14 % de la population suisse fréquente une salle de forme (Lamprecht, Fischer, Stamm, 2008). Les observations menées sur le terrain attestent d'une grande hétérogénéité du public de ces salles, tant au niveau des sexes, des âges, des morphologies que des modalités de pratique. De fait, les carrières des adeptes des salles de musculation sont multiples et vont du consommateur occasionnel au bodybuilder quasi professionnel.

Néanmoins, les motifs d'engagement dans cette activité évoqués par les pratiquants semblent avoir en commun de se structurer autour d'une relation au corps problématique. Si l'on exclut l'engagement à des fins purement sportives, à l'instar du hockeyeur qui développe des aptitudes physiques dans la salle pour être plus performant sur la glace, nous constatons la récurrence d'une perception négative du corps à l'orée des carrières. Le sentiment de devoir se conformer à des normes corporelles pour se rendre plus acceptable aux yeux des autres est un facteur déterminant de l'engagement dans les pratiques de musculation. C'est le cas de Diego (2) qui s'assimilait à un grand tas de saindoux : « *J'étais un grand tas de saindoux. Alors, en me voyant dans la glace, je me suis dit non, ça ne peut pas aller* » ; ou de Bertrand qui rêvait de métamorphoser l'échalas qu'il se pensait être en balèze : « *J'étais assez du type échalas étant petit. Et puis, [...] j'étais parti dans l'idée, eh bien, un jour j'essayerai d'être balèze, ou je serai balèze.* »

La large diffusion de normes esthétiques valorisant le muscle exerce une contrainte lorsque le sentiment

de non conformité est marqué. La musculation apparaît alors comme un moyen de retrouver la forme, au sens propre et figuré. L'engagement dans ces activités correspond à un projet de mise en conformité du corps, en particulier par rapport à des normes de virilité. Ainsi, ces pratiques semblent davantage se rapprocher de conduites préventives de préservation de soi que de conduites à risque.

Enfin, le caractère libre et sans contraintes de ces pratiques apparaît régulièrement dans les discours de nos interlocuteurs. La flexibilité horaire des salles est appréciée, tout comme l'indépendance de l'activité vis-à-vis des aléas climatiques qui permettent vraiment de façonner son corps à sa guise.

Le déplacement des normes

L'engagement dans la musculation modifie les apparences corporelles mais peut également affecter les systèmes de valeurs et les normes de référence. Le début de carrière se conjugue bien souvent à des modifications de l'hygiène de vie, voire du style de vie.

Pour les pratiquants très engagés, la musculation a une incidence qui va bien au-delà de l'entraînement physique proprement dit, tous ont opéré des changements dans leurs habitudes quotidiennes qui sont redéfinies par le souci de forger ses muscles. Éric « *essaye de manger comme il faut, que ce qu'il faut en fonction de l'entraînement. [...] Je n'aime pas manger le matin mais si j'ai un entraînement, je dois manger* » ; et pour Léo : « *C'est essentiel. La nutrition, je pense que c'est septante pour cent de réussite. Exactement, oui, oui. Apporter les bons aliments au bon moment* ». Un nouveau façonnage du corps ne se limitant pas à l'entraînement physique s'opère progressivement.

La nutrition joue un rôle majeur car elle participe grandement au modelage des corps. En plus des possibles réajustements opérés sur l'alimentation « traditionnelle », l'usage des compléments alimentaires est totalement normalisé dans l'enceinte des salles de

fitness. Les produits tels que les protéines en poudre, les acides aminés, la créatine ou les « brûleurs » de graisse sont systématiquement commercialisés dans les salles. Les publicités qui vantent l'efficacité de ces produits inondent également les magazines de l'« univers du muscle » et l'usage des compléments alimentaires est courant chez une majorité de pratiquants.

Jean est initié aux compléments alimentaires par un gérant : « *Et puis, il [le gérant d'une salle] m'a dit : oui, il faut prendre des protéines après, avant, le matin, etc. Et puis c'est vrai que j'ai directement pris la boîte. [...] Moi, je débute, donc, je me suis dit, tiens, c'est normal. C'est la musculation, il faut prendre des protéines et puis voilà* ». Norbert découvre les produits par son partenaire d'entraînement : « *Dans cette salle-là, ils ont un bar vraiment où tu peux aller boire des compléments, enfin, ils font tout, ils font des repas aussi équilibrés ; [...] donc là, c'est comme ça que ça a commencé. C'est qu'on allait après juste boire un mélange de protéines, au lieu de boire une bière.* »

Des pratiques qui n'étaient pas courantes avant l'engagement dans la musculation le deviennent. Les interactions au sein des salles de fitness permettent aux néophytes de normaliser certaines pratiques. La consommation des compléments alimentaires y est très ordinaire, elle est perçue comme une manière de combler de supposées carences provoquées par l'activité de musculation, en améliorant la récupération et la régénération des muscles.

Les mêmes mécanismes de normalisation sont à l'œuvre dans la communauté des bodybuilders usagers des produits dopants. Guillaume est initié par son entraîneur : « *Il m'avait vu et puis, il m'a fait, mais tu as déjà pris des produits ? Je lui fais non, je n'en ai jamais pris et il me fait, bon, eh bien, on va démarrer gentiment, alors. C'est vrai que l'on a démarré avec des toute petites doses et puis on a augmenté, augmenté, augmenté.* » Igor suggère qu'il n'y a pas d'alternative : « *Stéroïdes anabolisants et des trucs comme ça. Oui, oui, forcément. Tu y passes, tu es obligé, à moins de vouloir finir onzième sur dix, tu es obligé, parce que tout le monde prend.* »

Le déplacement successif des normes conduit à ce que l'usage de produits dopants semble à la fois banalisé et généralisé chez les bodybuilders compétiteurs. La « qualité » musculaire exigée durant les concours nécessite l'aide de ces produits.

À l'inverse, l'entourage « extra-fitness », comme la famille, peut réussir à dissuader de certaines conduites. C'est ainsi que Jean est freiné par un travail familial de documentation : « *Alors, en fait, à la base, j'ai pris. La première boîte [de protéines] que j'ai prise, ça a alarmé mes parents en fait. Et mon père, il bosse à l'hôpital en radiologie médicale, il a quand même des connaissances physiques. Il m'a parlé des surcharges des reins, etc. Il m'a parlé de plein de choses [rires]. Du coup, il m'a amené des documents sur ça et j'ai lu, et c'est vrai que ça m'a aussi fait relativiser, voilà. Ma maman, elle, était tout de suite fermée et outrée ; mon père, il a voulu plus m'initier, me renseigner sur l'impact, et puis quel est le but, etc. Il m'avait même amené, dans la crainte de ma maman, des documents sur les anabolisants, sur les effets secondaires, etc. ça m'avait calmé tout de suite, même avant même d'y penser [rires]* ».

Les normes sont très variables selon les milieux, et si l'usage des compléments alimentaires constitue une norme acceptée dans les salles de fitness, elle l'est beaucoup moins à l'extérieur. De plus, les normes pharmacologiques diffèrent au sein même des salles de musculation. Bien que l'usage des compléments alimentaires soit admis, d'autres produits, comme les stéroïdes anabolisants ou les hormones de croissance, ne font pas l'unanimité chez les pratiquants. Certains adeptes des salles déconseillent fortement leur utilisation.

La perception des risques encourus suite à l'absorption de ces produits varie selon les salles et les individus. Elle dépend de la modalité de pratique de la musculation, en loisir ou en compétition notamment, et des lieux de pratique. Si certains entraîneurs ou propriétaires de salles ne cherchent pas à diffuser des produits, d'autres sont reconnus pour leur expertise en matière de dopage.

Un sentiment de contrôle du risque

■ Une quête d'expertise

La musculation est surtout perçue comme une activité physique ordinaire qui suppose un engagement physique. Et pourtant, confronté au terrain, ce n'est pas l'univers extraordinaire de toutes les machines qui surprend, tout le monde s'y attend, mais c'est le niveau d'expertise de certains pratiquants déjà observé par Monaghan (2001). Ils mobilisent un corpus impressionnant de connaissances sur l'activité physique, le muscle, la planification des entraînements, la nutrition et l'usage des pharmacologies. L'acquisition de cette expertise donne aux bodybuilders le sentiment d'un contrôle important sur la production du muscle ; les consommations de produits entrent donc dans un univers de pratiques qu'ils pensent pouvoir maîtriser. L'engagement dans des pharmacoprasxis plus poussées n'est pas celui de têtes brûlées prêtes à tout pour faire du muscle. Le risque lié aux consommations est l'objet de nombreuses appréhensions. Les bodybuilders collectent, en amont de l'utilisation des produits, des informations sur les dosages, les effets souhaités, les effets indésirables, les posologies et les risques. L'abondante littérature disponible sur le sujet, présente également sur Internet et les forums spécialisés où les consommateurs peuvent échanger et partager leurs expériences, leur permet d'affûter leur expertise.

■ Délégation et neutralisation du risque

Le dispositif d'information est complété, pour les personnes plus engagées dans une carrière de bodybuilder, par des expertises provenant de leur entourage. L'entraîneur ou le préparateur sont fréquemment utilisés comme une source d'expertise sur l'usage de ces

produits, comme dans le cas de Guillaume : « *Alors, moi, ça a toujours été un préparateur qui a les connaissances et qui me disait quoi prendre, comment, quand, à quelle heure.* »

Cette délégation de l'expertise au préparateur institue celui-ci en véritable prescripteur de confiance. Il est perçu comme dépositaire d'un savoir spécifique que les pratiquants reconnaissent. « *C'est des encyclopédies, ces gens-là* », affirme l'un d'eux. Le bodybuilder non initié à l'usage de ces produits peut également être guidé par des pairs plus expérimentés, notamment pour les méthodes d'administration. L'injection n'est pas une action coutumière et nécessite donc un apprentissage. Igor a fait confiance à un ami préconisateur de produits : « *C'était [...] un ami plus expérimenté que moi qui m'a fait la première injection, parce que moi, je ne savais pas comment faire et puis je ne voulais pas merder le truc, c'était important.* »

Au gré des expériences, les bodybuilders engagés acquièrent des connaissances théoriques et pratiques sur l'usage des produits jusqu'à devenir, d'après l'un d'entre eux, des « minidocteurs ». Le jeu des prescripteurs et des préconisateurs, ajouté au développement de sa propre expertise sur les produits et les techniques, favorise une banalisation des nouvelles pratiques pharmacologiques. Les connaissances sur les dosages et les durées des cures sont également des éléments qui permettent aux bodybuilders de développer un sentiment de maîtrise des risques. Cette culture des produits contribue à les hiérarchiser (du Deca-Durabolin⁽³⁾ aux hormones de croissance et aux produits vétérinaires...) et donc à donner le sentiment que la consommation des produits en bas de liste est anodine.

De plus, de nombreux bodybuilders s'en remettent à des médecins afin de contrôler leur état de santé, ce qui leur permet d'accentuer le sentiment de contrôle des risques : « *Alors, moi, j'ai un médecin du sport avec qui je n'ai pas de secret. Et puis, on fait toujours un contrôle avant et après la compétition ; donc, dans le contrôle on fait prise de sang, le check-up complet,*

échographie du cœur et puis électrocardiogramme. Donc, ça c'était un point d'honneur, et j'ai dit, j'ai toujours dit : si on me dit qu'il y a un problème quelque part, j'arrêtera tout. Je n'arriverais pas, c'est ma santé avant tout », nous dit Guillaume. Léo neutralise aussi les risques par son recours au médecin de famille comme expert externe garant de son bilan de santé : « *Disons que je fais mon check-up complet [silence]. J'ai mon médecin de famille qui est au courant de tout ça, qui sait très bien ce que je fais, qui sait très bien ce que je prends aussi. Donc moi je n'ai rien à cacher ; on sait que c'est le sport de compétition de haut niveau, on passe tous par là. J'entends, il ne faut pas rêver ; vous croyez quoi, que des Rafael Nadal qui jouent trois heures sous 40° tournent à l'eau plate ?* ». Répondant à l'interpellation de l'enquêteur, Léo a ainsi recours à un autre argument pour minimiser les risques. Prenant à témoin ce dernier, il rapporte sa propre consommation de produits à celle des pratiquants d'autres sports dans lesquels les performances seraient, selon lui, impensables à l'eau claire.

■ La dénonciation des novices

Une autre façon de penser maîtriser les risques est de dénoncer, par des propos alarmistes, les utilisateurs moins avertis qui semblent brûler les étapes. L'accès aux produits se mérite, et leur usage n'est légitimé que si l'athlète a atteint un certain niveau de pratique et acquis une expertise significative. Les propos sur les choix relatifs aux méthodes d'administration des produits sont l'occasion de rappeler les frontières entre experts et novices. Kevin, a priori non consommateur, mais ayant sérieusement songé à l'usage des produits dopants, affirme : « *Oral, c'est ce qu'il y a de pire. [...] Oral, c'est juste parce que les gens ont un peu peur. [...] Et puis, en termes de résultat, ça ne va pas directement dans le sang, ça te nique le foie. [...] Par intra, il n'y a rien de mieux, en clair. Le gars qui veut faire ça, autant qu'il le fasse bien.* » Igor part du même principe : « *L'oral, tu perds beaucoup en passant par le foie, et puis c'est très toxique. Alors, c'est sûr que l'injection, c'est chiant, mais bon, voilà.* »

Pour les bodybuilders, il y a un décalage entre les perceptions internes et externes des risques. Alors que l'administration de substances par injection est connotée très négativement dans la société, elle est jugée beaucoup moins nocive pour la santé par les experts. De fait, les adeptes moins avertis privilégient davantage les substances sous forme orale, comme le Dianabol, plus accessibles et supposées moins risquées, mais jugées pourtant plus nocives par les bodybuilders expérimentés.

■ Pas de stigmatisation du dopage par les pratiquants

Au-delà d'une prévention des risques physiques, il faut découvrir la culture du bodybuilding pour comprendre que, contrairement aux autres sports, le dopage n'est pas considéré comme une tricherie et n'appelle donc pas l'opprobre des autres pratiquants et dirigeants du milieu. Le dopage ne dévalorise en rien les performances ni le travail accompli, et ne menace pas les pratiquants d'un discrédit symbolique contrairement aux sports traditionnels. Léo situe le dopage au même niveau que les autres techniques : « *Alors, on se dope, [Il claque des doigts] on est Schwarzenegger. Non, non, non. Le dopage, c'est une chose, la nutrition, c'est une autre chose, le repos c'en est une autre et l'entraînement, encore une autre. Si tu n'as pas cet amalgame complet, tu as beau être dopé comme tu veux...* »

À l'extérieur de la salle, les bodybuilders peuvent gérer les risques de stigmatisation de différentes manières. L'expérience permet à certains d'entre eux de prendre de la distance à l'égard des regards réprobateurs et des critiques. De plus, ils semblent se prémunir en évitant de mettre leur corps en valeur dans la vie ordinaire. Nous relevons également des liens entre les modalités de pratique des adeptes des salles et leur profession. Les bodybuilders travaillent bien souvent dans des professions où le muscle est un atout. Une part importante d'entre eux exerce un métier dans le secteur de la sécurité ou dans le monde du fitness. L'homme hypertrophié expert dans sa discipline est valorisé dans sa salle ou dans certains

milieux professionnels alors que, dans la vie ordinaire, il se retrouve bien souvent face à des jugements plus contrastés.

Si, malgré les processus de normalisation des risques, des doutes peuvent exister, les sensations de puissance que procure la consommation des produits et l'ivresse des moments de compétition semblent permettre de les surmonter très facilement. Un pratiquant en témoigne : « *Je ne dirais pas que tu te sens un surhomme mais pas loin [rires].* » et les prestations scéniques lors des concours sont narrées par les bodybuilders comme des moments d'apothéose, d'accomplissement total et de reconnaissance par leurs pairs. Les sensations éprouvées sur scène sont à la hauteur du dévouement, de l'engagement qu'ils s'imposent et de la dureté de la préparation. Ces événements sont des célébrations des corps où se réunit un public d'initiés appréciant les codes esthétiques de la discipline ⁽⁴⁾.

Conclusion

La prise de risque de ces bodybuilders ne peut être comprise qu'en dépassant les représentations ordinaires du dopage constituées autour de la figure de l'acteur rationnel en quête d'un profit économique ou symbolique, de celle de l'acteur inconscient, prêt à sacrifier sa santé pour se conformer aux normes esthétiques.

L'observation des pratiquants suggère plutôt, pour le cas de la Suisse romande, que ce sont les processus d'acculturation au bodybuilding qui organisent des carrières constituées à la fois d'apprentissage de techniques, de pratiques et de dimensions « morales », au sens d'une transformation des normes. C'est donc en parallèle de l'engagement dans l'activité, des apprentissages successifs, des étapes de progression dans la pratique et le gain en volume de muscle que de nouvelles normes se construisent. Ainsi, la perception du risque par les bodybuilders est bien différente de celle d'acteurs externes. La modification de cette perception renvoie aux processus de socialisation et d'interaction dans lesquels s'engage le pratiquant.

Dans le cas étudié, quatre processus principaux conduisent à modifier la perception du risque : l'acquisition d'une expertise ; la délégation du risque à des « prescripteurs » ou « préconisateurs » de confiance ; la banalisation et la relativisation par la diffusion du sentiment que la prise de produits est aussi la norme dans les autres sports ; la dénonciation des conduites d'autres pratiquants.

À l'image de ce que l'on observe dans d'autres sports (Brissonneau, Aubel, Ohl, 2008), c'est bien dans les interactions avec le milieu qu'il est intéressant de comprendre comment l'individu réorganise et déplace les normes au fur et à mesure de son engagement dans une conduite déviante. Les configurations dans lesquelles évoluent les pratiquants sont donc essentielles à comprendre parce qu'elles ne sont pas toutes similaires et parce qu'il existe différents degrés d'adhésion à cette culture du façonnage de soi. Faire preuve d'empathie dans l'analyse ne revient pas à cautionner ces conduites à risque, bien au contraire, c'est par leur compréhension que peuvent émerger des stratégies de prévention.

Notes

1. Cet article s'appuie sur une étude en cours financée par le Fonds National Suisse de la Recherche. Une observation participante menée dans une salle de fitness et une quinzaine d'entretiens approfondis nous ont permis d'identifier les profils des pratiquants en Suisse romande.

2. Afin de garantir l'anonymat de nos interlocuteurs, les prénoms utilisés dans l'article sont factices.

3. *Le Deca-Durabolin (nandrolone decanoate) est un stéroïde injectable, largement diffusé dans le milieu du bodybuilding.*

4. *Les principaux critères d'évaluation des corps des athlètes lors des compétitions sont les suivants : la ligne, la symétrie et l'équilibre des masses musculaires ; la définition musculaire et la densité musculaire.*

Bibliographie

BRISSONNEAU C. ; AUBEL O. ; Ohl F., *L'épreuve du dopage. Sociologie du cyclisme professionnel*, PUF, 2008.

DUMESTRE-TOULET V., « Se doper via Internet ? Un jeu... de souris ! », *Annales de toxicologie analytique*, n° 12 (1), 2000, pp.19-25.

LAMPRECHT M. ; FISCHER A. ; STAMM H., *Sport Suisse 2008 : activité et consommation sportives de la population suisse*, Office fédéral du sport, 2008.

LE BRETON D., *Anthropologie du corps et modernité*, PUF, 1990.

MONAGHAN L. F., *Bodybuilding, drugs and risk*, Routledge, 2001.

PROÏA S. ; MARTINEZ M., *Dopage et dépendance en milieu culturiste, l'image du corps en question*, publication Écoute dopage, 2001.

« GOUVERNER C'EST PRÉVOIR »... Y COMPRIS DANS LES GRANDS ÉVÉNEMENTS SPORTIFS INTERNATIONAUX

Patrick Vajda

Senior consultant, Marsh Sport and Global Event

Le management des risques n'est pas réservé seulement aux grandes opérations industrielles : depuis 1996, une petite équipe au sein de Marsh s'est attelée à la création, puis à l'exploitation d'un système de management des risques dédié aux grands événements sportifs.

Il est important de se rappeler qu'en matière sportive le risque est toujours présent, qu'il s'agisse du risque corporel que prennent les athlètes, du risque de terrorisme attiré par le rayonnement planétaire de l'événement, des risques engendrés par la concentration de foules souvent compactes, ou bien encore des risques plus basiques dus à la présence d'un nombre considérable d'autobus ou de voitures nécessaires au transport des différentes parties prenantes.

La philosophie que nous avons adoptée est simple : faire globalement baisser le coût du risque, en termes de minoration tant du nombre des incidents ou accidents que du montant global des cotisations d'assurance ou des franchises restant à la charge des organisateurs.

Faire baisser le coût global du risque, c'est aussi tout mettre en œuvre pour que l'événement aille jusqu'à son terme en évitant autant que faire ce peut tous les « pépins » qui pourraient avoir un impact sur les vies humaines, sur les finances du comité d'organisation et, bien sûr, sur les délais nécessaires à la réalisation de l'événement.

Les résultats de cette politique sont clairs : pour un événement comme les jeux Olympiques d'hiver et

en dollars constants, les cotisations sont passées de 10 millions à 5 millions de dollars entre les jeux Olympiques d'Albertville de 1992 et ceux de Vancouver de 2010 (à périmètre d'assurance identique).

Les « instruments » utilisés pour produire un programme de management des risques de qualité sont simples :

- une mission extrêmement précise d'analyse des risques ;

- un programme d'assurance fondé sur l'analyse des risques et tenant compte des réalités opérationnelles ;
- la mise en place d'un outil de management des incidents ou accidents et des sinistres intervenant en temps réel ;
- une surveillance constante des risques et la mise en place d'outils de prévention adaptés ;
- un entraînement quasi permanent des organisateurs afin de les tenir prêts à toute intervention d'urgence.

Une mission précise d'analyse des risques

Pour les très grands événements, tels les jeux Olympiques, cette mission d'analyse va durer au minimum dix-huit mois et, après interview des différents responsables de l'organisation, nous mettrons au jour entre 600 et 1 000 risques. Ce registre des risques sera établi grâce à une coopération étroite entre l'équipe du comité d'organisation (qui regroupe en son sein de véritables spécialistes de chaque activité) et notre équipe qui, elle, est spécialisée dans les risques et possède un registre global établi à partir de plus de 200 événements, comportant plus de 5 000 risques.

N'oublions pas toutefois cette partie fondamentale de l'étude préalable, qui est celle de l'analyse des risques juridiques découlant des contrats (extrêmement nombreux) signés par le comité d'organisation.

Ce dernier point fait partie intégrante de l'analyse des risques et doit se poursuivre jusqu'à la signature du dernier contrat, quelques jours avant la cérémonie d'ouverture.

Pour mener cette analyse nous utilisons une technique fort simple d'interviews, fondée sur un questionnaire type comportant des variantes selon les spécialités ; ces séries d'interviews durent entre 3 heures

et une journée ; puis, lorsqu'elles sont terminées et que nos spécialistes ont achevé leur rapport, nous « débriefons » avec le comité local d'organisation, afin de mettre au point un registre des risques complet mais évolutif, car jusqu'à la dernière minute des risques nouveaux peuvent apparaître.

Un programme d'assurance

La mise en place d'un programme d'assurance spécifique reste un outil important d'une bonne politique de management des risques, voire une nécessité absolue, en particulier à l'égard des tiers.

■ La responsabilité civile

C'est la clé de voûte d'un programme d'assurance événementiel : entre jeux Olympiques, Coupe du monde ou Euro, les capacités achetées sont impressionnantes et varient entre 100 et 500 millions d'euros. Pourquoi de tels montants ? Parce que le métier d'un comité local d'organisation est si varié et complexe – toutes les activités devant être analysées et couvertes – qu'il induit une multiplicité de risques, lesquels s'additionnant les uns aux autres nécessitent des limites élevées.

Ainsi, ce que l'on appelle un LOC (Local Organizing Committee) doit savoir tout faire : organisateur sportif, radio télédiffuseur, hôtelier, restaurateur, agent de voyage, transporteur, vendeur de produits sur lesquels sa marque est apposée, activité de billetterie, société de marketing et de vente de droits de TV...

Il s'agit de couvrir les risques que l'organisation peut faire encourir à des tiers. Ils sont de trois sortes : ils peuvent être corporels (blessures subies par exemple par les athlètes, l'encadrement, les arbitres, les volontaires ou les spectateurs), matériels (par exemple dégradation de vestiaires, casse d'objets mis à disposition...) ou financiers (non respect d'un contrat d'exclusivité signé avec un sponsor, non

respect d'une obligation contractuelle dans le cadre d'un contrat signé avec un fournisseur...).

Ces trois types de risques de responsabilité civile peuvent atteindre, en termes de condamnations, des montants très importants qui n'ont strictement rien à voir avec la taille de l'événement. En effet, un accident corporel peut entraîner de terribles conséquences sur l'intégrité physique de la victime et, par là même, des condamnations financières extrêmement lourdes (il est ici question de plusieurs millions d'euros).

Ces trois risques sont couverts au sein d'un seul et même contrat, ce qui peut expliquer les limites de garanties élevées. Parfois, et selon les pays organisateurs, la responsabilité civile des mandataires sociaux (couverture de plus en plus indispensable dans le monde sportif) est également incluse dans ce plafond de garantie.

Mais notons, une nouvelle fois, que grâce à une analyse de risques exhaustive, si ces capacités restent élevées, nous sommes parvenus à faire considérablement baisser le niveau des sinistres et par voie de conséquence, celui des cotisations.

■ La garantie individuelle accident

Le deuxième contrat essentiel est celui qui couvre les personnes, que l'on appelle communément la garantie individuelle accident (IA). Il couvre les personnes qui participent à l'événement : athlètes, cadres, arbitres, volontaires, organisateurs, et parfois même spectateurs. Ce contrat IA fournit à toute victime d'un accident plusieurs types de couverture. En cas de décès, l'assurance versera une indemnité à la famille de la victime, elle fera de même en cas d'invalidité permanente. Elle prendra en charge tous les frais médicaux engagés par la victime de l'accident en complément ou à défaut des systèmes de protection sociale, ainsi que tous les frais de transport résultant de l'accident.

Dans cette garantie IA, l'assureur intervient sans recherche de responsabilité, ce qui signifie qu'il

prendra en charge le sinistre dès la constatation de l'accident. Ce qui constitue une grande différence avec la garantie responsabilité civile de l'organisateur qui ne prend en charge les sinistres que si la responsabilité de ce dernier est avérée et prouvée (rappelons, à titre d'exemple, que la Cour suprême allemande a jugé que ni le comité d'organisation ni l'État allemand n'étaient en quoi que ce soit responsables de l'abominable carnage de Munich en 1976). L'assurance IA n'est pas un doublon par rapport à la couverture de responsabilité civile. Au contraire, il s'agit d'une garantie complémentaire qui présente deux avantages : elle agit sans délai, car elle réglera le sinistre à la simple vue des documents médicaux attestant de l'accident, des dépenses et éventuellement de l'invalidité (ce dernier point demandant lui un délai car l'assureur ne réglera qu'une fois la blessure consolidée). Elle se cumule à toute autre assurance identique, souscrite par exemple directement par la victime (telle que les assurances contenues dans les cartes de crédit).

Durant les jeux Olympiques de Pékin, plus de 100 000 personnes furent couvertes par une telle garantie comportant un volet accident et un volet assistance. Il faut noter ici que le volet assistance est un élément fondamental du programme, permettant de rapatrier au plus vite dans leur pays d'origine des personnes qui souvent ne parlent pas un mot de la langue du pays organisateur ; en effet, contraindre la victime d'un accident ou d'une maladie à rester hospitalisée dans un pays étranger sans qu'elle comprenne ce qui se passe autour d'elle est un non-sens médical, qui peut avoir un très mauvais impact sur la guérison du malade. L'assistance rapatriement est donc une couverture essentielle.

■ L'annulation

Le troisième contrat d'assurance, relatif à l'annulation, devient de plus en plus indispensable. Outre les risques évidents, il faut savoir qu'un organisateur de jeux Olympiques, par exemple, va dépenser beaucoup d'argent pendant six ans avant de commencer à percevoir quelques recettes, dont beaucoup ne lui

seront réglées qu'après l'événement. Ce sont donc les banques qui assureront ce rôle de relais mais qui, pour préfinancer, demanderont des garanties : la couverture annulation pourra être l'une de ces garanties.

Les contrats annulation peuvent prendre en charge tous types d'événements : par exemple l'absence de neige ou la présence d'un vent trop fort pour les épreuves de sports d'hiver, les actes et la menace de terrorisme, les grèves empêchant l'accès aux stades ou ne permettant pas aux athlètes de se déplacer, certaines maladies contagieuses (mais le H1N1 est presque toujours exclu), l'impossibilité d'utiliser un stade, un volcan qui bloque la circulation aérienne etc. On ne peut pas ici énumérer tous les risques garantis car ces contrats sont souvent « tous risques » et couvrent tous les risques d'annulation à l'exception de quelques-uns clairement exclus. Il s'agit d'une garantie importante pour les événements « outdoor » nécessitant des conditions climatiques particulières.

On l'aura compris, les risques dits de force majeure sont particulièrement visés par un tel contrat. Les événements soumis à ce genre de risques doivent clairement souscrire une telle garantie. Mais ce contrat annulation offre aussi des garanties lorsque les organisateurs sont confrontés à un risque de « no show ». Il s'agit du risque d'absence du plateau sportif. N'oublions pas en effet que les jeux Olympiques furent par deux fois victimes d'un boycott et que les garanties annulation durent intervenir.

Ces contrats nécessitent souvent de faire appel à la quasi-totalité des capacités mondiales. Si les grandes institutions du sport mondial (CIO, Fifa, UEFA...) souscrivent de plus en plus souvent ce type de couverture en leur qualité de propriétaire de l'événement, les comités d'organisation eux aussi se protègent en souscrivant au minimum une protection de la billetterie. Il n'est pas rare de voir des couvertures annulation souscrites à des hauteurs de plusieurs centaines de millions, la plus grosse d'entre elles étant de l'ordre du milliard de dollars.

■ L'assurance automobile

Faut-il ici rappeler que l'assurance automobile est une obligation légale dans un très grand nombre de pays du monde ? Or les flottes des grands événements sportifs sont d'une taille colossale : plus de 4 000 véhicules légers et plus de 1 000 bus seront nécessaires pour les jeux Olympiques d'été.

Quant à la sinistralité, elle fut positivement catastrophique jusqu'à l'apparition de programmes de management des risques et de formation des chauffeurs, permettant un intéressement des volontaires et une diminution réelle du nombre d'accidents (qui furent souvent très graves).

■ La garantie incendie ou dommages

Organiser un événement sportif, cela signifie dans beaucoup de cas utiliser des superstructures : stades, gymnases, salles de sport, bureaux. Les assurances que l'on appelle communément incendie ou dommages doivent être mises en place par l'organisateur. À titre d'exemple, le comité d'organisation des jeux Olympiques chinois avait sous sa garde juridique un ensemble d'immeubles représentant plus de 3 milliards de dollars, dont le fameux « Bird Nest ». Nous n'entrerons pas ici dans les difficultés dues à la présence d'un propriétaire et d'un utilisateur temporaires, mais il est bon de savoir que ce point est souvent créateur de véritables conflits entre les deux parties. Une analyse des risques contractuels est ici fondamentale avant toute signature d'un bail ou d'un contrat de mise à disposition.

Le programme d'assurance reste donc un instrument important mais, pour éviter qu'il ne devienne une dépense extravagante, il faut savoir ce que l'on peut supporter en matière de franchise, il faut déterminer avec précision les montants assurés et, au risque de le répéter, il faut mettre en place un outil opérationnel de management des risques.

Nous ne parlons pas ici du management des risques stratégiques, nous parlons du quotidien des

risques, des réponses qu'il faut apporter tous les jours aux centaines de questions venant du secteur opérationnel, des volontaires et des responsables de sites. De telles réponses, préparées en amont grâce aux analyses de risques, ont un véritable impact sur le coût global du risque et sur le coût des contrats d'assurance.

Dans de nombreux événements, les organisateurs ont la chance d'avoir un assureur sponsor. C'était le cas à Pékin, ce sera le cas à Londres et encore à Rio.

Généralement, cet assureur règle le « sponsorship » en cash et en échange marchandise. C'est donc lui qui fixe la valeur de la « marchandise » ou plutôt du service qu'il rend au LOC. Le LOC est-il à même de mesurer la valeur du service rendu ? La réponse est non, sauf s'il obtient de rester maître du ou des achats de réassurance souvent indispensables pour le sponsor.

Ainsi, c'est le conseil de l'organisateur qui contrôlera les achats de réassurance et qui permettra au LOC d'avoir une connaissance parfaite du coût de la couverture. S'il est normal que le sponsor prenne au passage une commission de fronting, il est inacceptable qu'elle soit de 80 % comme nous l'avons déjà vu (la commission de fronting évoluant entre 3 et 6 %).

Mais le sponsor n'a pas tous les droits, car il s'agit de respecter des règles minimales de concurrence (au moins dans les pays membres de l'OMC). Il n'a qu'un droit de « premier refus » : lors de l'organisation d'un appel d'offres sur une garantie donnée, et selon un cahier des charges qui contient le texte exact du contrat, si le sponsor n'est pas le moins-disant, à la suite du premier tour, il a le droit de s'aligner sur le meilleur ; mais il a également le droit de refuser cet alignement.

Il s'agit là d'un avantage important, certes, mais n'oublions pas que le partenariat d'un assureur pour les jeux Olympiques d'été est supérieur à 50 millions de dollars !

Un outil de management des sinistres en temps réel

Croyez-vous que l'on attende le premier sinistre pour réfléchir à la mise en place d'un outil et d'une équipe de gestion des sinistres ? Non, bien sûr. L'équipe de gestion des incidents et accidents est créée très en amont de l'événement, elle se « fait la main » sur les sinistres d'avant événement ; puis, tout en montant en charge quelques semaines avant la cérémonie d'ouverture, elle est finalement opérationnelle une dizaine de jours avant l'ouverture et parfaitement en place à l'arrivée des premiers athlètes.

En 1996, durant les Jeux d'Atlanta, cette équipe a dû gérer plus de 1 000 incidents... par jour. Cela ne signifie pas que nous avons géré 17 000 sinistres, mais que nous avons dû apporter 17 000 réponses afin de trouver des solutions à des problèmes souvent très terre-à-terre.

Cette équipe joue un rôle-clé pendant les grands événements car elle est souvent la première informée, après le service médical bien sûr, de tout ce qui peut avoir des conséquences graves sur la vie humaine, les finances et le programme de l'événement. Sa réactivité ou son absence de réactivité fait d'elle un acteur fondamental dans la prise de décision.

Surveillance constante des risques et outils de prévention

En matière événementielle, l'une des difficultés principales du management des risques provient du fait que certains risques ne disparaissent jamais complètement et que d'autres arrivent par surprise. L'équipe de management des risques ne se retirera pas dès la fin de la phase d'analyse. Bien au contraire, elle poursuivra son activité jusqu'à la fin non seulement de l'événement,

mais également de la période de démantèlement. Le travail sur les risques est presque une mission sans fin ! Pendant l'événement, le suivi des actions de prévention mises en place pendant la préparation est également un outil important. Ainsi on pourra toujours corriger, en temps réel, les éventuelles erreurs d'analyse ou le mauvais comportement de certaines protections. L'ingénieur préventionniste ne chôme pas pendant l'événement, il est le bras armé et opérationnel permettant, entre autres, d'éviter la dérive de petits sinistres, ou la naissance de sinistres en série, cauchemar des organisateurs.

Mais, pour revenir à la préparation, la prévention reste un outil important. Sur ce point, les ingénieurs spécialisés sont capables, en confrontant l'analyse de risques et les réalisations opérationnelles, de comprendre immédiatement ce qui ne fonctionnera pas. C'est ainsi que l'un de nos ingénieurs a prouvé à un organisateur que le stade prévu pour la cérémonie d'ouverture était incompatible avec un standard minimum de sécurité. L'organisateur, un peu contraint et forcé par le « propriétaire » de l'événement, a fini par choisir un autre lieu pour l'ouverture, moins exposé que le premier choisi.

Bien entendu, le « loss control » est l'outil majeur pour éviter la réalisation de risques d'incendie, explosion. Il réside dans le contrôle du risque sécurité. À titre d'exemple, les cuisines du village olympique sont un centre névralgique des Jeux ; si elles brûlent et que l'on n'est plus capable de servir les 25 000 repas quotidiens destinés principalement aux athlètes, la mort de l'événement est programmée... Or dans ces cuisines, comme dans toutes les cuisines du monde, on manie du gaz, de l'électricité et, sans jeu de mots, on joue avec le feu. C'est donc un endroit à risques, indispensable pour la réalisation de l'événement et sur lequel notre vigilance devra être permanente. Mais de tels endroits ou de tels équipements, il en existe des centaines sur un grand événement sportif.

On comprend alors pourquoi les préventionnistes sont en permanence avec nous et pourquoi leur rôle est si important. Leur action est primordiale afin

de protéger les sites et ceux qui sont à l'intérieur, pour minimiser l'amplitude des sinistres et donc les pertes de temps et d'argent. Leur rapidité d'intervention est tout à fait vitale, et pour ce faire ils doivent être débarrassés de toute contrainte liée au processus complexe d'accréditation.

« Planification » de l'aléa et préparation opérationnelle

Savoir répondre par avance et de la bonne façon aux événements dommageables qui peuvent se présenter, voilà la mission du *contingency planning* et de *l'operational readiness*.

■ La planification de l'aléa

Après avoir mis au jour plusieurs centaines de risques, comme nous l'avons vu dans le chapitre consacré à l'analyse, certains d'entre eux (entre 10 et 20 %) faisant apparaître une exposition lourde peuvent aboutir à des dysfonctionnements graves. Ils feront donc l'objet d'une planification particulière (*contingency planning*), et surtout plusieurs possibilités de solutions seront préparées à l'avance pour chacun d'eux. Une fois encore, nous revenons sur l'idée essentielle du management des risques : « gouverner c'est prévoir ».

Il est donc important de prévoir des scénarios et d'imaginer les pires catastrophes. Il est tout aussi important de prévoir des solutions pour chacun de ces scénarios et de les tester afin d'être certain que tout sera prêt pour éviter l'interruption de l'événement, les pertes financières, et surtout toute perte de vie humaine.

Ce travail ne peut pas être improvisé au moment de la réalisation du risque, il est donc indispensable de tout préparer en amont, d'entraîner ceux qui devront réagir et d'être certain que chacun a reçu au préalable sa « feuille de route » lui indiquant son champ d'action.

Ce travail préparatoire est la clé de voûte du management des risques : de sa réussite va dépendre le succès de l'événement même en cas d'accidents ou de catastrophes.

Il nous permet d'avoir sous notre contrôle aussi bien les risques de nature purement accidentelle, qui sont souvent des risques assurables et assurés, que des risques de dysfonctionnement qui par exemple peuvent entraîner l'interruption d'un service, rendant l'événement difficile ou impossible à organiser. Ces derniers ont généralement des conséquences sur le planning de l'opération et sont rarement assurables. Ils doivent être particulièrement sous contrôle car leur survenance met l'événement en péril.

Nous allons travailler sur deux types de scénario :

- les scénarios opérationnels ;
- les scénarios catastrophiques.

Les scénarios opérationnels sont des hypothèses d'incidents qui peuvent se produire pendant l'événement ; ils sont souvent le résultat de conjonctions de faits malheureux, mais sont très fréquents et peuvent être à l'origine de crises graves s'ils ne sont pas résolus très vite. Il est important de se rappeler que 80 % des crises sont dues à ce genre de petits faits souvent peu ou mal traités, alors que 20 % seulement des crises réelles sont dues à de véritables catastrophes.

Les scénarios catastrophes nous permettent de réfléchir puis de mettre en place les réponses adéquates, afin de trouver les meilleures solutions si ce genre d'événement se produisait. Là encore, la solution ne s'improvise pas sous le coup de la catastrophe ; elle se met en place bien avant afin justement de pouvoir limiter l'impact de l'événement dommageable.

■ La préparation opérationnelle

Par la suite, nous allons tester ces scénarios sur les équipes du comité d'organisation, afin de voir la qualité, la rapidité et la justesse de leurs réponses. Ce jeu de simulation entre dans la préparation opérationnelle (operational readiness), outil indispensable à un entraînement quasi obligatoire. Cette phase d'entraînement va durer plus ou moins longtemps en fonction de la qualité des réponses des équipes testées. Dès que les équipes seront considérées comme correctement entraînées s'engagera alors la dernière phase : une sorte de répétition générale, quasi-grandeur nature, qui fera intervenir toutes les équipes du comité d'organisation ainsi que tous les intervenants externes, police, pompiers, urgentistes, administrations...

Toute cette mécanique représente, a minima, deux à trois ans de travail sur un événement de type jeux Olympiques ou Coupe du monde de football.

Si l'assurance a depuis très longtemps sa place dans les grands événements, le management des risques dans sa vision totale n'est véritablement entré dans ce domaine particulier que depuis 1996, date des JO d'Atlanta. Pour ces Jeux et pour développer ces techniques modernes, il a fallu plus de 20 000 heures de travail. Certes, il y eut une bombe à Atlanta, mais rappelons qu'elle explosa à l'Olympic Park qui, comme son nom ne l'indique pas, n'était pas un site olympique. Ce fut malgré tout et malheureusement un test grandeur nature qui nous a donné l'occasion de comprendre certaines lacunes et donc de les combler.

Le management des risques opérationnels n'est pas un outil pour « riches », c'est devenu au fil du temps un élément indispensable de la préparation d'un événement mondial. Le CIO ne s'y est pas trompé en inscrivant le management des risques, dans ses guides techniques, comme un outil obligatoire.

LE SPONSORING SPORTIF, UN OUTIL ORIGINAL

André Renaudin

Directeur général

AG2R La Mondiale

Le sponsoring sportif consiste pour une entreprise à soutenir financièrement une manifestation sportive, une équipe ou un sportif. C'est une forme de communication qui vise principalement à renforcer la notoriété de l'entreprise et à développer son image : renforcer sa notoriété grâce à la visibilité offerte par les retombées médiatiques ; développer son image en s'associant aux valeurs véhiculées par le partenaire. En ce sens, le sponsoring sportif s'inscrit dans une démarche globale, commerciale, se distinguant par là même d'une opération de mécénat philanthropique et purement désintéressée.

Les entreprises ont saisi très tôt l'efficacité de ce levier de communication. Le premier cas de sponsoring sportif recensé comme tel a été celui d'une entreprise de restauration britannique au profit de l'équipe nationale de cricket en 1861. S'agissant de la France, Michelin, vingt ans après, soutiendra le cycliste Charles Terront ; cent trente ans plus tard, la société associera brillamment son nom aux sports mécaniques.

Aujourd'hui, les marques sont très présentes dans le domaine sportif, 80 % des Français déclarant s'intéresser au sport. Son pouvoir unificateur est particulièrement impressionnant. L'émotion ou les passions qu'il déclenche dans les stades, sur les routes lors des compétitions cyclistes ou des rallyes automobiles, dans les rues après le coup de sifflet final de certains grands matches de football, ou encore derrière le petit écran suffisent à nous en convaincre.

Les entreprises d'assurances ne sont pas les dernières à être séduites par le sponsoring sportif. Ainsi, selon le dernier rapport de l'agence de marketing sportif

« IFM Sport Marketing Survey », le secteur des banques et celui des assurances se retrouvent dans le Top 10 des sponsors sportifs, ceci au niveau mondial.

L'intérêt du sponsoring sportif

Avec le sponsoring sportif, la marque s'inscrit « dans la vraie vie ». Le sport met en scène des personnes bien réelles, loin des artifices des films publicitaires classiques.

Aussi, alors que le sponsoring sportif vise, in fine, les mêmes objectifs que la publicité, son efficacité est souvent supérieure. Des tests ont montré une mémorisation d'image trois fois supérieure à celle des autres formes de publicité. Il semblerait en effet que les valeurs portées par le sport apportent un supplément de valeur ajoutée à l'image de la marque. Si la publicité traditionnelle a pour objet de mieux faire connaître la marque et ses produits, le sponsoring sportif concourt quant à lui à la faire aimer. Pour autant, parce qu'il mobilise le registre des valeurs, ce

mode de communication doit nécessairement s'inscrire dans la fidélité et la durée.

Ensuite, et ce dernier point est loin d'être négligeable, il n'est pas rare que le coût du sponsoring soit moins élevé que celui de la publicité classique, tout en étant aussi rentable.

Les objectifs du sponsoring sportif

Le sponsoring sportif peut permettre d'atteindre plusieurs objectifs, différents et complémentaires. Il importe donc que l'entreprise les identifie et les hiérarchise clairement, afin de déterminer ses priorités et retenir l'activité sportive qui correspond le mieux à sa stratégie globale. Ainsi, les ressources consacrées à cette activité seront optimisées.

L'accroissement de la visibilité et, par voie de conséquence, de la notoriété est sans doute le premier objectif recherché par l'entreprise. Il s'agit de mettre en évidence la marque. Cette visibilité suppose que le sport, l'événement ou le sportif concerné, ne fasse pas l'objet d'un sponsoring trop diversifié, ce qui peut nuire à la mémorisation de chacun des sponsors. L'entreprise a donc tout intérêt à limiter au maximum le nombre des sponsors liés à une même opération.

Chaque sport comporte ses propres caractéristiques et chaque entreprise vise ses propres cibles. L'entreprise doit donc choisir de sponsoriser l'activité sportive qui correspond à un public le plus proche du profil de sa clientèle.

Le second objectif consiste à développer l'image de l'entreprise, et c'est ici que le répertoire des valeurs entre en jeu. Chaque sport met en scène des valeurs différentes : la performance et le sens de l'effort, la solidarité et l'esprit d'équipe, le goût de l'aventure et celui du risque... Là encore, l'entreprise doit s'efforcer de sélectionner le domaine sportif le plus en adéquation

avec ses propres valeurs. Ainsi, les sports collectifs sous-tendent l'esprit d'équipe et la solidarité, tandis que les sports mécaniques sont associables à des valeurs de performance technologique.

Le sponsoring sportif représente aussi une façon assez commode d'associer fournisseurs, clients et leaders d'opinion à la communication, en les invitant notamment à être présents sur l'événement. Lorsqu'il s'agit de se faire apprécier, tout commence par le tissage de liens affectifs étroits.

Enfin, la sponsorship d'un événement ou d'un sportif peut encore constituer un levier extrêmement fédérateur des salariés, fiers d'être associés ou de s'associer à une aventure sportive.

L'exemple d'AG2R La Mondiale

L'ambition d'AG2R La Mondiale est d'être un groupe de référence de la protection sociale en France en proposant un modèle alternatif fondé sur des valeurs humaines et sociales, ainsi que sur la performance de ses produits et services.

L'objectif est d'installer une marque solide, puissante, pérenne pour se différencier, émerger et tisser un lien émotionnel avec ses publics. La marque revêt un enjeu stratégique pour le groupe car elle est perçue de susciter de la préférence.

La marque AG2R La Mondiale est incarnée par :

- un positionnement différenciant qui s'appuie sur deux valeurs, la solidarité et la performance, et qui est exprimé par la signature « *le contraire de seul au monde* » ;
- une identité visuelle en rupture avec les codes du secteur qui joue sur la force et l'originalité du design, ainsi que sur l'efficacité de ses applications.

Pour représenter le positionnement de la marque, il existe plusieurs leviers, dont le sponsoring, qui est l'un des piliers de la stratégie de communication du groupe. La politique de sponsoring du groupe s'articule autour de quatre enjeux :

- la notoriété de marque ;
- l'illustration des valeurs et du positionnement ;
- le levier commercial ;
- le levier de relations presse.

S'agissant du sponsoring cycliste, les partenariats historiques d'AG2R La Mondiale avec son équipe cycliste pro team (1997) et ASO (2003) ont essentiellement servi des objectifs de développement de la notoriété de la marque (nom et identité) auprès du grand public .

Le groupe a choisi ce sport et le soutient depuis plus de quinze ans pour un ensemble de raisons :

- il s'agit d'un spectacle sportif gratuit, ouvert à tous (pas de droit d'entrée) ;
- il a une forte proximité géographique ;
- il touche l'une des cibles principales d'AG2R La Mondiale : le grand public (les + de 30 ans et leur famille) ;
- il offre une forte visibilité de la marque par le « naming » de l'équipe cycliste ;
- il permet une adéquation entre les valeurs portées par le groupe et celles qu'incarne le cyclisme : solidarité, performance et dépassement de soi.

Dans ces conditions, notre accroche s'affirme de la façon suivante « *Nos performances sont collectives* ». En d'autres termes, derrière toute performance individuelle se cache toujours du collectif.

En particulier, le Tour de France est un événement populaire transgénérationnel particulièrement puissant :

- il rassemble 15 millions de personnes sur les routes pendant trois semaines en juillet (public familial) ;
- c'est le 3^e événement sportif le plus médiatique derrière les jeux Olympiques et la Coupe du monde de football.
- enfin, il nous permet d'accroître sensiblement les parts de marché auprès des captifs de ce sport.

Du fait de la détérioration de son image, le cyclisme a été abandonné par les marques en tant que vecteur de valeurs. L'action volontariste des équipes cyclistes, d'ASO et des instances sportives porte aujourd'hui ses fruits : l'image du cyclisme s'améliore sensiblement depuis deux ans et reste donc une opportunité à saisir en communication.

La voile, quant à elle, est également un spectacle gratuit. Elle touche la cible des décideurs et dirigeants de PME-PMI. Comme pour le cyclisme, la voile est l'un des sports où les marques sponsors sont régulièrement citées par les journalistes. Enfin, le concept de la Transat AG2R La Mondiale entre en forte résonance avec les valeurs et le positionnement du groupe. Il s'agit en effet de la seule course en double à armes égales : seules les compétences et la solidarité entre les skippers permettent la victoire.

En guise de conclusion, force est de constater que le sponsoring sportif présente de nombreux atouts. Pour autant, un risque majeur le menace. Plus que la question des dérives éthiques potentielles, la prédominance de la dimension économique dans le sport – l'explosion des coûts de retransmission télévisuelle par exemple – tend à assimiler de plus en plus le sport à une marchandise, ceci au détriment des valeurs. Et si le sponsoring sportif venait à se superposer à de la publicité classique, alors les sponsors pourraient finir par se détourner de ce support de communication.

3.

Des risques pays aux dettes souveraines

■ François-Xavier Albouy

Introduction

■ Christian Schmidt

Le risque pays à l'aune de la crise des dettes souveraines européennes

■ François David

Le risque pays au miroir des crises

■ Louis Habib-Deloncle

Crise et risque pays

■ Jean-Louis Terrier

Crédibiliser de nouveau le risque souverain

■ Ephraïm Clark et Sélima Baccar

Une modélisation assurancielle du risque de défaut souverain

■ Alexandra Dimitrijevic et Carol Sirou

Risque de défaut souverain vs risque pays vu par Standard & Poor's

INTRODUCTION

François-Xavier Albouy

Autrefois, le monde du crédit et de l'assurance crédit était simple et bien ordonné. Il y avait, tout au centre, le risque zéro, réputé être celui du risque souverain de l'État dont la monnaie était la plus fiable. Et longtemps, par facilité, les modèles ont considéré que la dette américaine représentait ce risque zéro, même si tout le monde sait que celui-ci n'existe pas.

Autour de ce risque, il y avait une première zone verte, très verte, du risque souverain des pays de l'OCDE ; certes, il pouvait de temps en temps survenir une crise financière, mais ce risque restait bon et vert.

Juste derrière ce risque souverain, allant de vert pâle à vert plus vif, il y avait les risques de crédit court terme des entreprises ; et plus elles étaient importantes et plus leurs activités se déployaient au cœur de l'OCDE, plus le risque était vert.

Au-delà de ces zones de relative sécurité, la couleur devenait orange, puis nettement rouge au fur et à mesure que le cercle s'élargissait autour de l'OCDE et du risque souverain, vers celui d'entreprises opérant dans des contextes politiques, législatifs et réglementaires douteux.

Une première révolution copernicienne de ce bel ordonnancement est apparue avec les crises financières

et monétaires des pays émergents des années 1990. Elle a consisté à considérer de plus en plus que des grandes entreprises pouvaient avoir des notations, des risques de crédit de meilleure qualité que ceux de leur pays d'origine, même si ces entreprises étaient de fait nationalisées. Ainsi, Gazprom ou Sonatrach ont très vite bénéficié de risques crédit supérieurs à ceux de l'État russe ou algérien.

Et puis, tout s'est effondré : la crise de 2007, puis la faillite de Lehman Brothers en 2008, puis les doutes sur la dette américaine à l'été 2011 et encore plus sur les dettes de l'eurozone depuis l'automne ont provoqué une révolution d'un autre ordre, plus radicale.

Il était impératif pour *Risques* de revisiter ce territoire de l'assurance crédit et du risque politique pour comprendre comment les assureurs spécialisés, mais aussi des académiques interprétaient ces évolutions et ces ruptures.

Grâce à Christian Schmidt, nous entamons aujourd'hui le premier volet d'une analyse d'une approche assurancielle du risque souverain et du risque de crédit.

Une seconde approche plus financière sur le régime des notations et la nature du marché des CDS suivra en 2012 ce dossier qui est d'une actualité très... présente.

LE RISQUE PAYS À L'AUNE DE LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES EUROPÉENNES

Christian Schmidt

Professeur à l'Université Paris-Dauphine

Lorsque le projet d'un dossier sur le réexamen du risque pays, à la lumière des problèmes posés par les dettes souveraines dans certains pays européens, a été arrêté, la situation était assez différente de celle que nous connaissons aujourd'hui.

Plusieurs de ces pays, nommément la Grèce, l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, rencontraient, depuis quelque temps, de sérieuses difficultés à refinancer leurs dettes publiques sur les marchés internationaux. En témoignaient, notamment, les niveaux atteints par les taux d'intérêt de leurs emprunts à dix ans et les montants de leurs spreads. Les agences de notation, selon des rythmes différents et des modalités distinctes pour chacune, avaient dégradé régulièrement leurs notes pays. L'évaluation du risque pays était donc en phase avec les évaluations des dettes souveraines sur les marchés financiers. Même si une certaine contagion s'observait déjà au sein de la zone, via les marchés, aucun scénario n'imaginait alors qu'une crise de dette souveraine pourrait atteindre des pays comme la France, ou plus encore l'Allemagne, forts l'un et l'autre de plusieurs décades de AAA. Certes, l'Italie était déjà perçue comme un maillon faible. Mais on se rassurait volontiers en arguant que son ratio dettes publiques/PIB restait inférieur à ceux respectivement atteints par le Japon et les États-Unis, et que le niveau de son déficit budgétaire était encore relativement bas sur l'année 2010. Quant aux signes inquiétants qui nourrissaient les doutes concernant les paiements de la dette grecque, ils étaient rapportés au cas particulier de la Grèce, tributaire de statistiques peu fiables et de pratiques fiscales opaques propres à ce pays.

Nouvelles données, nouvelles questions

Qu'est-il advenu depuis ? Par un phénomène de transmission redouté par tous, l'inquiétude, initialement suscitée par les dettes souveraines des quelques pays limitativement identifiés, s'est étendue aux autres membres de la zone euro. Il en est résulté

une crise d'ampleur et de portée beaucoup plus larges, qui affecte maintenant l'ensemble de la zone. Cette crise, d'un genre nouveau, a ébranlé, à son tour, les institutions européennes et donc les mécanismes politiques sur lesquels repose le fonctionnement de cette zone. Cette évolution renforce aujourd'hui l'intérêt de notre dossier. La rapidité avec laquelle les événements se sont succédés et la dimension prise par leurs conséquences semblent, rétrospectivement, avoir été mal anticipées par les acteurs, comme, du reste, par les analystes. Il est vrai que l'ombre d'une

récession non prévue commençait à peine à se profiler en Europe.

Dès lors, trois nouvelles questions se trouvent posées. La première est d'ordre macroéconomique. Elle concerne la distinction entre ce que l'on a coutume de nommer « dette structurelle » et la dette appelée parfois « conjoncturelle » des États, dans un contexte général d'incertitude (1). Elle intéresse la nature de leurs relations à des termes différents. La seconde porte sur les anticipations. Elle vise la sensibilité des anticipations faites sur la dette d'un pays particulier par rapport à son environnement international, au regard des réseaux, souvent complexes, de son financement extérieur. La troisième prolonge une suggestion consistant à considérer le problème des dettes souveraines sous l'angle d'un jeu permanent de négociation (2). Il s'agit de cerner à quel moment cette négociation implicite se transforme en une négociation explicite et d'évaluer ses conséquences sur le nombre des joueurs, les règles du jeu et, bien sûr, l'issue des accords obtenus.

Quelques orientations de recherche

Plusieurs pistes semblent d'ores déjà ouvertes pour éclairer ces différentes questions. Les principaux indicateurs macroéconomiques couramment utilisés pour mesurer le poids des dettes souveraines (dettes publiques/PIB ; déficits publics/PIB...) se sont révélés de piètres précurseurs du risque souverain, tout au moins pour des économies considérées comme avancées. Leur enregistrement ne prend en effet jamais en compte la dynamique propre des réactions qui est apparue ici déterminante. Les expériences récentes montrent que cette dynamique varie beaucoup d'un pays à l'autre. Il n'est qu'à comparer, par exemple, les situations respectives des économies irlandaise et espagnole aujourd'hui. La majorité des contributions publiées dans ce dossier s'entendent sur ce constat général. Parmi les données qui ont été très insuffisamment mobilisées pour

comprendre la crise actuelle figurent les statistiques de balance de paiements des pays exposés du fait, paradoxalement, de leur appartenance à la même zone monétaire.

Une autre proposition porte sur l'intégration des créanciers internationaux dans l'évaluation des risques associés à ces dettes souveraines (3). C'est, en effet, la détention de montants importants de ces dettes par des banques d'autres pays appartenant à la zone euro qui constitue la principale menace de transformation de cette crise des dettes souveraines en une crise financière européenne. Le canal de transmission bancaire s'allonge avec l'internationalisation des avoirs de ces banques, notamment aux États-Unis. Une réalité qui complique le repérage et la traçabilité du risque réellement engendré par ces dettes. On trouvera dans ce dossier quelques observations qui vont en ce sens.

Quant à la dimension politique des problèmes posés, elle se manifeste à tous les niveaux, puisque la solvabilité du débiteur public dépend toujours, au moins en partie, de sa volonté politique et que les créanciers sont obligés d'en tenir compte dans leurs exigences. Un point qui a été retenu et analysé par plusieurs auteurs de ce dossier. Ce qui complique cependant la question est qu'ici débiteurs et créanciers appartiennent à une même entité politique, la Communauté européenne, dont certains, mais pas tous, sont membres d'une même zone monétaire. Pour démêler cet écheveau, il serait fécond de distinguer plusieurs niveaux de négociations politiques. Un premier niveau, strictement interne, se joue entre les forces politiques des pays débiteurs. Un second niveau, plus classique, fait intervenir le gouvernement du pays débiteur et ses principaux créanciers, sans oublier des accompagnateurs actifs, comme le FMI, voire d'autres institutions européennes dont le rôle exact est encore en discussion. Un troisième niveau, enfin, met en scène les différents membres créanciers et/ou débiteurs, réels ou seulement potentiels, appartenant à la Communauté européenne. Une fois les règles arrêtées, la nouveauté de cette approche tient moins à l'identification de ces différents jeux de négociations qu'à la recherche de leurs interactions.

Ainsi, le résultat du jeu politique interne n'est pas indépendant de la négociation avec les créanciers, qui, elle-même, est influencée par l'issue attendue du jeu communautaire. Un tel système fonctionne en boucle et se nourrit des anticipations croisées des joueurs opérant à ces différents niveaux.

En dépit des innombrables difficultés qui l'ont accompagnée, on peut donc espérer que cette crise des dettes souveraines européennes permettra, si on en saisit l'opportunité, de faire progresser l'intelligence de ce que l'on désigne, aujourd'hui encore, sous l'appellation discutable de « risque pays ».

Notes

1. On consultera sur cette question les observations formulées dans le rapport annuel de la BCE de 2010.
2. Cf. Christian Schmidt, « Dettes souveraines et risques pays : une nouvelle approche », *Risques*, n° 87, septembre 2011.
3. Les stress tests auxquels ont été soumises les banques européennes auraient pu contribuer à cette intégration, mais leur méthodologie prête à discussion.

LE RISQUE PAYS AU MIROIR DES CRISES

François David

Président de Coface

Autrefois, les échanges internationaux concernaient surtout les grands contrats d'infrastructure. Il s'agissait alors d'évaluer le risque souverain à moyen terme, c'est-à-dire la capacité des États à faire face à leurs engagements financiers à l'étranger. Aujourd'hui, ce n'est plus qu'un des aspects du risque pays. La libéralisation des économies s'est accompagnée d'une explosion des échanges entre les entreprises. La plupart des biens échangés sont désormais payables à court terme. Il est donc devenu nécessaire d'apprécier le risque à partir de ce type de transactions. L'analyse du risque pays doit donc s'appuyer sur une double expertise : l'expertise macroéconomique, qui découle de l'étude de l'évolution des grands agrégats économiques, et l'expertise microéconomique, qui résulte de l'expérience des paiements des entreprises.

Le risque pays selon Coface

L'activité principale de Coface consiste à couvrir les entreprises contre le risque de non-paiement de leurs clients, ce qui suppose d'être en mesure d'analyser la capacité des partenaires de nos assurés à honorer leurs échéances de paiement à court terme (inférieures à 2 ans).

L'évaluation pays développée par Coface détermine le niveau moyen de risque d'impayé présenté par les entreprises d'un pays sur les transactions commerciales

payables à court terme. Elle indique dans quelle mesure un engagement financier d'une entreprise du pays concerné est influencé par les perspectives économique, financière et politique du pays.

Le niveau de risque est calculé à partir d'un modèle combinant l'appréciation de six types de risques (risque politique, risque de pénurie de devises, risque de défaut de paiement de l'État, risque de dévaluation brutale, risque de crise systémique du système bancaire, risque de conjoncture) et l'expérience des paiements enregistrée par Coface et ses partenaires.

Les évaluations sont classées selon une échelle allant de A1 à A4 pour les bons risques et de B à D pour les risques les plus élevés (voir tableau 1).

Tableau 1. Échelle d'évaluation du risque pays par Coface

A1	La situation politique et économique est très favorable, et l'environnement des affaires est de qualité. Cet environnement influe favorablement sur le comportement de paiement des entreprises. La probabilité moyenne de défaut est très faible.
A2	La situation politique et économique est favorable, l'environnement des affaires peut comporter quelques lacunes. La probabilité moyenne de défaut des entreprises est peu élevée.
A3	Le comportement de paiement est susceptible d'être affecté par une modification de l'environnement économique et politique du pays, qui est globalement favorable mais volatil. L'environnement des affaires comporte des lacunes. La probabilité moyenne de défaut des entreprises se situe à un niveau convenable.
A4	Les perspectives politiques et économiques peuvent être marquées par quelques fragilités. Une relative volatilité de l'environnement des affaires est susceptible d'affecter les comportements de paiement, la probabilité moyenne que cela conduise à un défaut de paiement restant acceptable.
B	Des incertitudes au plan économique et financier et un environnement des affaires parfois difficile sont susceptibles d'affecter des comportements de paiement. La probabilité moyenne de défaut des entreprises est assez élevée.
C	Les perspectives économiques et politiques très incertaines et un environnement des affaires comportant de nombreuses lacunes sont de nature à détériorer sensiblement le comportement de paiement. La probabilité moyenne de défaut des entreprises est élevée.
D	L'environnement économique et politique présente des risques très élevés, et l'environnement des affaires peut être très difficile. Ces fragilités peuvent avoir un impact très sensible sur les comportements de paiement. La probabilité moyenne de défaut des entreprises est très élevée.

Le classement d'un pays peut être revu à tout moment. La décision est prise par un comité d'évaluation des pays sur une proposition du département risque pays.

Une « révolution » du risque pays a eu lieu avec « les » crises à l'œuvre depuis 2008. Ces tensions ont mis en évidence la nécessité de procéder à des ajustements majeurs. La grille du risque pays était en effet différente selon que Coface considérait le risque dans les pays émergents ou dans les pays avancés. En effet, s'agissant des premiers, le poids accordé aux dettes externes et souveraines et au déficit courant se révélait bien plus élevé que pour les pays émergents ; l'idée sous-tendue alors est que le risque de crise financière et souveraine touchait principalement les pays émergents, structurellement exposés à une crise de défiance de la

part de leurs créanciers. En revanche, dans le cas des pays avancés, la composante principale du risque résidait dans la conjoncture, laquelle peut fluctuer et impacter le risque de crédit des entreprises. Les pays avancés étaient censés être moins fragiles face aux grands risques financiers systémiques : crise souveraine, crise bancaire, crise de la balance des paiements. La chute de Lehman Brothers a provoqué pour la première fois une remise en cause de ces croyances : une crise bancaire systémique s'est matérialisée dans les pays avancés, avec pour conséquence une récession record. La crise de la zone euro – et surtout la fragilité croissante de la Grèce – a ébranlé l'idée selon laquelle les pays avancés sont protégés des crises souveraines. Pourquoi croyait-on les pays avancés armés de fait contre ces risques de nature systémique ?

Le rôle des garanties implicites

La question des garanties implicites joue un rôle majeur dans toutes les crises financières. Une crise souveraine dans un pays de la zone euro constituait un événement inenvisageable, car les autres pays membres de l'Union monétaire étaient les garants implicites de la solvabilité financière des États en difficulté. L'expérience de la crise grecque montre que la garantie implicite ne fonctionne pas automatiquement ; les textes de l'Union n'ayant pas explicitement prévu le sauvetage financier d'un souverain en détresse. Pis, le texte du traité de Lisbonne comporte une clause, dite de *no bail out*, interdisant théoriquement le rachat par la BCE des titres de dette publique et empêchant d'accorder des crédits aux pays membres. Dans les faits, l'Eurogroupe a mis en place un plan de sauvetage de 750 milliards de dollars, la Facilité européenne de stabilité financière, permettant de prêter aux pays en difficulté de la zone euro. Si cet événement montre la solidarité dont font preuve les États membres de l'Union économique et monétaire (UEM), il ne constitue pas un mécanisme habituel ou prévu par la législation européenne et ne participe donc pas des liens financiers implicites européens. De la même manière, la décision de la BCE de monétiser la dette publique des États membres demeure un mécanisme extraordinaire (et illégal) dont on ne saurait attendre qu'il se répète à chaque fois que la solvabilité d'un État se trouve en cause.

Or, avec un peu de recul, on réalise que les grandes crises financières fonctionnent selon la même mécanique, celle de la croyance collective erronée en un garant implicite. L'expérience des crises montre en effet que les liens financiers, lorsqu'ils ne sont qu'implicites, sont remis en cause. On peut multiplier les exemples : au milieu des années 1990, les banques ou les grands conglomerats indonésiens et coréens très endettés en devises étaient supposés bénéficiaires de la garantie implicite des États, notamment

via des liens familiaux entre les fonctionnaires et les milieux d'affaires. En 1998, le soutien de la communauté financière à la Russie était considéré comme automatique en raison de la taille et du rôle stratégique du pays, qui sortait péniblement du communisme. En 2000-2001, un défaut argentin paraissait impensable en raison du poids systémique de l'Argentine dans le marché des *Eurobonds* souverains émergents (40 % des émissions), ce qui laissait penser que le FMI soutiendrait le pays. Lehman Brothers ne pouvait pas faire faillite car d'une taille trop grande et donc trop menaçante pour le système financier américain et mondial. La FED avait donc l'obligation de refinancer la banque. Dubaï World était une *government related entity* et recevait le soutien implicite du gouvernement de Dubaï, lui-même protégé implicitement par le gouvernement d'Abu Dhabi, seule entité réellement solvable de la fédération des Émirats arabes unis. Bref, l'histoire se répète : dans les situations de crise, les garanties implicites ne fonctionnent plus ou à tout le moins très mal.

Les « garants » se trouvent toujours face à un dilemme : les banques centrales, les souverains solides ne souhaitent pas appliquer une garantie explicite en raison de l'aléa moral. En effet, si toutes les entités en détresse bénéficient d'un sauvetage, cela encourage fortement la prise de risque. Bref, on considère la non-intervention comme un facteur de diffusion efficace de la vertu financière. Un second problème réside précisément dans le fait qu'un souverain solide reste robuste justement parce qu'il n'a pas donné sa garantie explicite de manière inconsidérée. Car, dans le cas d'un sauvetage, le risque est transféré à celui qui sauve et qui garantit. Si l'Allemagne s'engageait à sauver systématiquement tous les États membres de la zone euro, la dette souveraine allemande deviendrait insoutenable. C'est la logique du gouvernement kazakh, qui a refusé de sauver la banque publique BTA, dont la dette a été déclarée en restructuration en avril 2009. Pour rester un bon souverain peu endetté, le gouvernement a choisi de ne pas assumer le passif d'une entité surendettée, lequel aurait automatiquement alourdi son propre passif.

Le retour de la contrainte externe

Le retour de la contrainte externe : on ne peut pas s'endetter infiniment, même dans sa propre monnaie. Un second facteur était supposé protéger les pays avancés d'une crise financière semblable à celle des pays émergents. On avait en effet coutume de penser que les pays à monnaie forte (États-Unis, Royaume-Uni, pays d'Europe de l'Ouest...) ne pouvaient pas faire défaut. Dans la vision traditionnelle du risque souverain, les pays émergents peuvent difficilement emprunter sur les marchés internationaux dans leur propre monnaie – ce qu'on appelle le « péché originel » – en raison du risque de change associé à des titres libellés en monnaie locale. Pour payer une prime de risque moindre, les pays émergents empruntent plutôt en devises fortes. Ainsi le créancier incorpore dans sa prime de risque uniquement le risque de signature. Les pays à devise forte n'ont pas ce problème car ils empruntent dans la monnaie qu'ils créent. Ils ne sont donc pas, théoriquement, confrontés au risque de change en s'endettant – leurs ressources et dépenses sont dans la même devise. Mais surtout ils ont en théorie un accès infini à leur propre devise. Un pays émergent est tributaire de la disponibilité des devises pour rembourser sa dette : il peut avoir des réserves de change et/ou une capacité d'emprunt en devises. Il ne peut pas créer des dollars ou des euros. Il ne peut créer que sa propre monnaie ; et, si cette dernière se dévalue, il obtiendra de moins en moins de devises pour une somme fixe ; et, s'il fait face à une crise de défiance, il ne pourra pas emprunter.

Ce cadre traditionnel – qui exclut les pays à devise forte de la logique du risque souverain – a été lourd de conséquences. On a cru que l'endettement des pays avancés était indolore et sans risque. Or la création de la zone euro a évidemment participé à cette négligence. Une fois entrés dans la zone euro, les pays membres se sont massivement endettés : leurs États mais aussi leurs entreprises et leurs banques se sont financés à crédit. Pourquoi se priver ? Les taux

étaient bas et les *spreads* peu « discriminants » selon les pays. En outre, s'endetter dans la monnaie commune était considéré comme sans risque car sans risque de change. Le creusement des déficits courants et la montée de l'endettement externe des pays membres n'ont pas été correctement surveillés. La hausse de la dette publique et privée dans les pays de l'Union monétaire s'est produite principalement à l'intérieur de l'Union. Pour le dire simplement, les États membres de la zone euro se sont endettés auprès des entités de la zone euro. C'est une chose bien connue aujourd'hui : l'État portugais est endetté auprès des banques espagnoles, l'État italien auprès des banques françaises... Des débiteurs et des créanciers de nationalité différente partagent la même monnaie commune !

Ainsi, le niveau de dette externe (c'est-à-dire vis-à-vis des non-résidents) des pays avancés en 2010 s'élevait en moyenne à 134 % du PIB quand il atteignait 62 % en Argentine et en Russie au moment de leur crise souveraine respective. En 2008, le déficit courant de la Grèce et du Portugal était respectivement de – 15 % et – 13 % du PIB. Or, on s'inquiète d'un déficit courant dans un pays émergent quand il est supérieur à 4 % du PIB. Bref, la contrainte externe des pays avancés a été négligée. Tout ceci s'est brutalement révélé au moment de la crise grecque : même sans risque de change, il n'est pas possible de dépasser un seuil d'endettement même s'il est en monnaie locale et surtout si vos créanciers commencent à avoir un doute sur votre solvabilité. Ainsi, le risque souverain, traditionnellement réservé aux pays émergents, s'est matérialisé dans les pays avancés. À partir du moment où leurs dettes souveraines explosent et qu'ils n'ont plus accès ni au marché ni aux financements de leurs États partenaires, les pays à devise forte sont réellement confrontés au risque de défaut.

Du point de vue méthodologique, les conséquences sont de deux ordres : en termes de risque, les pays avancés et les pays émergents sont moins différents de nature qu'on ne le pensait. Pour analyser les pays avancés, on doit utiliser les ratios traditionnels des pays émergents. Il est nécessaire aujourd'hui, dans les évaluations des risques, de surveiller les dettes

souveraines et externes des pays avancés, ainsi que leurs comptes courants et leurs systèmes bancaires. Toutefois, rapprochement ne signifie pas similarité. Le seuil de tolérance à la dette reste différent selon le niveau de développement des pays. Pour le dire plus simplement, la dette publique du Pakistan ou de l'Ukraine, si elle se situe au-delà du seuil de 40 % du PIB, est dangereuse. En revanche, le Royaume-Uni ou les États-Unis peuvent tolérer une dette de 75 % du PIB. En ayant un accès à la monétisation par la banque centrale – c'est à dire à la planche à billets –, ces deux États peuvent afficher une dette élevée avec un risque de défaut limité. En l'occurrence, la FED et la Banque d'Angleterre sont très généreuses en matière de monétisation. Le Pakistan pour s'endetter est obligé de recourir à des financements externes et en devises : il est donc dépendant de ses créanciers et de son accès au dollar. Bien entendu, la capacité d'endettement des États-Unis ou du Royaume-Uni est supérieure à celle du Pakistan ou de l'Ukraine, mais elle est limitée : les États-Unis ont perdu leur AAA durant l'été 2011 parce que la capacité du gouvernement à gérer la dette semblait compromise par les tensions politiques. Bref, la capacité d'endettement de tout pays avancé – même celle de la première économie au monde, qui a la chance d'émettre la première monnaie internationale – n'est pas infinie. On comprend donc la complexité du changement méthodologique à l'œuvre : il est nécessaire de mieux prendre en compte l'endettement des pays avancés, mais il est impossible de plaquer un modèle risque pays bâti pour le risque pays émergents sur les données des pays avancés.

Pays émergents/pays avancés, même évaluation ?

Les pays émergents et avancés voient s'estomper la frontière qui les sépare, mais ils restent différents en matière de vulnérabilité financière. Si le calibrage des modèles doit être adapté pour chacun d'eux, il est alors nécessaire d'établir une distinction entre les deux catégories de

pays. Aussi, afin de déterminer de manière rigoureuse et non arbitraire quel pays peut être considéré comme avancé, trois critères ont été pris en compte donnant lieu à une évaluation finale :

- la gouvernance du pays,
- le PIB par habitant du pays,
- la capacité du pays à émettre de la dette en monnaie forte (livre, euro, dollar, yen).

En outre, la qualité de la gouvernance crée une distinction claire entre les pays de part et d'autre du seuil : ceux dont la gouvernance est de bonne qualité sont considérés comme avancés ; ceux dont la gouvernance est plus basse ne le sont pas. Nous établissons ainsi qu'outre le niveau de développement le critère discriminant entre pays avancés et pays émergents réside dans la qualité de la gouvernance.

Si la nécessité d'appréciation du risque souverain des pays industrialisés est réelle, les barèmes d'évaluation existants pour les pays émergents ne semblent pas adaptés. Ainsi des aménagements ont-ils été réalisés.

Nombre de raisons expliquent une différence d'évaluation entre pays émergents et pays industrialisés. Toutefois, elles se fondent toutes sur l'idée selon laquelle les indicateurs de dette, publique comme privée, ne reflètent pas la même réalité du risque souverain dans les pays émergents et les pays industrialisés.

L'évaluation de la gouvernance repose sur différents critères : la corruption, le respect de la loi, l'efficacité du gouvernement, la qualité de la réglementation ou encore la stabilité politique. Ces indicateurs donnent des garanties sur le risque souverain : à taux d'endettement identique, un pays instable politiquement, ou d'environnement réglementaire douteux, présente des risques de défaut a priori plus importants qu'un pays où la gouvernance est supérieure. Bien évidemment, ce critère est également primordial lorsqu'on se penche sur la capacité des entreprises à honorer leurs échéances de paiements.

Le revenu d'un pays influe également sur sa probabilité de défaut : selon une étude du FMI sur la

soutenabilité de la dette des pays à bas revenu, un pays à faible revenu risque de tomber en défaut avec un niveau d'endettement plus bas qu'un pays dont le revenu serait supérieur. Autrement dit, la probabilité de défaut pour deux pays à endettement égal est supérieure pour celui dont le revenu est le plus faible.

Ensuite, la capacité des pays industrialisés à emprunter dans leur propre monnaie, considérée comme devise forte, diminue partiellement le risque associé à l'endettement de ces pays. Certes, les banques centrales y sont indépendantes, mais le statut de ces monnaies confère une crédibilité accrue aux pays industrialisés vis-à-vis des marchés.

Tous ces critères font que, même s'il y a une forte convergence dans l'évaluation des pays émergents d'une part et des pays avancés d'autre part, une distinction demeure. Il est donc nécessaire pour les analystes de garder à l'esprit cette distinction tout en prenant en compte les récentes évolutions.

Les risques financiers systémiques et les entreprises

Les risques financiers systémiques ont un impact potentiel sur les entreprises. Le modèle d'évaluation de Coface porte sur le niveau moyen de risque d'impayé présenté par les entreprises d'un pays donné. Il est évident que

la crise souveraine peut avoir un impact sur les entreprises et nous conduire à réviser nos évaluations. La hiérarchie est remise en cause, et cela se traduit dans les évaluations puisque certains pays émergents sont déjà mieux évalués que des pays avancés traditionnels. En ce sens, il était donc nécessaire d'adapter nos méthodes d'évaluation en prenant en compte les événements de ces derniers mois. En effet, le risque souverain n'est pas limité aux seuls États et peut se transmettre aux entreprises par cinq biais principaux :

- un renchérissement des conditions de financement des entreprises,
- un rationnement quantitatif du crédit bancaire du fait de l'exposition des banques aux souverains en détresse,
- l'impact direct des programmes d'austérité via les hausses d'impôts ou les retraits des mesures subventionnelles aux entreprises,
- l'impact de la contraction de la demande liée à ces programmes d'austérité,
- les délais de paiement, voire les impayés, des administrations clientes des entreprises.

Il est évident que ces cinq canaux de transmission sont liés les uns aux autres. En tout état de cause, l'impact peut être majeur, en particulier au travers de la montée des impayés. Dans ces conditions, chacun doit faire preuve de vigilance et de prudence, à commencer par ceux qui évaluent les risques.

CRISE ET RISQUE PAYS

Louis Habib-Deloncle

Président du directoire de Garant VAG

La crise financière née des débordements des subprimes américains s'est déportée depuis un an sur la question des dettes souveraines et principalement de celles des pays de la zone euro. L'effet est d'ailleurs pratiquement mécanique : pour renflouer les banques menacées par la crise des subprimes, les États ont dû leur prêter des sommes conséquentes et donc aggraver leur dette publique. Outre le fait que plusieurs banques ont déjà remboursé les avances qui leur ont été consenties – et levé plus de 50 milliards d'euros de capital supplémentaire depuis 2008 –, on peut constater que la question des dettes publiques dans les pays européens n'est pas devenue un problème nouveau en 2008-2009. Il y a déjà des années, voire des décennies, qu'étaient tirées des sonnettes d'alarme un peu partout pour s'inquiéter du coût croissant du modèle social européen, aggravé par les baby-boomers de l'après-guerre, et de l'indiscipline budgétaire des États et des collectivités locales dans plusieurs pays de la zone euro, notamment ceux de son flanc sud. L'Italie, par exemple, flirtait déjà allègrement avec une dette publique autour de 100 % du PIB depuis des années sans que les fameux marchés s'en émeuvent particulièrement. On peut alors valablement se demander pourquoi autant d'agitation autour de la dette souveraine des pays de la zone euro depuis un an. Que la tendance générale à laisser filer la dette publique et à la reporter sur les générations futures puisse inquiéter, nul ne saurait raisonnablement le contester. Mais ne doit-on pas à l'honnêteté intellectuelle de reconnaître que l'ampleur prise par cette question aujourd'hui tient aussi – surtout ? – au besoin génétique des marchés financiers de spéculer ?

Alors après les subprimes américains, pourquoi pas les dettes souveraines européennes ?

Partir d'un problème réel – la trop longue dérive des dettes publiques en Europe – et bien l'amplifier pour créer énormément de volatilité – et donc des possibilités de gains

démésurés –, voilà qui était trop tentant pour y résister au nom de la sagesse et du bon sens économique !

Les États, et notamment les membres du G20, doivent bien se mordre les doigts aujourd'hui de ne pas avoir pris, dès la fin 2008, les mesures drastiques qui s'imposaient pour mieux encadrer le secteur financier et en contrôler les dérives.

Les faiblesses de l'économie mondiale – subprimes hier, dettes souveraines aujourd'hui – ne sont que

secondaires en regard du problème central de l'économie mondiale, et l'on trouvera encore demain des déséquilibres économiques ou financiers susceptibles d'attirer la spéculation. La question fondamentale qui se pose aujourd'hui à tous les gouvernements de la planète est celle de l'excessive rentabilité des activités de la finance – virtuelle – par rapport à celle de l'économie réelle.

Il faut avoir la lucidité de reconnaître que le monde – et les pays occidentaux au premier chef – paie aujourd'hui la facture – bien lourde – du mouvement incontrôlé de concentration dans le secteur financier qu'ils ont laissé opérer – voire parfois soutenu – au cours des vingt dernières années.

Alors qu'on s'interrogeait déjà sur la valeur ajoutée que pouvaient apporter aux clients certaines fusions-acquisitions, les États se sont laissé influencer par la logique que leur promettaient les bâtisseurs d'empires financiers, le fameux « *too big to fail* ». Combien se sont laissé prendre à l'illusion de l'effet de taille qui devait mettre ces mastodontes à l'abri de tout aléa politique ou financier ? Souvenons-nous de la fusion du siècle (XX^e) entre Citybank et Travelers – qui devait constituer la plus grosse entité financière au monde – prestement démantelée quelques années plus tard ! Au profit de qui ?

Pourquoi aucune voix autorisée ne s'est-elle fait entendre pour énoncer cette simple proposition de bon sens : plus les capitaux accumulés sont importants, plus ils requièrent des rémunérations élevées ? Lorsque les rémunérations exigées dépassent largement celles de l'activité économique normale, on est alors forcé de capter tout de suite ce qui devrait constituer les bénéfices de demain et d'après-demain. Puis, lorsqu'on a asséché la capacité d'investissement à moyen terme au profit d'un horizon à très court terme, on se détache de l'économie réelle et on joue en vase clos avec l'immense liquidité ainsi accumulée, de plus en plus vite, de plus en plus gros.

Lorsque des programmes informatiques hyper sophistiqués permettent de nouer et de dénouer une

transaction en moins d'une seconde, ce ne sont plus l'immobilier aux États-Unis ou la dette publique en Europe qui font peser un risque sur l'économie mondiale et les peuples. C'est bien l'emballement d'un système financier détaché de la réalité, vivant en vase clos et dorénavant trop éloigné du rôle économique qui est sa raison d'être : financer l'activité économique dans le monde.

Quand des banquiers annoncent aujourd'hui que la banque commerciale rapporte bien moins que la banque d'investissement, quand certaines banques décident de contracter leur bilan en réduisant essentiellement leur financement du commerce et de l'industrie ; quand, de surcroît, les autorités de supervision d'État, soucieuses de renforcer la fiabilité des banques, édictent de nouvelles règles prudentielles qui risquent fort de pousser à une contraction accrue de l'activité – moins rentable – de banque commerciale au profit de la plus rentable banque d'investissement, on voit bien que la cause réelle des crises auxquelles sont confrontés plusieurs pays est d'abord et avant tout la dérive incontrôlée des marchés financiers et du système bancaire.

Les États, individuellement ou collectivement au sein du G20 ou du FMI, sont-ils capables de ramener le fleuve dans son lit ? On a pu l'espérer quand on a entendu les propositions tranchées du gouverneur de la banque d'Angleterre, prônant la séparation totale entre banque commerciale et banque d'investissement, ou quand on a vu la chancelière allemande, suivie d'ailleurs tardivement par les autorités françaises, interdire les pratiques de vente à découvert, terrible outil d'amplification de la spéculation à peu de risques. On a malheureusement dû déchanter en constatant l'incapacité des instances multilatérales face à la pression efficace des lobbies de la banque et de la finance. En lieu et place de la thérapie de choc, pourtant nécessaire, on devra donc se contenter d'un traitement plus proche de l'homéopathie, de plus probablement inapte à traiter la pathologie actuelle.

Pourtant, comme les acteurs de la finance ont démontré qu'ils n'entendaient nullement s'autoréguler,

comme on ne les a pas entendus reconnaître ce qui est pourtant une évidence, à savoir qu'on ne peut pas durablement réaliser des marges à 20 ou 30 % quand la croissance mondiale n'augmente que de 5 % en moyenne, il ne reste que peu d'alternatives, hormis l'initiative de la puissance publique qui, par la négociation si possible, par la contrainte juridique sinon, se doit d'assainir le fonctionnement de la finance mondiale. Encore, puisqu'il s'agit d'une situation complexe, faut-il édicter des règles adaptées au but recherché, celui de rapprocher à nouveau la finance mondiale de l'économie réelle !

C'est de cet enjeu que va dépendre la nouvelle perception que l'on pourrait avoir de la notion de risque pays.

Les évolutions du risque pays

Le concept même de risque pays semble être appelé à évoluer profondément.

■ Faillite des États ?

En premier lieu, la confrontation entre les approches financière et juridique augmente en intensité et l'issue en est incertaine.

On parle ainsi à l'heure actuelle de faillite des États alors précisément qu'en droit un État peut être défaillant à un instant T mais jamais en faillite puisqu'il y a toujours derrière le contribuable pour rembourser les dettes dans le temps. C'est d'ailleurs sur cette conception même de la pérennité de l'État que les pays européens ont accru massivement leur dette publique, encourageant ainsi le reproche de reporter la dette sur les générations futures. Plus concrètement, personne ne peut sérieusement imaginer que la défaillance financière d'un État entraînerait sa liquidation.

En réalité, la prédominance actuelle de l'approche financière pousse à considérer qu'une défaillance de

paiement à un instant T équivaut à une faillite. Il serait souhaitable que les spécialistes de la finance et de l'économie cessent de considérer les problèmes sous le seul angle de l'intérêt financier immédiat.

L'histoire recèle d'exemples d'États pris financièrement à la gorge et réagissant avec différents types de mesures. Le cas extrême est probablement celui de l'Allemagne après la signature du traité de Versailles, écrasée par une dette de guerre insupportable qui a conduit en toute légalité à l'abomination nazie et à la Seconde Guerre mondiale. Et pourtant, même détruite et vaincue, l'Allemagne n'a pas été rayée de la carte des États, bien au contraire et fort heureusement ! Sans aller aussi loin, les États surendettés ont utilisé diverses méthodes, pas toujours fondées juridiquement, pour surmonter leur problème financier dans le temps : confiscation ou nationalisation d'actifs, décisions unilatérales de non-remboursement des intérêts ou du principal, planche à billets, etc.

Dans leur univers à courte vue, les marchés financiers ne semblent pas se rendre compte des conséquences lourdes que pourrait avoir pour eux et plus encore pour des peuples entiers un jusqu'au-boutisme poussant des pays à l'exaspération et à la révolte. Qu'il faille mettre un frein à la dérive constante des finances publiques dans plusieurs pays, tout le monde en convient. Que, lassée de promesses jamais tenues, la communauté internationale, banques centrales, FMI et marchés financiers saisissent l'occasion pour imposer la mise en œuvre de réformes financières sérieuses, soit ! Mais le pragmatisme doit l'emporter sur l'orthodoxie doctrinale ; et, surtout, le devoir de clairvoyance impose de reconnaître que si un État peut être temporairement défaillant, il ne peut pas être en faillite.

■ Logique financière contre logique politique

Dans la même veine, d'éminents économistes viennent expliquer aujourd'hui que la survie de l'euro passe par la constitution d'un gouvernement économique européen.

On notera d'abord que la réaction est toujours fondée sur la même croyance : « *Big is beautiful.* » On dirait même : « *Only big is beautiful !* »

Face à un problème, toujours plus de concentration, toujours plus de centralisation ! Ainsi donc il faudrait confier à une oligarchie dite fédérale un pouvoir exorbitant pouvant mettre en cause le sort de millions d'êtres humains, uniquement pour satisfaire l'attente à court terme des marchés financiers.

On a vu les conséquences nocives de cette approche dans le secteur financier privé depuis vingt ans. S'agissant de la chose publique, cette attitude est non seulement inacceptable mais aussi illusoire.

La grande question du pouvoir politique de notre époque est celle de la légitimité. Même les autorités élues légalement ne disposent pas d'un blanc-seing pour décider de tout et n'importe quoi. Seules leurs réformes perçues comme légitimes recueillent l'adhésion populaire sans laquelle l'action de tout gouvernement est vaine, a fortiori lorsqu'il s'agit d'engagements internationaux !

L'évolution de la construction européenne depuis dix ans devrait pourtant donner à réfléchir aux zélotes d'un fédéralisme bruxellois centralisateur et illégitime aux yeux des peuples, comme l'ont montré plusieurs scrutins récents. Si l'on veut renforcer l'union des peuples d'Europe, si l'on veut permettre à l'Europe de se donner un certain pouvoir de décision dans les grandes affaires internationales, alors il faut d'abord redéfinir les sphères de compétence de chacun, mettre véritablement en œuvre le principe de subsidiarité – souvent proclamé, jamais appliqué – qui permettrait à l'Union, débarrassée de nombreuses questions qui ne sont pas de son ressort, de consacrer des moyens plus efficaces aux vrais problèmes européens. Il ne peut non plus y avoir de progrès d'un pouvoir européen propre contre les pays qui composent l'Union. L'élargissement a bien sûr compliqué la tâche de l'approfondissement, mais personne ne peut sérieusement prétendre que l'Europe progressera sous la contrainte, notamment celle que pourraient

exercer les grands pays vis-à-vis des plus petits. L'Union européenne a pour ambition d'être un jeu à sommes gagnantes pour les peuples qui la composent, pas une organisation où il y a peu de vainqueurs et trop de vaincus.

Enfin, une fois encore, la vision simpliste de centralisation jacobine permet de ne pas poser les questions qui comptent : celles de la diversité des pays et des situations qui ne s'accommodent pas de solutions couperet.

Qu'il y ait ou pas un ministre européen des Finances, il faudra bien se demander comment, par exemple, traiter les budgets de la Défense : imagine-t-on la France abandonner la dissuasion nucléaire pour respecter mordicus la discipline budgétaire ? La défense de l'indépendance nationale – ou européenne – n'est-elle pas prioritaire par rapport aux humeurs des marchés financiers ? Et comment réagiraient les très écoutées agences de notation si un pays, financièrement sain et riche, était incapable d'assurer sa propre défense face à toute agression externe ? La dissuasion nucléaire, qui pèse dans les budgets de la France – et d'aucun autre pays de la zone euro –, n'est-elle pas la conséquence des guerres qu'elle a vécues au XIX^e et XX^e siècle et, plus que jamais, une condition indispensable de sa sécurité ?

De façon plus générale, n'est-il pas temps enfin de remettre en cause le fameux axiome établissant que seuls les grands (gros) États peuvent faire entendre leur voix dans le concert des nations. En démocratie, plus la distance augmente entre les peuples et les dirigeants, moins la légitimité des seconds est reconnue par les premiers. L'histoire – et l'actualité – abondent d'ailleurs d'exemples où des « petits États » (par la démographie ou la géographie) jouent un rôle essentiel dans les relations internationales.

Pour les « spécialistes » du risque pays, ce n'est d'ailleurs pas un effet du hasard si les pays régulièrement en tête des classements internationaux sont toujours des « petits pays » alors que les plus grands donnent des signes de fragilités intrinsèques, comme

pour justifier le vieil adage : « Les empires sont faits pour mourir ! » En termes de risques, n'y aurait-il pas là un élément plutôt rassurant ?

■ Les pouvoirs politique et financier sont d'une nature différente

Le second permet à la volonté d'un seul de s'imposer à tous alors que, dans le domaine politique, l'autorité suprême est entre les mains du peuple, auprès duquel les dirigeants sont comptables de leurs décisions et de leurs actes. Gouverner aujourd'hui, c'est d'abord être capable de convaincre et de persuader les peuples du bien-fondé de son action ! Avec l'extraordinaire puissance prise dans les systèmes démocratiques par des médias plus prompts à alimenter la critique – fût-elle démagogique et populiste – qu'à susciter le bon sens et la sagesse, les réformes, surtout les plus impopulaires, entamées par les gouvernements, appellent une préparation lente et profonde de l'opinion publique si elles veulent avoir une chance de réussir.

◆ Le temps et la transparence

Pourquoi devrait-on obligatoirement aller vers une confrontation ouverte entre le pouvoir politique et celui de l'argent alors que chacun a besoin de l'autre ? Les vrais enjeux de ce conflit latent sont le temps et la transparence.

Bien sûr, le temps c'est de l'argent ! Et, pour le pouvoir financier, donner du temps au temps c'est perdre de l'argent. Seulement il arrive au bout de ce qu'il peut faire pour « raccourcir » le temps alors que l'activité humaine ne peut s'accélérer davantage. Au moment où l'humanité s'engage vers le développement durable, n'est-il pas du devoir des gouvernants de ramener l'activité financière dans une durée plus supportable, par exemple en fixant une durée de vie minimale de 12 ou 24 heures pour chaque transaction financière ; juste le temps de réfléchir à ce qu'on fait, et d'en mesurer les conséquences à court et à long terme ?

Les gouvernements savent aussi que le développement économique prend du temps. La formidable accélération du progrès industriel depuis l'après-guerre a même conduit à réaliser qu'à force d'aller trop vite, trop loin, on pouvait mettre en jeu l'avenir de la planète. L'idée du développement durable s'impose de façon croissante, qui ne doit pas conduire à la gabegie financière d'antan dont rêvent les altermondialistes archaïques mais à une gestion optimisée plutôt que maximisée des ressources et donc du développement.

Le pouvoir politique, lui, sait que les changements de mentalité demandent plus de temps que toute autre action politique. Il se souvient aussi que le premier ennemi de la démocratie est l'ignorance, qui pousse parfois les peuples à des décisions irrationnelles, voire irresponsables.

Mais si sous la pression des médias l'action politique répond de plus en plus à l'obligation de transparence, la complexité des enjeux et des décisions crée encore un fort sentiment d'opacité sur les motivations qui guident les gouvernants dans leur prise de décisions. D'où un possible divorce entre le citoyen et ceux qui gouvernent !

Les marchés financiers eux aussi sont exposés à une crise de confiance de même nature : perçus comme opaques car tellement complexes et de plus en plus associés à des marchés d'initiés. Comme les banques se sont vu octroyer le monopole du commerce de l'argent, tout abus ou dérive dans leur fonctionnement peut susciter de la part des épargnants une vive émotion, parfois source de panique (Northern Rock), souvent porteuse de suspicions et de défiance.

Si la légitimité est aujourd'hui indispensable dans l'action politique, elle le devient aussi dans les métiers de la finance et de la banque.

■ Un horizon élargi

On ne peut plus aborder la question du risque pays sans prendre acte du bouleversement planétaire

consacré par la crise de 2008. Pour la première fois dans l'histoire économique du monde, les pays occidentaux ne dominent plus seuls l'économie mondiale. Qu'il s'agisse des questions financières, notamment monétaires, économiques, voire même diplomatiques, de nouvelles puissances ont dorénavant un rôle à jouer dans les processus de décision internationaux et notamment multilatéraux.

Elles disposent maintenant d'« avantages compétitifs » significatifs vis-à-vis des anciennes puissances dominantes : dynamisme économique avec des taux de croissance enviables, réserves monétaires massives dont les mouvements peuvent déstabiliser l'ordre établi, compétitivité industrielle avec notamment une vaste main-d'œuvre plutôt bon marché, positionnement diplomatique, différent de celui de l'Ouest, qui peut faciliter leur dialogue avec de nombreux pays en développement ou émergents.

Elles ont aussi des revers à leur médaille, mais elles jouent sans conteste un rôle économique et politique suffisamment important pour qu'il ne soit plus envisageable de décider sans elles.

Cette dilution du pouvoir économique mondial change la perception que peut avoir chaque pays de ses enjeux souverains. En se décentralisant, l'économie mondiale se métamorphose, notamment au plan financier, puisque son évolution ne dépend plus seulement de l'humeur de Wall Street ou de la City, et au plan monétaire, où tout le monde se demande quelle nouvelle valeur refuge ou de référence va se mettre en place avec la fin de la prééminence du seul dollar.

Après avoir indiqué leur volonté de participer à la constitution d'un nouveau panier international de monnaies, les grands pays émergents se sont mis dans une position d'attente depuis le début de la crise des dettes souveraines. Il ne faudrait pas en conclure qu'ils ont renoncé à ce projet. Peut-être simplement ont-ils pris davantage conscience des nouvelles responsabilités internationales qui leur incomberaient s'il voyait le jour !

■ La perception des pays occidentaux doit aussi évoluer

L'époque est révolue où l'on pouvait s'imaginer asphyxier un pays par des sanctions financières. Dorénavant des pays sous le coup de sanctions régionales peuvent continuer à fonctionner financièrement hors du circuit des banques occidentales. Même dans le cas de sanctions prises par les Nations unies, leur application n'est pas forcément aussi rigoureuse d'un pays à l'autre. C'est donc la carte des risques géopolitiques qui se trouve ainsi modifiée avec de nouvelles alliances, d'ailleurs plus souvent pragmatiques qu'idéologiques. Dans un environnement de plus mondialisé, il n'est donc pas étonnant que les risques aussi se mondialisent, comme l'a par exemple démontré la contagion des révolutions arabes.

L'effet domino va donc jouer un rôle croissant dans l'évaluation des risques pays avec davantage d'incertitudes et de volatilité.

◆ Une nouvelle démarche scientifique ?

Il n'est pas sûr qu'il s'agisse d'une bonne nouvelle pour les prévisionnistes qui enfermaient volontiers les pays dans des paramètres préétablis. L'évolution des scénarios concernant la Grèce au cours des six derniers mois démontre la fragilité de toutes les projections, même à relativement court terme.

Dans un monde de plus en plus diversifié, l'exercice de standardisation des risques est devenu simplement une gageure, et leur mesure statistique plus qu'incertaine. Et pourtant, dans un passé assez proche, on voulait encore nous faire croire que les modèles étaient infaillibles au point que, lorsque la réalité ne se conformait pas aux modèles, on donnait tort à la réalité plutôt qu'à ces derniers.

Aujourd'hui les risques s'évaluent « à la carte » sans qu'il soit possible d'offrir un seul menu à tous les convives. Les paramètres subjectifs s'insèrent de plus en plus au milieu des critères dits objectifs pour brouiller les codes et rendre les conclusions aléatoires.

Puisque les certitudes s'effondrent, il est indispensable de gagner en réactivité et en adaptabilité. L'ancienne théorie des scénarios ne peut pas non plus aider dans l'anticipation de l'avenir puisque le nombre de critères susceptibles d'influencer le déroulement des événements s'est multiplié avec une interconnexion presque impossible à calibrer. En prenant, par exemple, le cas présent de la Syrie, quels seraient les « bons critères » pour tenter de prévoir l'avenir politique et économique à court et moyen terme ? Au-delà de l'issue – incertaine – du conflit politique intérieur, qui pourrait aujourd'hui prévoir l'évolution des relations de la Syrie avec ses voisins dans les mois à venir ? Ici, le politique l'emporte clairement sur l'économique et donc le subjectif sur l'objectif.

Pour tous ceux qui se passionnent pour la « quête » scientifique, il reste soit à tenter de discerner les tendances lourdes, presque intangibles, de la vie des pays et à extrapoler à partir de ces données, soit à revenir de plus en plus de la macroapproche vers le microrisque puisque les circonstances démontrent que, face à un même contexte macropolitique ou macroéconomique, les différents acteurs ressentent de façon très différenciée, et même souvent opposée, les conséquences des événements qui se produisent dans chaque pays !

■ Les nouveaux défis pour les analystes pays sont nombreux

◆ Un temps économique, ou plus exactement financier, raccourci

L'horizon politique reste long. Il n'est ni souhaitable ni utile de tenter de concilier ces deux horizons. On parviendra peut-être à rallonger un peu le temps financier. On ne raccourcirait pas sans risques lourds l'appréhension du politique.

Là encore l'exemple grec est porteur d'enseignement. La Grèce existe depuis trois mille ans. Elle est avec l'Égypte la référence de la civilisation de l'ensemble du monde occidental et au-delà. Dans les domaines scientifique, littéraire ou philosophique, elle est l'une

des grandes sources des connaissances qui se sont accumulées au cours des siècles largement au-delà de ses frontières actuelles. Comment réduirait-on l'évaluation de ce pays à un seul surendettement conjoncturel ? Il faut demander à tous ceux qui s'inquiètent d'un éventuel défaut financier de la Grèce s'ils croient sincèrement que le pays disparaîtrait de ce fait ; et qui prendrait sa place. Y a-t-il aujourd'hui parmi les créanciers de la Grèce une puissance prête à fondre militairement sur elle pour lui faire rendre gorge ?

Il faut écouter la sagesse populaire qui dit : « Plaie d'argent n'est pas mortelle. » Dans ce cas, comme dans la plupart, le temps politique l'emportera sur le temps financier – et, qui plus est, dans l'intérêt même des puissances économiques et financières.

◆ Un monde interdépendant mais dominé par les particularismes

L'interdépendance entre les pays est plus grande qu'auparavant, mais avec la fin des blocs, il y a vingt ans, elle est devenue à géométrie variable puisque leur ciment idéologique a disparu.

Plus encore, la recherche identitaire et le développement des particularismes régionaux laissent à penser que la carte politique du monde n'est pas figée et que de nouveaux pays/nations pourraient apparaître, modifiant la géographie des risques (Sud Soudan ou Palestine récemment) avec de nouvelles alliances ou de nouvelles menaces.

◆ L'environnement, les ressources et la démographie

La gestion de la planète au-delà de l'immédiat pose de nouveaux défis à l'ensemble des pays : besoin de préserver l'environnement, d'anticiper un éventuel tarissement de certaines ressources naturelles, mais aussi de faire vivre décemment une population mondiale marquée par une constante croissance démographique.

◆ La sécurité transfrontière

Le développement des communications et leur impact sur les flux migratoires rendent plus ardue l'évaluation des moyens à mettre en œuvre pour les maîtriser et les accompagner. De même, les progrès de la technologie ont permis le développement d'une criminalité transfrontière qui pose de nouveaux problèmes de sécurité.

Perspective

On est passé en moins d'un siècle d'un monde sédentaire à un monde nomade, et d'entités monoculturelles à des sociétés pluriculturelles.

Les critères qu'on utilisait jusqu'alors pour évaluer un pays sont pour beaucoup obsolètes et – qui plus est – ne s'inscrivent plus dans la logique mathématique fondée sur les statistiques et les probabilités. C'est la quantification de ces risques devenus bien plus subjectifs qui est remise en cause, avec – facteur aggravant – une volatilité croissante des situations et des événements.

Peut-être faut-il trouver là le fondement de l'interrogation qui est aujourd'hui posée sur le rôle et le fonctionnement des agences de notation ? L'approche purement quantitative semble bien trop

réductrice pour permettre d'appréhender valablement l'état d'un pays susceptible d'être à tout moment pris dans des événements politiques, sociaux, économiques, voire même simplement naturels aux conséquences incontrôlables.

Aujourd'hui, plus qu'avant, nul ne devrait s'en remettre à une simple note, concept trop réducteur, pour évaluer un pays ou un risque dans un pays. Il est nécessaire d'y ajouter une analyse plus approfondie des paramètres notamment subjectifs, avec la marge d'incertitude qu'ils comportent et qui peut influencer son fonctionnement, pour se forger une opinion valable sur les risques qui s'y attachent.

Dans un monde qui s'est accéléré, la démarche académique ne peut plus se contenter de certitudes présumées, puisque la réalité s'est employée – surtout dans la dernière décennie – à contredire tous les modèles dits infallibles et les prévisions supposées les plus scientifiques.

En 2008 ne s'est pas produite une nouvelle crise, comme dans le cycle économique, mais un changement de monde.

L'illusion du risque zéro s'est dissipée. La prévision des risques comporte une trop grande marge d'incertitude pour permettre seule la prise de décision. La réactivité et l'adaptabilité deviennent les éléments clés de tout processus d'initiative dans les domaines politique, économique et financier !

CRÉDIBILISER DE NOUVEAU LE RISQUE SOUVERAIN

Jean-Louis Terrier

*Président de Credit Risk International
et analyste du risque pays depuis 1981*

*Pessimistic visions about almost anything always
strike the public as more erudite than optimistic ones.*

Joseph Schumpeter

La crise des subprimes américains et sa contagion mondiale suivies de la crise souveraine et bancaire au sein de la zone euro confirment aux yeux de nombreux observateurs le déclin occidental au profit des pays émergents, tandis que ces deux tempêtes financières placent dramatiquement en équivalence le risque souverain des pays riches et celui des pays émergents : une comparaison désormais très clairement au désavantage des premiers (voir tableau 1).

L'objet des quelques commentaires qui suivent est de rappeler un certain nombre d'évidences trop rapidement oubliées au sujet des risques dits souverains, et partant de déplorer l'inadéquation des outils habituels d'évaluation de tels risques tandis qu'il conviendrait peut-être de ne plus voiler la réalité et de parler désormais sans crainte de « dettes perpétuelles » plutôt que de « dettes insoutenables ». En finance comme en droit, la sémantique revêt une importance primordiale.

Tableau 1. Dette publique/produit intérieur brut (PIB) en 2011 (en %)

Moyenne pays riches	109,5	Moyenne pays émergents	36,9
États-Unis	100,1	Brésil	65,0
Japon	233,1	Argentine	43,3
Royaume-Uni	80,8	Mexique	42,9
Zone euro (moyenne)	95,6	Chine	26,9
dont :		Inde	64,9
- Allemagne	82,6	Indonésie	25,2
- France	86,9	Russie	11,7
- Espagne	67,4	Ukraine	39,3
- Italie	121,1	Pologne	56,0
- Grèce	165,6	Turquie	40,3
- Portugal	106,0	Afrique du Sud	36,9
- Irlande	109,3	Nigeria	15,7

Source : FMI, « Moniteurs des finances publiques », septembre 2011.

La faillite d'un État, cela n'existe pas !

La surmédiation des crises financières récentes a conduit à l'inflation verbale et à l'oubli de la signification des termes employés par la grande majorité des commentateurs. C'est le cas de « la faillite des États ». La faillite implique juridiquement une liquidation judiciaire. Or celle d'un État souverain ne peut prendre place. Et ceci est valable jusqu'à des situations financièrement extrêmes : la Somalie peut ne pas revêtir à nos yeux la semblance d'un État ; elle est membre des Nations unies et ne peut être mise en liquidation sauf à être militairement rayée de la carte du monde ! On ajoutera qu'il est par définition impossible à un État qui ne publie pas de bilan de le déposer...

Sans doute faut-il déceler, dans l'usage immodéré de l'expression « *la faillite de la Grèce* » après « *la faillite de l'Argentine* » et de bien d'autres, le résultat d'une assimilation insidieuse des États, et donc du risque souverain, au statut des entreprises, et donc

au risque « *corporate* », énième avatar de la pensée unique dans laquelle nous avons baigné vingt années durant. N'a-t-on pas discuté en haut lieu, au sein même du Fonds monétaire international ⁽¹⁾, d'une sorte de « Chapter 11 » pour les États souverains ?

À la question de savoir pourquoi un État ne peut faire faillite, la réponse est évidente : tout simplement parce qu'un pays est un collectif de contribuables, eux-mêmes il est vrai plus ou moins solvables sinon quelquefois fictifs, mais la fiction juridique doit toujours l'emporter sur la réalité financière. En l'occurrence aussi on rappellera plus loin que la « profondeur fiscale » des pays dits riches demeure sans commune mesure comparée à celle des pays en développement.

Par conséquent, un État ne peut être mis en faillite. Tout au plus peut-il faire « défaut ». De très (trop) nombreux exemples en témoignent régulièrement. Et qu'est-ce que le défaut d'un État sinon une invitation à s'asseoir autour d'une table pour réaménager-restructurer la dette et/ou son service au travers d'un « rééchelonnement » des échéanciers du principal, accompagné ou non d'un allègement de la facture d'intérêts.

L'erreur fatale du « *haircut* » sur la dette souveraine de la Grèce

A partir du moment où l'on connaît bien les mécanismes déclenchant une crise systémique et où l'on prend la mesure de la somme des intérêts – financiers et autres – qui gouvernent les marchés financiers et notamment celui des *credit default swaps* (CDS) souverains (avec ou sans sous-jacents), la crise que traverse actuellement la zone euro doit être vue comme essentiellement politique et institutionnelle. À cet égard, la réduction (*haircut*) de la dette publique grecque au travers de la *private sector implication* (PSI), souhaitée par l'Allemagne et coupablement échafaudée par des banques françaises, témoignait à la fois d'une grave lâcheté et d'une grande naïveté.

Une grave lâcheté parce que c'est une initiative typiquement politique, comme l'avait été en son temps celle du Premier ministre britannique John Major entraînant François Mitterrand dans des abandons de plus en plus élevés de créances sur des emprunteurs insolubles du tiers monde sans considérer d'autres solutions moins radicales et dangereuses au double plan financier et psychologique. En effet, le Club de Paris aurait pu choisir l'option de rééchelonner ces dettes souveraines, non plus sur cinq à dix ans mais sur trente ans ou plus, comme l'avaient fait Paris et Londres en 1876 en rééchelonnant sur cinquante-six ans (!) la dette du khédive égyptien Ismael Pasha afférente notamment à la construction du canal de Suez (2). Pour sûr, nos grands-parents savaient mieux que nous adopter des visions de très long terme, et on peut dire que les abandons de créances de la décennie 1990 ont initié une grave dérive qui nous a conduits tout droit à l'imposition « politique » de la PSI pour la Grèce.

Une grande naïveté ensuite parce qu'on peut

aisément prévoir que la remise en cause de la valeur faciale (*haircut*) de la dette publique du maillon le plus faible de la zone euro ouvre la boîte de Pandore en risquant de s'étendre à d'autres maillons fragiles ou ainsi fragilisés. Un dérapage difficilement contrôlable quand on passe ainsi d'une crise de liquidité financièrement maîtrisable - le PIB grec ne pèse que 2,5 % de celui de la zone (3) -, mais dramatiquement mal gérée et anxiogène, à une crise d'insolvabilité caractérisée avec, au bout du compte, un cadeau à celui qui s'en réclame. Et surtout quand on passe d'une crise souveraine à une crise bancaire en demandant aux banques européennes d'accélérer le processus prudentiel de Bâle III (4), casseur de croissance et d'intermédiation, et, au travers d'une recapitalisation forcée à réaliser au pire moment, de provisionner leurs encours sur la base peu ou prou des CDS souverains, lesquels constituent, on le sait bien, un marché hautement spéculatif qui obligerait à provisionner également nos créances sur l'Allemagne et les États-Unis !

Il est trop tard, dira-t-on. Le coup de l'abandon de créance (*haircut*) est parti. On ne peut revenir en arrière, pas plus qu'on ne fait un œuf avec une omelette. Il n'empêche qu'il conviendrait de prendre conscience de l'irresponsabilité dont, en 2011, on aura fait preuve en remettant en cause le principe cardinal de la valeur faciale de la dette d'un État dit riche – la Grèce – appartenant de surcroît à une zone monétaire, certes économiquement et politiquement sous-optimale, mais néanmoins monétairement crédible, ainsi que le démontre la parité euro-dollar depuis le début de la crise.

Vingt années d'accoutumance à la drogue du « court-termisme » et aux bulles spéculatives qui en furent les effets secondaires ont fait oublier qu'on ne peut digérer une grave crise immobilière et/ou d'endettement en une ou deux années seulement. À cet égard, il eût été possible et souhaitable de concevoir une restructuration de la dette hellène sous la forme d'un « reprofilage » impliquant un échange (*swap*), sans décote, des obligations de ce pays en nouvelles obligations de très long terme (vingt-cinq à trente ans) à coupon d'intérêts indexés à 200 ou

300 points de base au-dessus du *Bund* allemand et garanties à terme par une émission d'obligations de même durée à coupon zéro ⁽⁵⁾ de la Banque centrale européenne (BCE) ou du Fonds européen de stabilité financière (FESF) ; un schéma qui fut mis en place à partir de 1989 pour le Mexique par le plan Brady dans son option *par bonds* (« obligations au pair ») avec l'aide du Trésor américain.

Suffisamment attrayante pour les créanciers de la Grèce, qui auraient alors pesé l'intérêt d'un tel lissage dans le temps du service de la dette grecque face au risque d'un provisionnement sans cesse accru initié par la PSI avec effet domino sur d'autres débiteurs de la zone, on pouvait alors espérer de leur part une restructuration « volontaire » ne déclenchant pas le fatidique « événement de crédit » (*credit event*) que tous les détenteurs de CDS sur la Grèce attendent, soit comme détenteurs effectifs de titres grecs et normalement assurés, soit comme des charognards ayant spéculé sur un défaut de la Grèce sans détenir de créance sur ce pays.

La Grèce pouvait paraître très tôt comme ontologiquement défailante, on avait pourtant les moyens

de traiter son endettement sans toucher au principe de l'intangibilité de sa valeur faciale dès lors qu'il en allait de la crédibilité de la zone euro tout entière. Par conséquent, au-delà de la restructuration de la dette grecque, ce qui était en cause ici consistait à se donner les moyens, y compris dans l'adversité, de sauvegarder les attributs essentiels du risque souverain. S'il faut mettre l'opinion et la politique à l'abri du déni de réalité, c'est beaucoup moins sur le défaut de la Grèce, rendu inévitable parce que jugé comme tel, que sur la nécessité de restaurer le souverain dans toute sa crédibilité.

Le dangereux tropisme du PIB comme dénominateur des ratios financiers

L'évaluation financière du risque souverain obéit à une méthodologie calquée sur celle du risque *corporate* : d'abord collecter les données « comptables » les plus fiables possible, puis à partir d'elles élaborer des

Tableau 2. Déficit budgétaire et solde des paiements courants en 2011

En % du PIB	Déficit public	Solde courant	En % du PIB	Déficit public	Solde courant
Moyenne pays riches	- 6,7	- 0,3	Moyenne pays émergents	- 2,6	+ 2,4
États-Unis	- 9,6	- 3,1	Brésil	- 2,5	- 2,3
Japon	- 10,3	+ 2,5	Argentine	- 2,0	- 0,3
Royaume-Uni	- 8,5	- 2,7	Mexique	- 3,2	- 1,0
Zone euro (moyenne)	- 4,2	+ 0,1	Chine	- 1,6	+ 5,2
dont :			Inde	- 8,0	- 2,2
- Allemagne	- 1,7	+ 5,0	Indonésie	- 1,8	+ 0,2
- France	- 5,9	- 2,7	Russie	- 1,1	+ 4,6
- Espagne	- 6,1	- 3,8	Ukraine	- 2,8	- 3,9
- Italie	- 4,0	- 3,5	Pologne	- 5,5	- 4,8
- Grèce	- 8,0	- 8,4	Turquie	- 0,9	- 10,3
- Portugal	- 5,9	- 8,6	Afrique du Sud	- 4,3	- 2,8
- Irlande	- 10,3	+ 1,8	Nigeria	+ 0,4	+ 13,5

Source : FMI, « Moniteurs des finances publiques » et « Perspectives de l'économie mondiale », septembre 2011.

ratios financiers permettant dans une démarche comparative de noter telle ou telle entreprise ou tel ou tel pays. Or, on le sait, un pays ne publie pas de bilan. De même un pays ne publie pas de compte d'exploitation ; la balance des paiements ne peut en tenir lieu dès lors qu'elle fait l'impasse sur la comptabilisation des amortissements et par conséquent sur la notion économique essentielle de l'investissement productif.

Cherchant à juger la solvabilité d'un État étranger, l'analyste en risque pays, qu'il officie dans une banque, une compagnie d'assurances ou une agence de notation, est donc nécessairement conduit à utiliser des substituts à cette comptabilité en s'appuyant notamment sur les chiffres du stock de la dette – dette totale, publique et/ou privée, domestique et/ou extérieure, toutes échéances confondues ou à plus d'un an – et de ceux du service de la dette - intérêts et principal -, qui sont des flux. D'autres données macroéconomiques vont lui servir concernant la maîtrise des grands équilibres, extérieur, budgétaire, d'épargne. Sans oublier la croissance économique, l'inflation, les réserves de change, etc., la liste peut être fort longue.

Le problème se pose alors de mettre en relation ces chiffres avec un dénominateur, et il est attristant de voir année après année se généraliser le placement du produit intérieur brut au dénominateur de la plupart des ratios financiers du risque souverain. Il en va notamment ainsi du ratio emblématique de la dette sur PIB. Personne n'ose mettre en doute la cohérence et l'innocuité d'un rapport établi entre un stock (la dette) et un flux (le PIB) ; c'est pourtant le type d'erreur méthodologique qu'on ne pouvait aisément commettre aux débuts de l'analyse risque pays dans les années 1970 ! Pis, s'agissant d'évaluer financièrement tel ou tel risque souverain, le ratio dette/PIB équivaldrait en analyse *corporate* au rapport entre la dette d'une entreprise et son chiffre d'affaires, un ratio manifestement peu instructif...

Notons au passage que cette maladie, très contagieuse, d'évaluer tous les résultats macroéconomiques d'un pays à l'aune d'un PIB, lui-même sujet à

caution ⁽⁶⁾, ne date pas d'hier. Ne juge-t-on pas du déficit budgétaire ou de celui des paiements courants par rapport à celui-ci, alors qu'il serait beaucoup plus révélateur de comparer crûment recettes fiscales sur dépenses budgétaires ou exportations sur importations. Quand l'État français n'enrangerait en 2011 que 995 milliards d'euros en recettes pour 1 110 milliards d'euros de dépenses, quand la France n'exportera sans doute en 2011 que 410 milliards d'euros face à des importations de 485 milliards d'euros, des « taux de couverture » budgétaire de 90 % (seulement) et extérieur de 85 % sont dramatiquement plus parlants que les indicateurs traditionnels des déficits du budget et des paiements courants rapportés au PIB français prévu pour 2011 : 5,9 % et 2,7 % respectivement (voir tableau 2 pour des prévisions comparées).

En outre, placer le PIB au dénominateur de pratiquement tous les ratios financiers, comme le fait l'ensemble de la profession des analystes du risque souverain, c'est s'exposer à constater passivement une dégradation automatique de ces ratios de solvabilité en cas de récession ou de moindre croissance économique. C'est le cas désormais dans les pays malades de la zone euro (Grèce, Portugal...), contraints à un ajustement drastique, comme à l'autre extrême dans les pays bien portants (Allemagne et Europe du Nord), contraints de réduire leurs exportations vers les premiers. Entre les deux - France, Italie, Espagne... -, c'est le dilemme actuel du retour souhaité de la confiance grâce à un étrange cocktail d'austérité et de croissance, une recette que personne ne connaît ! Et tout cela prend place dans un contexte où les amortisseurs de crise ont disparu : les taux d'intérêt sont déjà négatifs, les marges de manœuvre budgétaire inexistantes, la dévaluation est impossible, et la Banque centrale n'est pas la garante inconditionnelle des obligations souveraines, parce que ce n'était pas écrit - et pour cause - dans ses statuts...

L'enchaînement est dès lors classique : la crise de crédibilité accroît le coût de refinancement de la dette et de financement de l'économie, réduisant donc crédits, investissements et croissance économique,

général de ce fait de moindres recettes fiscales et partant une aggravation de la crise souveraine. Ainsi, la boucle se boucle : crises de la dette, crises bancaires, crises économiques et sociales, crises politiques et violences... Le risque pays a de beaux jours devant lui !

Un autre numérateur pour un autre dénominateur...

Lorsqu'on examinait autrefois les dettes des pays en développement, on les considérait alors comme presque exclusivement « extérieures » (c'est-à-dire détenues par des non-résidents) puisque, pensait-on à juste titre, ces pays ne pouvaient s'endetter qu'à l'étranger. Tel n'est plus le cas, on le sait, des grands pays émergents aujourd'hui et tel n'a jamais été évidemment le cas des pays industriels. Or, en termes de souveraineté, on serait tenté de considérer que le sort de la dette domestique d'un pays est précisément du seul ressort de son État dans ses frontières nationales, en particulier pour la dette publique (souveraine) détenue par ses propres ressortissants (résidents). Il n'en demeure

pas moins que, même détenue par des non-résidents, la dette publique d'un pays reste souveraine alors que la liberté d'action régaliennne de l'État tend, elle, à s'arrêter à ses frontières (7). D'où l'importance qu'il convient de donner, pour les pays riches comme pour les autres, à l'évaluation de leurs dettes extérieures souveraines plutôt qu'à leurs dettes publiques totales.

C'est donc la seule dette publique détenue par les non-résidents qui devrait figurer au numérateur des ratios financiers d'évaluation des risques souverains (8) plutôt que la dette publique totale, comme on le fait trop souvent, tant est grande la propension à enfler les chiffres au maximum dans les médias - y compris spécialisés - et chez les traders qui en sont avides. Et, s'agissant d'une dette extérieure, il faut savoir revenir à un ratio quelque peu délaissé ces dernières années, celui de la dette extérieure rapportée aux recettes en devises (exportations de biens, services et transferts). D'où il ressort que la France et l'Italie ont un niveau de dette souveraine détenue par des non-résidents qui frise la zone de turbulence (200 %) ; une situation qui reste toutefois plus enviable que celle du Portugal et des États-Unis, sans parler des 550 % de la Grèce ! (Voir tableau 3, partie I, 3e colonne.)

Tableau 3. Endettement extérieur : deux approches

Rappel		I			II	
Données 2010	Dette publique US \$ mds	Dette extérieure souveraine* US \$ mds	<i>pour info en % du PIB</i>	En % Exports (b + s + t)	estimation de la valeur nette** (<i>net worth</i>) US \$ mds	Dette extérieure/valeur nette en % (estimations)
États-Unis	13.106	5.605	38,2	222,2	95.300	5,9
Japon	11.739	590	10,8	55,7	38.200	1,6
Royaume-Uni	1.789	545	24,1	43,5	13.900	3,9
Allemagne	2.649	1.315	40,2	76,1	22.200	5,9
France	2.174	1.520	59,1	172,7	17.900	8,5
Italie	2.447	1.110	54,1	173,7	13.200	8,4
Espagne	850	505	35,8	112,0	8.600	5,9
Grèce	434	395	130,0	548,6	1.400	28,2
Portugal	187	200	87,3	212,8	1.100	18,2
Irlande	199	150	71,8	54,0	1.200	12,5

* Dette publique détenue par des non-résidents (à noter que dans un monde de liberté de circulation des capitaux et de cessibilité des obligations souveraines, ces données 2010 peuvent se modifier dans un sens ou dans un autre selon l'appétit ou l'aversion des investisseurs internationaux).

** Estimations approximatives par l'auteur (sauf pour la France, le Royaume-Uni et les États-Unis) de la *net worth* d'un pays, soit les actifs non financiers de tous les agents économiques + les actifs nets à l'étranger (*net foreign assets*).

Mais sans doute doit-on aller plus loin encore. L'importance d'examiner la dette souveraine d'un pays au travers d'une comptabilité de stocks devrait conduire à une approche bilancielle du risque souverain. L'objectif serait de comparer le stock de dette publique, ou sa part extérieure, soit au total des actifs tangibles détenus par les agents économiques du pays endetté, soit à la valeur nette, ainsi que le ratio clé *debt / net worth* en rend compte dans l'analyse d'un risque *corporate*.

Cependant on atteint ici la limite de la science statistique. On ne dispose que de très peu de données dans le monde, y compris développé, sur le patrimoine national accumulé par l'ensemble des agents économiques - ménages, entreprises, établissements financiers et administrations. Aux États-Unis assez régulièrement, et au Royaume-Uni plus ponctuellement, on ne dispose désormais plus de données autres que celles concernant le patrimoine des seuls ménages. En France, l'Insee est plus studieuse. Elle estime l'ensemble de ces grandeurs sur une base quasi annuelle tout en reconnaissant les limites de l'exercice : captation difficile des données, sous-estimation des déclarations, impasse inévitable sur ce qui n'est pas valorisable et sur les actifs dits intangibles, qui constituent certainement des montants considérables dans les pays postindustriels...

Dans le tableau 3 précédent (partie II, 1^{re} et 2^e colonnes), on a procédé à des approximations assez grossières, mais sans doute plus minimalistes que maximalistes, afin de tenter d'établir un rapport entre la dette extérieure souveraine de certains pays et leur *net worth*. Il en ressort qu'en terme bilanciel cette part de la dette publique détenue par des non-résidents n'atteint pas encore des pourcentages impressionnants, même en Grèce (9).

Pour contestable que soit cet exercice au plan des données disponibles, il devrait néanmoins ouvrir une voie de recherche statistique prometteuse, ne serait-ce que pour apporter ce supplément tout à fait souhaitable de cohérence aux analyses actuelles du risque souverain, méthodologiquement discutables parce

que basées sur le dénominateur désespérant du PIB. En outre, il fait peu de doute que des comparaisons internationales de ce type montreraient, si elles étaient possibles, une différence très importante avec les pays en développement, dont la « profondeur » en termes de richesses accumulées est bien moindre (10). Ceci permettrait sans doute aux analystes du risque pays de retrouver, après la douche froide que constituent les comparaisons du tableau 1, cette distinction, fondamentale et bien confortable il faut le dire, entre pays encore riches et pays encore pauvres...

Dettes perpétuelles plutôt qu'insoutenables

Pourquoi se voiler la face plus longtemps ? Les dettes souveraines des pays occidentaux (et du Japon) sont des dettes perpétuelles ! Il ne s'agit pas d'une provocation car il n'y a là rien que de très factuel. Dès lors qu'on admet cette évidence, la prescription est elle aussi limpide : une dette perpétuelle n'est « soutenable » qu'à partir du moment où le pays souverain démontre qu'il peut continuer à en payer les intérêts. Si c'est le cas, il n'y a pas de raison, dans des conditions financières normales, que les amortissements ne soient pas refinancés.

Au demeurant, ce raisonnement peut être poussé jusqu'à l'extrême dans certains pays et tient alors à des caractéristiques exceptionnelles. Ainsi, avec un ratio record de dette sur PIB de 220 % en 2010, la dette publique nipponne, détenue à 95 % par des résidents au Japon (les banques principalement) et refinancée année après année à près de 0 % d'intérêt, présente tous les attributs d'une « obligation perpétuelle à coupon zéro » ! De son côté, la dette publique américaine, qui sera passée de 45 à 100 % du PIB pour sauver les banques après le désastre des *subprimes*, se présente jusqu'à maintenant comme une « dette perpétuelle à refinancement automatique » tant que dure, faute d'alternative, l'hégémonie du dollar.

Mais les cas du Japon et des États-Unis sont des situations atypiques laissant aux autres grands

débiteurs souverains occidentaux l'obligation de démontrer à leurs créanciers non résidents, aux agences de notation et aux marchés la soutenabilité de leurs dettes perpétuelles. En effet, ce rappel tiré d'une assez longue expérience et d'une lecture assidue de la comptabilité de nombreux pays, entreprises et banques n'entend pas suggérer qu'un pays peut agir à sa guise à la façon de certains de nos anciens souverains, en particulier s'endetter pour faire face à ses dépenses courantes, comme payer ses fonctionnaires, plutôt que pour financer des investissements à rentabilité nécessairement différée. De sorte que cette digression sémantique sur la perpétuité *de facto* de nos dettes souveraines ramène à ce qui aurait dû rester au cœur de l'évaluation risque pays, à savoir que, au lieu de se faire peur avec des ratios impressionnants de dettes sur PIB, l'attention des analystes des risques souverains aurait dû rester focalisée sur les conditions de la soutenabilité du service de ces dettes souveraines grâce à des ratios importants tels que le rapport des recettes fiscales sur les dépenses budgétaires avant paiements des intérêts de la dette (un ratio plus

évocateur que celui du « déficit primaire » sur PIB), l'autre ratio clé des intérêts sur la dette publique sur recettes fiscales (examiné ci-dessous dans le tableau 4), ou encore le rapport entre les intérêts sur la dette extérieure souveraine (détenue par des non-résidents) et les recettes d'exportation.

Or, il est regrettable qu'on n'ait pas, au sujet de tels ratios, collectivement réfléchi plus à fond à des *benchmarks* de notation, à des seuils qu'on ne doit pas dépasser. Autre piste de recherche à explorer...

En définitive, faut-il condamner les agences de notation ?

Le moins qu'on puisse dire de nos jours est que les agences internationales de notation n'ont pas bonne réputation. Elles n'ont, il est vrai, pas toujours su avertir des crises à venir - crise asiatique de 1997, crises américaines des

Tableau 4. Intérêts sur la dette/recettes fiscales* et profondeur fiscale**

Prévisions FMI 2011 En pourcentage (%)	Int./ recettes	Profondeur fiscale	Prévisions FMI 2011 En pourcentage (%)	Int./ recettes	Profondeur fiscale
Moyenne pays riches	3,7	35,2	Moyenne pays émergents	8,7	25,4
États-Unis	5,1	31,6	Brésil	15,5	36,7
Japon	4,4	31,4	Argentine	8,2	37,6
Royaume-Uni	7,8	37,1	Mexique	11,6	21,6
Allemagne	2,9	44,1	Chine	4,3	20,8
France	4,9	50,7	Inde	23,8	18,5
Espagne	4,6	36,8	Indonésie	7,9	17,7
Italie	9,8	45,9	Russie	1,4	37,1
Grèce	16,7	40,1	Ukraine	4,5	42,2
Portugal	9,5	42,2	Turquie	8,0	33,9
Irlande	10,1	34,6	Afrique du Sud	9,6	28,2

Source : FMI, « Moniteurs des finances publiques », septembre 2011.

* Rapport entre les intérêts sur la dette publique totale et les recettes fiscales du pays.

** La profondeur fiscale des pays est indiquée ici comme la part des recettes fiscales dans le PIB (à noter qu'un faible pourcentage, en Inde par exemple, n'implique pas toujours que le pays dispose d'une grande marge de manœuvre supplémentaire en raison de la pauvreté de sa population. Inversement, un ratio très élevé, en France par exemple, peut indiquer qu'on a atteint un plafond difficile à franchir. Tel n'est pas le cas en revanche des États-Unis et du Japon, qui pourraient aisément sortir du piège d'une dette domestique colossale par des taux d'imposition plus « rooseveltiens »...)

dotcom, d'Enron ou des *subprimes*, entre autres - et se rattraperaient désormais avec la crise de la zone euro, n'hésitant pas à déclasser (*downgrade*) sauvagement tel ou tel débiteur souverain de cinq à six « crans » (*notches*) en quelques semaines (!), surdéterminant la réaction mimétique des marchés financiers sinon celle, cacophonique, des politiques, et précipitant le cercle vicieux bien connu des anticipations auto-réalisatrices. D'où quelques questions qui se voudraient embarrassantes : les agences ont-elles une méthodologie crédible ? Sont-elles idéologiquement orientées, voire dogmatiques dans leurs jugements ? Sont-elles vraiment habilitées à noter les risques souverains ?... Certes un procès peut être instruit, mais... sans grand espoir de jugement. En revanche, pour être peut-être légitimes, ces plaintes tendent à dévier l'attention du problème de fond.

La question n'est pas de réprouver la notation par Moody's, Standard & Poor's ou Fitch du risque souverain (*in foreign currency*), c'est-à-dire la capacité d'un pays à rembourser sa dette publique détenue par des non-résidents. Faut-il rappeler que ces *ratings* ne sont que des opinions, raison pour laquelle ces trois agences sont couvertes par le Premier Amendement de la Constitution des États-Unis protégeant la liberté d'expression. Le problème provient donc de l'utilisation qui est faite de ces notations lorsque les opérateurs de marché, et pis désormais les organismes de la régulation financière, convertissent les ratings souverains en probabilités de défaut. Que les agences Moody's, Standard & Poor's et Fitch aient laissé faire, voire qu'elles se soient elles-mêmes prêtées à ce jeu est peu contestable, et c'est là à la fois une faute déontologique et une grave erreur technique. Dériver une courbe de probabilité de défaut à partir d'une base de données de plusieurs milliers de sociétés (*corporate*), notées depuis plusieurs décennies et dont on connaît l'historique de défaut, est un exercice légitime et viable quand on s'en tient à des calculs à la moyenne sur des séries statistiques longues et profondes. C'est d'ailleurs, dans un registre voisin, ce que pratiquent quotidiennement les actuaires pour calculer des primes d'assurance auto ou d'assurance vie, par exemple.

En revanche, entreprendre le même calcul de probabilité de défaut en matière de risque souverain quand on ne dispose pas de séries statistiques suffisamment étoffées dans le temps et en nombre de pays ⁽¹¹⁾ manque sérieusement de rigueur scientifique si ce n'est de probité intellectuelle. On pouvait craindre une telle dérive dès lors que Standard & Poor's et Moody's insistaient depuis longtemps auprès de leurs clients sur l'équivalence dans la signification de leurs notes *corporate* et *sovereign*...

Ces dévoiements condamnables de l'ensemble de la sphère financière, dans laquelle les agences de *rating* jouent davantage un rôle de complices que d'acteurs centraux quoi qu'on écrive et dise un peu partout, contribuent en tout cas à broyer le risque souverain, à le vider de ses attributs et à rabaisser les débiteurs souverains au rang d'emprunteurs comme les autres, tels des « insectes à la recherche d'un *pare-brise* », pour paraphraser John Mauldin. La colère des dieux n'existe peut-être pas, mais le retour de bâton du politique se fera bien sentir un jour prochain. Ce serait en effet pure folie que d'oublier que le risque souverain constitue le cercle ultime de la sphère financière au-delà duquel il n'y a plus de salut. Il faut crédibiliser de nouveau le risque souverain, il n'y a pas d'échappatoire !

Article finalisé le 15 décembre 2011

Notes

1. Lire l'essai révélateur d'Anne Krueger *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, paru en 2002 alors qu'elle était l'adjointe directe du directeur général du FMI de l'époque, l'Allemand Horst Köhler.

2. En opérant, il est vrai, un strict contrôle anglo-français sur les finances égyptiennes qui causa indirectement la chute du khédive... Près d'un siècle et demi plus tard, on ne peut s'empêcher de faire le rapprochement avec le contrôle sur les finances grecques qui se met actuellement en place sous l'égide de la *troïka*, sans doute moins sévère qu'en Égypte en 1876 mais sans rééchelonnement de la dette sur un demi-siècle !

3. La manière dont un petit pays comme la Grèce peut déclencher un tsunami financier d'une telle ampleur continue d'interpeller ceux qui n'ont pas encore pris la mesure exacte de la planète financière où circulent chaque jour cent vingt fois plus de capitaux que l'économie réelle n'en nécessite. De sorte que la crise des subprimes américains puis de la Grèce et des autres pays de la périphérie de la zone euro nous rappelle à la leçon certes déjà ancienne mais prémonitoire du crash du souk al-Manakh au Koweït en 1982...

4. Tous les professionnels de la finance savent que, au stade actuel de la crise, ce n'est pas le montant des fonds propres qui détermine la solvabilité d'un établissement financier mais le manque de liquidité et donc de confiance sur le marché interbancaire. Les banques Dexia et Lehman Brothers en ont apporté l'une après l'autre la démonstration...

5. Dans une obligation à trente ans à coupon zéro, les intérêts dus sont comptabilisés année après année avec le principal, de sorte que son montant nominal final est quatre à six fois supérieur à la somme à déboursier pour s'en porter acquéreur à l'émission.

6. Cet article fait délibérément l'impasse sur les critiques dont la comptabilité même du PIB fait l'objet et sur les données qui seraient susceptibles de le remplacer ou de le compléter (cf. les travaux de la Commission Stiglitz, 2008-2009). On notera tout de même le point suivant : il est certain que l'importance considérable de l'économie souterraine dans de nombreux pays en développement, dont on a lieu de penser qu'elle peut çà et là représenter des multiples plutôt que des pourcentages variables du PIB officiel, rend pour le moins douteuses les évaluations financières qu'on s'évertue à faire à partir d'un PIB aussi peu représentatif de la réalité.

7. C'est de plus en plus évident. Ainsi le Centre international pour le règlement des différends relatifs aux

investissements (Cirdi), entité du groupe de la Banque mondiale, vient de se déclarer compétent pour juger une action collective (class action) de créanciers non résidents de l'Argentine qui avaient refusé le haircut de 65 % imposé unilatéralement par le président Nestor Kirchner en 2005.

8. On notera que Fitchratings focalise ainsi ses évaluations du risque souverain sur la part extérieure de la dette publique davantage que ses consœurs Moody's et Standard & Poor's.

9. Si on prend le montant total de la dette publique, domestique et extérieure, les ratios correspondants seraient cependant largement plus importants, notamment pour le Japon (30,7 %, rapport entre la 2e et la 6e colonne du tableau 3).

10. On fera valoir que les pays émergents présentent quant à eux une profondeur peut-être aussi importante de richesses potentielles (encore inexploitées). Pourtant, ces dernières appartiennent par définition non au présent mais à l'avenir des investissements à entreprendre et de l'endettement nécessaire pour les réaliser. S'agissant en sens inverse de la profondeur des patrimoines accumulés dans les pays riches, les économistes assortissent toujours ce type d'affirmation de l'habituel « toutes choses égales par ailleurs ». En l'occurrence, l'inflation peut affecter positivement le stock des dettes mais aussi négativement le stock des patrimoines, bien qu'il ne soit pas acquis qu'actifs et passifs se retrouvent impactés dans les mêmes proportions...

11. Chaque crise souveraine est par essence spécifique ; c'est là une autre différence avec les défauts corporate. S'il faut saluer la somme impressionnante de compilations statistiques réalisée par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff dans leur fameux ouvrage *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton U. Press, 2009), ce constat reste néanmoins parfaitement valable.

UNE MODÉLISATION ASSURANCIELLE DU RISQUE DE DÉFAUT SOUVERAIN

Ephraim Clark

*Professeur de finance, Middlesex University (Londres),
Skema Research Centre (université de Lille)*

Séliima Bacchar

IHEC Carthage (Tunis)

Le défaut « souverain » se distingue du défaut « corporate » à plusieurs points de vue. Contrairement au défaut corporate, les créanciers d'un État souverain ne peuvent pas saisir les biens et les revendre en vue de récupérer leurs créances. Ils négocient plutôt une réduction de la dette, un refinancement ou un rééchelonnement des échéances. Le défaut souverain dépend autant de la volonté d'un État de payer sa dette que de sa capacité à le faire.

Dans cet article, nous proposons une modélisation de la volonté de paiement comme une option d'achat américaine sur le montant de la dette émise, et nous évaluons la perte totale attendue comme la valeur d'une police d'assurance hypothétique. La distance au défaut et les probabilités de défaut qui en résultent reflètent ainsi le fait central que la volonté de l'État de payer est un déterminant majeur du risque de défaut souverain.

Introduction

La « faillite » de la Grèce, depuis qu'elle s'est montrée incapable d'honorer les engagements qu'elle avait pris avec ses résidents et ses non-résidents, a mis en exergue le rôle des États dans l'organisation du système économique et financier international. Le débat qu'elle suscite aujourd'hui confond plusieurs thèmes bien différents, tels que la contagion, la pérennité de l'euro, la croissance économique, la justice sociale et l'ingénierie financière. L'origine véritable du problème réside dans le fait que le système financier international n'a pris conscience de l'état précaire des finances grecques

que trop tard, quand le pays était déjà insolvable. Ce retard montre la difficulté d'appréhender la santé financière d'un pays et soulève le problème de l'évaluation du risque de crédit d'un emprunteur souverain.

Les modélisations contemporaines du risque de crédit sont dominées par deux types de modèles : les modèles structurels et les modèles de forme réduite. L'approche structurelle du risque de crédit est dérivée de la théorie financière. Elle formalise un lien intuitif entre l'événement de défaut et la valeur des actifs, et elle modélise le risque de crédit comme un risque de *timing* survenant lorsque la valeur des actifs de l'emprunteur atteint un seuil critique. Les modèles

dits de forme réduite considèrent que le défaut intervient par hasard et distinguent l'instant d'occurrence du défaut du risque lié à l'amplitude de ce dernier.

Lorsqu'ils sont appliqués dans le contexte du risque de crédit souverain, ces modèles présentent certaines limites en raison de la nature de la dette souveraine. Ils ont été élaborés en référence au défaut des entreprises, pour lequel il existe un cadre juridique réglemant les réclamations des créanciers lorsque l'emprunteur se trouve dans l'incapacité de rembourser ses dettes. L'incapacité de payer peut être *de jure*, par exemple lorsque certaines conditions sur la valeur des actifs ne sont pas respectées, ou *de facto* lorsque l'emprunteur est à court de liquidités. Ainsi, lorsque le défaut survient, les créanciers peuvent saisir les biens de l'entreprise afin de récupérer, autant que possible, ce qui leur est dû.

De ce fait, et en raison du principe de souveraineté nationale, qui se trouve au cœur de l'ordre politique mondial, ces types de modèles ne peuvent s'appliquer au contexte qui entoure le risque de crédit souverain. D'abord, il n'existe aucun cadre juridique connu pour régler des défauts souverains (1). Ensuite, en cas de défaut souverain, les biens ne peuvent pas être saisis par les créanciers, comme cela se fait dans le cadre du défaut des entreprises. Par conséquent, au lieu de saisir des biens qui peuvent être vendus pour récupérer une partie ou la totalité de la dette, les créanciers et les souverains négocient (2).

Leur négociation porte généralement sur une combinaison de rééchelonnement et d'annulation partielle de la dette et sur de nouveaux prêts. Les deux parties peuvent également envisager des refinancements à travers de nouveaux apports de fonds, ou une modification des conditions de remboursement initiales par un réaménagement des taux et/ou un rééchelonnement des échéances, c'est-à-dire une définition de nouvelles échéances (transformation des échéances contractuelles en passifs à long terme) (3). Cela implique l'introduction, dans la modélisation, d'un élément d'incertitude concernant les échéances réelles des *cash flows* contractuels. Les modèles struc-

turels et réduits ne permettent pas de prendre en compte cet élément d'incertitude.

Une autre caractéristique majeure qui distingue la dette souveraine de la dette d'entreprise est que, en cas de défaut souverain, en plus de rendre le recouvrement des avoirs pratiquement impossible la notion de souveraineté nationale dote les pays d'un pouvoir *de facto* d'abroger unilatéralement ou de suspendre les obligations contractuelles lorsqu'ils le jugent dans l'intérêt de la nation. Dans les modèles structurels et réduits, la solvabilité d'un emprunteur corporatif dépend principalement de sa capacité à payer. Cependant, les choses diffèrent lorsqu'un emprunteur souverain est concerné. En effet, outre la capacité de payer, la solvabilité d'un souverain dépend également de sa volonté ou de son refus de payer, même s'il en a la capacité.

Nous proposons ici deux outils qui permettent de surmonter les difficultés associées à l'évaluation de la dette souveraine. Nous introduisons d'abord une modélisation de la volonté de paiement et du rééchelonnement, suivie d'une évaluation de la perte attendue du défaut comme une police d'assurance hypothétique. Nous montrerons ensuite comment ce modèle s'applique à la situation de la dette argentine de 1998 à 2001, avant de présenter quelques remarques en guise de conclusion.

Modélisation de la dette souveraine

Le refus de paiement peut être modélisé comme une option d'achat américaine. En effet, en se fondant sur le concept général de souveraineté nationale, l'État dispose *de facto* du droit de répudier ses dettes étrangères ou de faire défaut à tout moment (contrairement aux options européennes), si cela est jugé dans l'intérêt national, c'est-à-dire dès lors que les gains engendrés par le défaut dépassent ses coûts. Il n'a toutefois aucune obligation de le faire. Mesurer la valeur relative des

profits par rapport aux coûts engendrés par le défaut souverain revient à mesurer, en fait, le refus d'un pays de rembourser ses dettes. Ce refus de payer est positivement corrélé à la valeur de l'option de défaut. Plus la valeur de l'option est élevée, plus le risque de non-paiement sera important.

Exemple

Considérons la valeur de l'option de défaut Y , qui dépend du montant nominal de la dette étrangère x ainsi que des coûts et des indemnités associés au défaut C :

$$Y = Y(x(t), C(t)) \quad [1]$$

Pour introduire le risque, supposons que x et C suivent des mouvements browniens géométriques :

$$dx(t) = \alpha x(t)dt + \sigma x(t)dz(t) \quad [2]$$

Le taux de croissance α de la dette étrangère dépend des besoins de l'économie en financements extérieurs ; $dz(t)$ est un processus de Wiener avec une moyenne nulle et une variance égale à dt ; σ^2 représente la variance du terme $\frac{dx(t)}{x(t)}$.

$$dC(t) = \pi C(t)dt + \omega C(t)dw(t) \quad [3]$$

Soit π , la tendance, ω^2 la variance de la variation de $C(t)$ en pourcentage, et $dw(t)$ un processus de Wiener avec une moyenne nulle et une variance égale à dt . Nous considérons que : $dz(t)dw(t) = \rho dt$, avec ρ le coefficient de corrélation instantané entre x et C .

La modélisation de la dette étrangère ⁽⁴⁾ par un mouvement brownien géométrique est justifiée par la nature continue et aléatoire des transactions extérieures (commerciales et financières), ainsi que par l'impossibilité pour une dette à être négative. Le recours au mouvement brownien géométrique pour la modélisation des indemnités et coûts du défaut se justifie, quant à lui, par la nature de ces coûts, lesquels peuvent prendre deux formes. La première forme concerne les coûts générés par le non-accès aux

marchés de capitaux. Ces coûts sont influencés par la performance économique globale et par la manière dont les ressources étrangères, importées et empruntées, jouent un rôle dans l'économie. Ces facteurs varient dans le temps de manière stochastique. La deuxième forme est relative aux coûts générés par des sanctions directes, telles qu'une annulation des droits aux crédits commerciaux ou la saisie de biens. Ces coûts sont influencés par les réactions d'un grand nombre d'intervenants, tels que les politiques, les hommes d'affaires, les banquiers, les fonctionnaires internationaux ou encore les consommateurs, suite à un défaut. Ces réactions varient selon les circonstances et les perceptions qui les entourent. Les perceptions elles-mêmes sont susceptibles de varier, en fonction de l'évolution d'un ensemble complexe de variables économiques, politiques, sociales, environnementales, etc. Elles se manifestent à différentes échelles : locale, régionale et internationale. Les sources de ces variations sont nombreuses et assez imprévisibles, ce qui nécessite l'introduction d'un élément aléatoire dans les variations de C .

L'option de défaut pouvant être exercée à tout moment, sa valeur dépend donc du moment de son exercice. L'État voudra l'exercer de manière optimale, c'est-à-dire qu'il choisira le moment qui maximisera la valeur de l'option. Sans entrer dans les détails techniques, cette question peut être résolue facilement, ce qui permet de préciser le montant de la dette qui déclencherait le défaut.

Application au cas de la dette argentine (1998-2001)

Ce modèle peut être utilisé pour mesurer et surveiller le risque souverain. Il permet d'évaluer ce qu'on appelle « la distance au défaut », autrement dit la différence entre la valeur de la dette qui déclencherait le défaut et sa valeur actuelle. Il conduit également à calculer la probabilité de défaut. Nous avons, par exemple, utilisé cette méthodologie afin d'estimer le montant

de la dette maximale de l'Argentine pour les quatre années précédant la crise de 2002. Dans le tableau 1, nous pouvons constater que déjà en 1998 l'Argentine avait dépassé le montant maximal de sa dette. Dans le tableau 2, nous observons qu'à partir de 1998 la probabilité de défaut se situait bien au-dessus de 50 %. Au début de l'année 2002, cette probabilité a grimpé à 82 %.

Tableau 1. Argentine : dette 1998-2001

	Montant de la dette (en milliards)	Dette maximale (en milliards)
1998	144	105
1999	156	115
2000	166	122
2001	174	127

Tableau 2. Argentine : probabilité de défaut 1998-2001

	Probabilité de défaut (en %)
1998	60
1999	58
2000	57
2001	58

La valeur d'une police d'assurance hypothétique comme mesure de la perte totale attendue du défaut

Un élément essentiel dans l'évaluation du risque de crédit concerne le taux de perte, ou plus précisément la somme qui sera perdue si un défaut survient (5). Dans le cas de la dette souveraine, la modélisation de la perte totale attendue du défaut doit prendre en compte l'inexistence de cadre juridique reconnu pour

régler les défauts souverains et la très faible chance des créanciers de récupérer leurs prêts par la saisie des biens. Pour ce faire, nous avons traité la perte associée à une dette souveraine comme la valeur d'une police d'assurance hypothétique qui paie toutes les pertes issues d'un défaut (*de jure* ou *de facto*). Mais le défaut souverain ne provient pas d'un événement unique, il résulte plutôt d'une série d'événements où les pertes apparaissent à la suite d'une négociation en vue d'un abandon de la dette, d'un refinancement ou d'un rééchelonnement de ses échéances. Il existe donc dans le modèle que nous proposons deux types de défauts qui surviennent à des instants aléatoires définis par un processus de Poisson. Le premier type est relatif aux défauts qui s'accompagnent d'un abandon de dette, de rééchelonnement et/ou de nouveaux emprunts, ce qui est de nature à causer des pertes mais à garder les prêts en vie. Le deuxième type concerne une classe plus extrême de défauts, telles les répudiations, lesquelles mettent fin définitivement au contrat de prêt. Exprimé sous forme mathématique, q_1 et q_2 représentent respectivement, pour les défauts de type 1 et 2, des variables aléatoires qui augmentent d'une unité à chaque fois qu'un événement (de Poisson) se produit, avec λ et ϕ les paramètres constants d'intensité :

$$dq_1(t) = \begin{cases} 1 & \text{avec une probabilité } \lambda dt \\ 0 & \text{avec une probabilité } 1 - \lambda dt \end{cases} \quad [4]$$

$$dq_2(t) = \begin{cases} 1 & \text{avec une probabilité } \phi dt \\ 0 & \text{avec une probabilité } 1 - \phi dt \end{cases} \quad [5]$$

Le montant des pertes liées à l'événement de défaut de type 1 sera influencé par les réactions à ce défaut d'un grand nombre d'intervenants : politiques, hommes d'affaires, banquiers, consommateurs. Généralement, ces réactions varient selon des circonstances très diverses et les perceptions de ces circonstances par les différents acteurs à différentes échelles. Pour introduire ce type de risque dans le modèle, nous considérons x^* comme étant la perte en cas de défaut, calculée en pourcentage du nominal de la dette émise, où x^* suit un mouvement brownien géométrique.

$$dx^*(t) = ax^*(t)dt + \sigma^*x^*(t)dz(t) \quad [6]$$

Ainsi, en cas de défaut de type 1, la perte attendue par intervalle de temps dt est égale à $\lambda x^*(t)dt$. Dans le cas d'un défaut de type 2, la dette n'existe plus et la perte attendue par intervalle de temps dt est égale à $\phi x(t)dt$.

Le modèle peut être résolu assez aisément. Sa solution comprend deux termes. Le premier terme représente la valeur actuelle des *cash flows* espérés provenant des défauts du type 1 et le deuxième terme représente la valeur actuelle du *cash flows* espéré provenant du défaut du type 2.

À titre d'exemple, nous avons appliqué cette méthodologie à 21 pays ⁽⁶⁾ afin d'estimer l'espérance de perte. Nous avons ensuite testé la valeur explicative de cette variable par rapport au prix du marché de la dette de ces pays pour la période 1986-1994 ⁽⁷⁾. Comme variable explicative unique, elle est significative au-delà de 5 % et explique presque 60 % des variations de la différence entre la valeur nominale de la dette et sa valeur de marché. Combinée avec les variables de contrôle, elle reste significative. Ces résultats se sont révélés robustes par rapport aux effets fixes spécifiques aux pays et à un effet d'auto-régression AR(1).

Conclusion

Les techniques esquissées ci-dessus permettent d'analyser la dette souveraine en tenant compte des principales caractéristiques qui la distinguent de la dette *corporate*. En l'absence de cadre juridique couvrant les créanciers, on peut lui substituer, comme on l'a montré, une police d'assurance hypothétique qui couvrirait toutes les pertes résultant du défaut. Quant au pouvoir *de facto* des États d'annuler ou de suspendre les obligations contractuelles, il peut être modélisé comme une option d'achat américaine. Il est alors possible de tirer de ces deux modèles des paramètres pertinents qui permettent d'évaluer, dans

le cas des dettes souveraines, le taux de recouvrement, la distance au défaut, les probabilités de défaut et le montant maximal de la dette.

L'application de ces modèles aux dettes souveraines requiert en outre l'estimation d'autres paramètres d'ordre macroéconomique tels que la probabilité d'occurrence d'un événement à l'origine d'une perte et le coût subi par le pays en cas de défaut. C'est à ce niveau que peut intervenir, dans le processus d'analyse, ce que l'on nomme communément le risque pays, avec sa dimension politique, voire psychologique s'agissant de la perception de ce risque. N'oublions pas enfin que toutes ces évaluations interviennent au cours de processus de négociation explicites et implicites entre les différents créanciers (banquiers, fonds financiers, organisations internationales et autres États) et l'État débiteur, dont la formalisation est empruntée à la théorie des jeux. C'est la raison pour laquelle les progrès dans l'analyse des dettes souveraines nécessitent une étroite collaboration des chercheurs de ces différentes disciplines.

Notes

1. Il existe des organisations semi-officielles telles que le Club de Paris pour les créanciers souverains et le Club de Londres pour les créanciers privés.
2. Voir C. Schmidt (2011).
3. Les négociations sont généralement menées dans le cadre du Club de Londres et du Club de Paris.
4. Nous considérons les sauts à de nouveaux niveaux de dette à travers l'abandon, le rééchelonnement, etc., dans le cadre du processus de négociation qui succède à l'événement de défaut, de jure ou de facto. Ceci fera l'objet de la prochaine section.
5. Dans le jargon du risque de crédit, on parle plutôt du taux de recouvrement ou de montant récupéré dans le cas de défaut.
6. Algérie, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Équateur, Gabon, Jordanie, Maroc, Mexique, Nigeria, Pérou, Philippines, Pologne, République dominicaine, Sénégal, Uruguay, Venezuela, Zaïre.

7. On observera que la période retenue inclut deux crises internationales majeures : le krach boursier de 1987 et la crise du peso mexicain de 1994.

Bibliographie

BLACK F. ; COX J., "Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions", *Journal of Finance*, n° 31, 1976, pp. 351-367.

CLARK E., "Valuing Political Risk", *Journal of International Money and Finance*, n° 16, 1997, pp. 477-490.

CLARK E. ; ZENAIDI A., "Sovereign Debt Discounts and the Unwillingness to Pay", *Finance*, n° 20, 1999, pp. 185-199.

CLARK E., "Measuring Country Risk as Implied Volatility", *Wilmott*, septembre-octobre 2002, pp. 64-67.

CLARK E., "Sovereign Debt Default Risk: Quantifying the (Un)Willingness to Pay", *Wilmott*, mai-juin 2003.

CLARK E. ; KASSIMATIS K., "An Alternative Measure of the 'World Market Portfolio': Determinants, Efficiency and Information Content", *Journal of International Money and Finance*, à paraître.

JARROW R. A. ; TURNBULL S. M., "Pricing Derivatives on Financial Securities Subject to Credit Risk", *Journal of Finance*, n° 50, 1995, pp. 53-85.

LELAND H., "Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, n° 49, 1994, pp. 1213-1252.

MERTON R., "Theory of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, n° 4, 1973, pp. 141-183.

MERTON R., "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *Journal of Finance*, n° 29, 1974, pp. 449-470.

SCHMIDT C., « Dettes souveraines et risque pays : une nouvelle approche », *Risques*, n° 87, 2011.

RISQUE DE DÉFAUT SOUVERAIN VERSUS RISQUE PAYS VU PAR STANDARD & POOR'S

Alexandra Dimitrijevic

Responsable des critères souverains, S&P

Carol Sirou

Responsable zone francophone, S&P

Les récents événements liés à la crise de la dette souveraine en Europe ont remis au premier plan la notion de « risque pays ». Ce concept s'est développé avec la crise latino-américaine dans les années 1980 et la crise russe en 1998. À la même époque, la libéralisation des marchés financiers et la globalisation de l'économie ont accru de façon exponentielle la demande d'information des acteurs économiques souhaitant s'implanter ou investir à l'étranger. Le risque pays se distingue cependant du risque souverain, lequel se réfère à la qualité de crédit des États. Ces derniers représentent environ 44 % du stock d'émissions obligataires dans le monde et forment une classe d'actifs très hétérogène en termes de risque de crédit. Standard & Poor's note actuellement 126 États, avec des notes allant de « CC » à « AAA » et dont près de la moitié se trouve en catégorie dite « spéculative ».

Dans ce contexte, le rôle des agences de notation est de fournir aux investisseurs une évaluation indépendante de la qualité de crédit des différents émetteurs et de le faire sur une échelle de notation commune à tous les émetteurs. Les agences contribuent ainsi à réduire l'asymétrie d'information entre émetteurs et investisseurs, et donc à promouvoir la circulation des flux de capitaux entre prêteurs et emprunteurs, elle-même moteur de la croissance mondiale. Les notations contribuent ainsi à l'efficacité du marché, d'autant plus que les informations qu'elles délivrent sont publiques et accessibles à tous.

Cet article présente la différence entre le risque pays et le risque souverain, la méthodologie utilisée par Standard & Poor's pour apprécier le risque souverain, ainsi que la performance des notations souveraines et leur évolution contrastée au cours des dix dernières années. Il conclut avec une réflexion sur le rôle et les limites de la notation.

Le risque pays et le risque souverain

■ Les notions de risque pays et de risque souverain

Les notions de risque pays et de risque souverain sont fréquemment confondues. Nous présentons dans cet article une définition qui reflète l'utilisation par Standard & Poor's du risque pays et du risque souverain dans le cadre de nos notations.

Par « risque souverain », on entend la qualité de crédit d'un État, c'est-à-dire une mesure de la capacité et la volonté d'un État de rembourser sa dette à échéance et en totalité. En d'autres termes, il s'agit de la probabilité selon laquelle un État cesse de rembourser sa dette bancaire ou obligataire, ou bien la restructure selon des conditions qui représentent une perte pour les investisseurs.

L'analyse du risque souverain par Standard & Poor's se traduit donc par la notation des États (ceci fera l'objet d'une présentation détaillée dans la partie suivante de cet article).

Dans certains cas, le risque souverain peut avoir un impact sur la notation des acteurs publics ou privés. Il s'agit d'une situation bien spécifique qui consiste à évaluer comment le défaut potentiel d'un État est susceptible d'impacter la qualité de crédit d'autres acteurs. Par exemple, les collectivités locales françaises sont exposées au risque souverain, dans la mesure où la majeure partie de leurs recettes provient de l'État (sous forme de dotations budgétaires ou d'impôts collectés par l'État et reversés aux collectivités locales) et parce qu'elles placent leurs liquidités au Trésor. Les banques sont également exposées à ce risque, notamment à travers la détention de dette souveraine. De ce fait, il est rare qu'une banque, une entreprise publique ou encore une collectivité locale bénéficie d'une note supérieure à celle de l'État. À ce titre, le risque souverain peut donc avoir un impact

sur la notation d'entités ou transactions non gouvernementales, dès lors qu'il s'agit d'établir si ces dernières peuvent ou non bénéficier d'une note supérieure à celle de l'État.

La notion de « risque pays » est plus large. Il s'agit d'un ensemble de risques d'ordre réglementaire, politique, économique, financier, social et environnemental afférents à un pays et susceptibles de peser sur la qualité de crédit des entreprises implantées dans ce pays et sur la qualité de crédit des investissements ou transactions qui y sont réalisés. En d'autres termes, si l'on compare deux entreprises avec la même activité et les mêmes performances, l'une basée en France et l'autre en Russie, le risque pays va permettre de mesurer si l'une de ces entreprises présente un risque de crédit plus élevé que l'autre du fait de sa localisation dans un pays donné. Le risque pays est donc une composante de l'analyse de crédit pour une entité non gouvernementale ou une transaction structurée. Il fait partie de la méthodologie de la notation des institutions financières, des entreprises, des sociétés d'assurances, des émissions structurées, etc.

■ La mesure du risque pays et son impact sur la notation

L'évaluation du risque pays repose sur plusieurs facteurs qui reflètent donc les risques associés au fait d'exercer une activité dans un pays donné. Ces derniers incluent notamment :

- les risques macroéconomiques, liés par exemple aux prévisions de croissance d'un pays et leur volatilité, aux déséquilibres potentiels du tissu économique, aux perspectives d'évolution de l'inflation et aux fluctuations du taux de change, qui peuvent affecter les exportations et les importations ;
- les risques politiques, qui peuvent avoir un impact sur la stabilité ou le caractère prévisible de l'environnement réglementaire ou de la politique fiscale, ou plus fondamentalement sur la stabilité des institutions et les risques de conflits intérieurs ou extérieurs ;

- les risques liés au système financier et à l'accès au crédit, qui sont liés au développement et à la solidité du système bancaire, ainsi que la profondeur des marchés de capitaux ;
- les risques liés à l'environnement des affaires, qui incluent les règles comptables s'appliquant aux entreprises, les exigences d'information et de transparence, le droit du travail, le respect des règles de droit, les risques d'expropriation ou encore le contrôle des prix.

Le risque pays ressort de l'analyse de la qualité de crédit des entités non gouvernementales. Par exemple, dans la méthodologie utilisée pour noter les entreprises, le risque pays fait partie de l'appréciation du « profil opérationnel ». Dans le cas des banques, le risque pays est inclus dans l'évaluation du Bicra (Banking Industry Country Risk Assessment) qui reflète l'appréciation du risque moyen des banques opérant dans un pays sur la base de l'analyse des facteurs économiques et réglementaires. Le Bicra est un élément déterminant dans la notation d'une banque. Les méthodologies de la notation de produits structurés intègrent aussi la notion de risque pays notamment dans les pays émergents.

La méthodologie de la notation du risque souverain

Nous présentons dans cette section un résumé de la méthodologie ⁽¹⁾ utilisée par Standard & Poor's pour noter les États.

La notation des États mesure à la fois la capacité et la volonté d'un État à rembourser sa dette à moyen et long termes. Afin d'attribuer des notes comparables à l'échelle mondiale, la notation repose sur des critères publics et identiques pour les 126 États que nous notons. La perception fine des problématiques locales et régionales est primordiale dans l'analyse du risque souverain et est assurée par la présence d'équipes spécialisées dans les différentes régions.

Les méthodologies de notation sont mises à jour régulièrement et font l'objet de consultations auprès de tous les utilisateurs de nos notes (investisseurs, régulateurs, émetteurs). La récente mise à jour de nos critères souverains, publiée en juin 2011, intègre les enseignements tirés de la récession de 2008-2009. En particulier, cette mise à jour a permis d'approfondir l'analyse des impacts d'une crise du système bancaire sur la qualité de crédit des États et de mettre en exergue les spécificités analytiques liées à l'appartenance d'un État à une zone monétaire.

Le système de notation développé par Standard & Poor's depuis 1975 mesure la qualité de crédit des États à partir d'une panoplie de critères qualitatifs et quantitatifs reposant sur cinq facteurs.

■ Le facteur économique

L'analyse historique des défauts souverains suggère qu'un État doté d'une économie de marché riche et diversifiée, génératrice de croissance équilibrée et durable, bénéficie d'une base de revenus et de marges de manœuvre budgétaires et monétaires plus importantes pour honorer ses engagements financiers.

L'évaluation du facteur économique se fonde principalement sur le niveau de revenus du pays, mesuré par le PIB par habitant, le potentiel de croissance de l'économie à travers les cycles économiques et la composition de cette croissance, ainsi que la diversité et la volatilité du tissu économique (ou, à l'inverse, les risques liés à une concentration excessive).

■ Le facteur institutionnel et politique

Ce facteur évalue dans quelle mesure la stabilité, l'efficacité et la transparence des institutions et des politiques publiques peuvent avoir un impact sur la capacité et la volonté d'un État à rembourser sa dette. Cette évaluation repose sur l'analyse de l'efficacité et du caractère prévisible des institutions et des processus de décision d'un État, de leur influence sur l'aptitude d'un État à assurer des finances publiques soutenables

Tableau 1. Niveau indicatif de note résultant de la combinaison du profil économique et politique et du profil de performance et de flexibilité

		Profil économique et politique											
		Supérieur	Extrêmement fort	Très fort	Fort	Modérément fort	Intermédiaire	Modérément faible	Faible	Très faible	Extrêmement faible	Risqué	
		Score	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Profil de flexibilité et de performance	Extrêmement fort	1-1,7	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+	N/A	N/A
	Très fort	1,8-2,2	AAA	AAA	AA	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
	Fort	2,3-2,7	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
	Modérément fort	2,8-3,2	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
	Intermédiaire	3,3-3,7	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
	Modérément faible	3,8-4,2	AA-	A+	A	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B
	Faible	4,3-4,7	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-
	Très faible	4,8-5,2	N/A	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-
Extrêmement faible	5,3-6	N/A	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-	CCC/CC	CCC/CC	

Source : Standard & Poor's

à un plot (niveau de note) près. Toutefois, certains facteurs exceptionnels peuvent signaler ou conduire à une détérioration rapide de la qualité de crédit d'un État, ajustant ainsi les facteurs de l'analyse repris dans le graphique 1. C'est le cas, par exemple, lors d'un déclenchement d'une guerre, d'une catastrophe naturelle exceptionnelle, ou d'une détérioration rapide et substantielle de la liquidité extérieure.

La note attribuée à l'issue de ces étapes constitue la note en devise d'un État, autrement dit sa capacité à rembourser une dette dans une autre monnaie que la sienne. Elle se distingue de la note en monnaie locale qui juge la capacité d'un État à rembourser une dette émise dans sa propre monnaie. Certains États bénéficiant d'une flexibilité monétaire et fiscale importante ont une note en monnaie locale pouvant aller jusqu'à deux plots au-dessus de la note en devise.

L'évolution du risque souverain dans le temps

La performance des notations des États

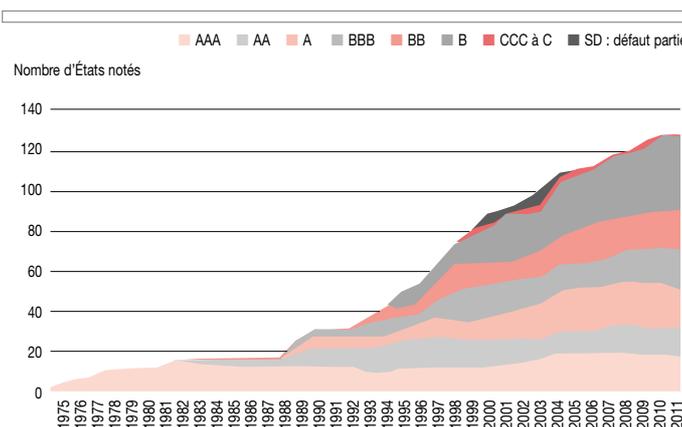
Jusqu'au milieu du XIX^e siècle, les États étaient considérés comme des emprunteurs peu recommandables. Les premières études relatives au risque souverain datent du début du XX^e siècle. On observe par la suite des défauts d'États retentissants et auxquels

les gouvernements n'étaient pas préparés, résultant d'événements exceptionnels comme les situations financières exsangues des périodes d'après-guerre ou de révolutions, les chocs économiques, ou encore l'abandon de la référence à l'étalon-or.

La notation des États par des agences se développe essentiellement à partir des années 1980. Le graphique 2 représente l'évolution du nombre d'États notés depuis 1975 par Standard & Poor's ainsi que leur répartition par catégorie de note.

Graphique 2

Évolution du nombre d'États notés par Standard & Poor's et leur répartition par catégorie de notes



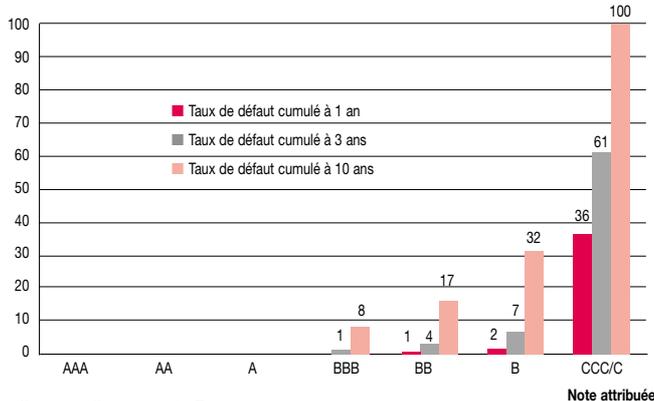
Source : Standard & Poor's

La performance des notes est mesurée chaque année par l'étude des statistiques de transition et de défaut permettant de déterminer et d'analyser l'évolution des notes et les épisodes de défaut dans le temps. Ces études sont publiées pour tous les secteurs de notation.

Dans le cas des souverains, le taux de défaillance cumulé des États notés par Standard & Poor's depuis 1975 (représenté dans le graphique 3) illustre la très bonne performance des notations souveraines. Seulement 1 % des États avec une note dans la catégorie d'investissement (catégorie BBB et au-delà) ont fait défaut dans les quinze ans qui suivent, alors que 30 % des États avec une note dans la catégorie spéculative (catégorie BB et en-deçà) ont fait défaut sur la même période. Plus précisément, à ce jour, aucun État avec une note dans les catégories A, AA et AAA n'a fait défaut dans les quinze années qui ont suivi l'attribution de cette note. Si la Grèce (CC, perspective négative) était amenée à faire défaut ou à restructurer sa dette avec une perte pour les investisseurs (ce que Standard & Poor's considérerait comme l'équivalent d'un défaut), il s'agirait alors d'un premier cas, la Grèce ayant bénéficié d'une note dans la catégorie A entre 1997 et décembre 2009. Enfin, ce graphique permet d'observer que plus la note est faible plus le taux de défaillance cumulé est élevé. En d'autres termes, cela démontre que la notation remplit son rôle de hiérarchisation de la qualité de crédit des émetteurs sur une échelle relative.

Graphique 3

Taux de défaillance cumulés des États (%), 1975-2010



Source : Standard & Poor's

De nombreuses études ont également confirmé les très bonnes performances de l'activité de notation des États. Le FMI, dans une étude publiée en octobre 2010 à ce sujet, conclut que la notation des États fournit un classement fiable de probabilité de défaut dans ce secteur. Tous les États qui ont fait défaut depuis 1975 étaient classés en catégorie spéculative au moins un an avant de faire défaut.

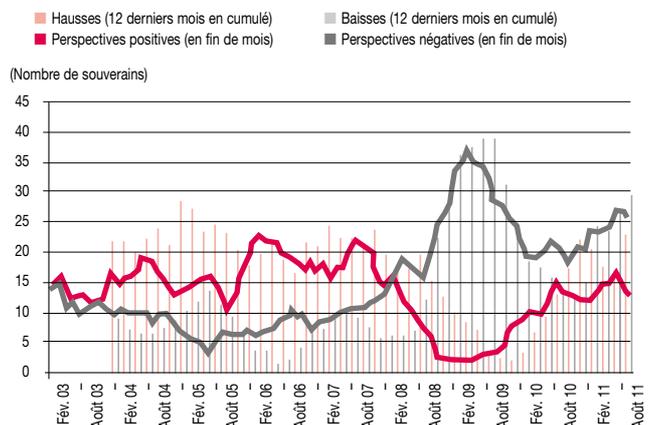
Tendances contrastées entre l'évolution du risque dans les pays émergents et dans les pays développés

La qualité de crédit des États a évolué de façon contrastée au cours des dernières années. Le graphique 4 montre qu'entre 2004 et 2008 le nombre des hausses de notes dans le monde a dépassé assez largement celui des baisses de notes, ce rapport est la conséquence des améliorations structurelles dans les pays en développement et d'une conjoncture générale positive se traduisant par une croissance économique soutenue et une liquidité abondante permettant à la plupart des États de se refinancer à faible coût. Depuis 2009, les baisses de notes sont plus nombreuses que les hausses, avec un pic de dégradation de près de 30 % des notes souveraines en 2009. Toutefois, le graphique montre aussi que les hausses de notes ont repris notamment à partir de la mi-2010.

L'évolution des notes sur cette période reflète donc une évolution parallèle et contrastée entre, d'une part, des hausses de notes dans de nombreux pays en développement, tels que le Brésil (BBB-/Positive/A-3) ou la Chine (AA-/Stable/A-1+) et des pays d'Europe centrale ou de l'Est comme la République tchèque (AA-/Stable/A-1+) ou l'Estonie (AA-/Stable/A-1+), et, d'autre part, des baisses de notes dans certains pays développés, y compris des pays importants tels que le Japon (AA-/Négative/A-1+), l'Italie (A/Négative/A-1) ou encore les États-Unis (AA+/Négative/A-1+).

Graphique 4

Hausses, baisses et perspectives des notations souveraines en devises



Source : Standard & Poor's

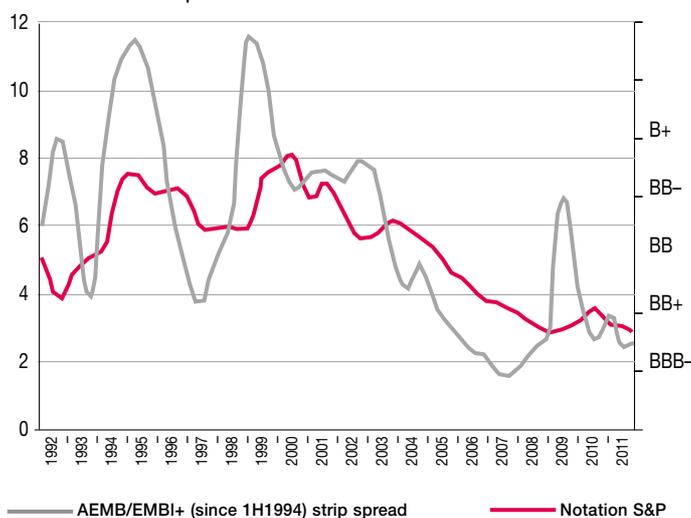
■ Une évolution moins volatile que les indicateurs de marché

Les notes et les indicateurs de marché tels que les *spreads* ou les CDS mesurent des risques différents et, par conséquent, évoluent de manière différente. Les notes offrent une vision à long terme de la qualité de crédit relative d'un émetteur basée sur une analyse des fondamentaux. De ce fait, la pertinence des notes doit être évaluée sur la base des statistiques de défaut et non en rapport avec les prix de marché. Les indicateurs de marché (*spreads*, CDS) considèrent quant à eux des facteurs à plus court terme tels que la liquidité des titres, leur volatilité ou encore des « sentiments » de marché. Ils sont donc par nature plus volatils et procycliques que les notes.

Cette plus grande volatilité est illustrée dans le graphique 5 : celui-ci représente l'évolution entre 1992 et 2011 de l'EMBI (Emerging Markets Bond Index) de J.P. Morgan, qui reflète les rendements des émissions obligataires en devises des pays émergents, par rapport à l'évolution des notes Standard & Poor's sur la même période. Le graphique montre que la tendance est identique, soit une amélioration de la qualité de crédit, mais que l'EMBI connaît une volatilité beaucoup plus importante que les notes sur la période.

Graphique 5

Évolutions comparées de l'EMBI et des notations S&P entre 1992 et 2011



Source : Standard & Poor's

Conclusion : la notation et son rôle sur les marchés

La notation est une opinion indépendante sur la qualité de crédit d'un emprunteur. Il s'agit d'une mesure relative qui fournit aux investisseurs un référentiel permettant de comparer à l'échelle mondiale des risques de crédit de différents emprunteurs. Les méthodologies de notation sont calibrées et adaptées à chaque secteur, afin qu'à moyen terme un titre de dette noté A, par exemple, présente un risque de défaut comparable quelles que soient les caractéristiques de l'entité qui emprunte (État, entreprise, titrisation, etc.). Ces méthodologies sont publiques et propres à chaque agence de notation.

Le processus de notation de Standard & Poor's se fait le plus souvent en coopération avec l'émetteur. Il s'agit du modèle économique dit de « l'émetteur-payeur », qui présente l'avantage de rendre publiques toutes les analyses de l'agence (ce qui n'est pas le cas si l'investisseur paie un droit d'accès aux notes et analyses de l'agence). Ce modèle ne peut être crédible que dans le cadre d'une séparation stricte entre les fonctions commerciales et analytiques de l'agence, ce qui permet de se préserver des risques de conflits d'intérêts. Les différents cadres réglementaires, notamment en Europe, visent à assurer cette indépendance. De plus, les agences ont mis en place de nombreuses règles internes afin de limiter tout risque, ou même de perception de risque, de conflit d'intérêts entre l'analyste et l'émetteur.

Les limites de la notation proviennent essentiellement du caractère inapproprié de leur utilisation. Au cours des dernières années, les régulateurs et les pouvoirs publics ont ancré la notation dans les réglementations financières, notamment à travers Bâle II (et maintenant Bâle III et Solvency II), conduisant ainsi de nombreux acteurs des marchés obligataires à établir leur stratégie d'investissement en se fondant sur une utilisation mécanique des notations. De ce fait, un changement de note peut mener à des cessions plus ou moins automatiques de titres, et provoquer un

impact surdimensionné par rapport au message effectivement délivré par l'agence au moyen d'un changement de note. Ces effets d'entraînement sont dommageables car ils ne reflètent pas les nuances de risque mesurées par les notes. Par ailleurs, les agences apprécient la solvabilité à long terme d'un emprunteur et non pas d'autres composantes de la décision des investisseurs telles que la liquidité ou la volatilité d'un titre. Il serait donc souhaitable de retirer de la réglementation toute référence aux notations, ou au

moins d'introduire d'autres paramètres d'évaluation, afin de permettre aux investisseurs de traiter les notations comme une information certes importante mais également comme une opinion parmi d'autres.

Note

1. La version complète de la méthodologie est disponible publiquement (en anglais) sur le site :

www.standardandpoors.com.

4.

Études et livres

■ Thomas Julien

La Social Security aux États-Unis : pas de réforme à l'horizon

■ Pierre Martin

Le risque pays et les jeux de l'échange

■ Pierre Michel

Les assureurs face au défi existentiel du risque acceptable

■ Bernard Spitz

Le rôle de l'assurance dans l'économie du désendettement ou « Le monde selon Kojève »

Actualité de la Fondation du risque

Gaëlle Le Fol

Développement de la Gestion Quantitative

LA SOCIAL SECURITY AUX ÉTATS-UNIS : PAS DE RÉFORME À L'HORIZON

Thomas Julien

Économiste États-Unis

Recherche économique Natixis

La Social Security se compose aux États-Unis d'un système de retraite par répartition et d'un système de soutien aux travailleurs invalides. La crise a lourdement affecté les dépenses et les recettes de cet organisme, tandis que la reprise modérée de l'économie pénalisera l'évolution des revenus dans les années à venir. Toutefois, les surplus engrangés depuis la mise en place du système sont suffisamment importants pour absorber le choc.

Mais malgré des avantages sociodémographiques indéniables par rapport aux autres pays développés, le fonctionnement à long terme du système de la Social Security est aujourd'hui remis en cause par le vieillissement de la population et le départ massif à la retraite des baby-boomers dans les prochaines années. La hausse à venir des dépenses (devenues supérieures aux revenus courants en 2010) remet en cause la viabilité du système. Sa pérennité impliquerait une baisse drastique des pensions versées à horizon 2030-2035.

Le contexte politique actuel semble peu propice à la réforme du système, d'autant plus qu'avec d'importants surplus disponibles pour financer les retraites ces prochaines années, les marges de manœuvres sont confortables et permettent de reporter dans le temps une réforme nécessaire.

Le fonctionnement de la Sécurité sociale aux États-Unis

La Sécurité sociale aux États-Unis est composée de deux branches :

- un système public de retraite par répartition, mis en place dans les années 1930 ⁽¹⁾ (Old-Age and Survivors Insurance ou OASI) ;

- un système de soutien aux travailleurs invalides créé dans les années 1950 (Disability Insurance ou DI).

En 2010, les retraités (et conjoints survivants) qui percevaient des pensions de la Sécurité sociale étaient au nombre d'environ 43,4 millions, soit 14 % de la population totale. Ils représentaient également 81 % des bénéficiaires de prestations. Pour leur part, les travailleurs invalides représentaient 10,0 millions d'individus. Ces derniers occupent une place de plus en plus importante des bénéficiaires (18 % en 2010 contre 11 % en 1990), mais qui devrait diminuer avec le vieillissement de la population.

■ Les critères d'éligibilité

◆ Les retraites

Pour toucher une pension de retraite, un salarié doit avoir entre 62 et 70 ans. Aux États-Unis, l'âge légal de la retraite est désormais fixé à 67 ans pour les personnes nées en 1960 et après. Pour les années antérieures, un barème progressif existe. Pour les baby-boomers, qui appartiennent à la tranche des personnes nées entre 1943 et 1954, l'âge légal de départ à la retraite est de 66 ans. Enfin, les personnes qui souhaitent partir à la retraite avant l'âge légal pourront le faire, mais devront supporter une décote de leur pension.

◆ Les pensions d'invalidité

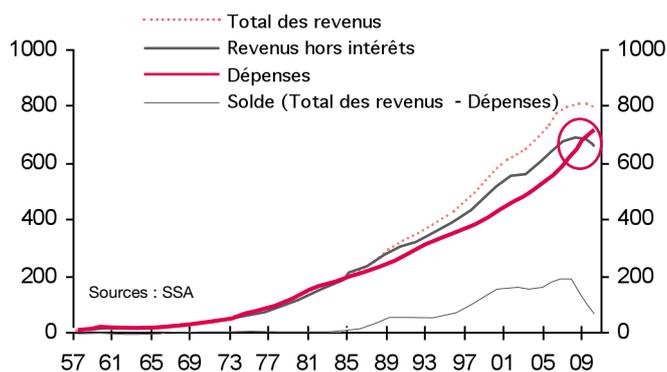
Pour recevoir une pension d'invalidité, un salarié doit être dans l'incapacité de travailler pendant une durée supérieure à un an. Dans certaines conditions, les familles de travailleurs invalides peuvent également toucher un revenu de la Sécurité sociale.

■ Le fonctionnement du fonds OASDI

Ces deux programmes fonctionnent à l'aide de deux fonds en fidéicommis (*Trust Funds*) : le fonds OASI (*Old-Age and Survivors Insurance*) pour les retraités et les « survivants » ; et le fonds DI (*Disability Insurance*) pour les travailleurs invalides. Ces deux fonds sont communément regroupés pour n'en former qu'un seul : le fonds OASDI. Ces fonds collectent des revenus via les taxes de la Sécurité sociale, la taxation de certains bénéficiaires et intérêts. Les intérêts générés par le fonds OASDI sont également considérés comme des revenus, même s'ils sont comptabilisés de manière distincte. En contrepartie, ils financent les retraites et les pensions d'invalidité. Les prélèvements sociaux (*payroll tax*), de 12,4 %, se font directement sur la masse salariale, la moitié étant payée par le salarié et l'autre par l'employeur (2). Les revenus d'intérêts sont les revenus générés par le

fonds OASDI alimenté par l'écart positif entre revenus et dépenses. Toutefois, depuis 2010 les revenus courants (hors intérêts) ne couvrent plus les dépenses (graphique 1).

Graphique 1
États-Unis: revenus et dépenses de la Sécurité sociale (en Mds de \$)



La Sécurité sociale profondément impactée par la crise

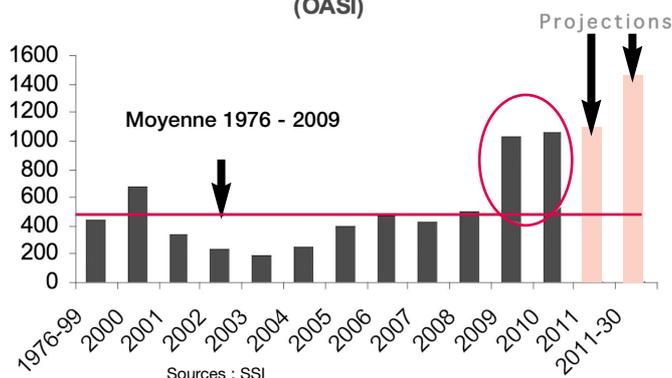
Qu'il s'agisse des retraites ou des pensions d'invalidité, la crise a mis au jour le rôle d'amortisseur de la Sécurité sociale : en 2009, les deux programmes ont enregistré une augmentation record du nombre d'adhérents, révélant une volonté (ou la nécessité) pour les ménages de s'assurer des revenus en cas de perte de salaires. De plus, avec la hausse du chômage, les revenus ont baissé et ne devraient pas rebondir fortement ces prochaines années.

■ Une augmentation des départs à la retraite anticipée

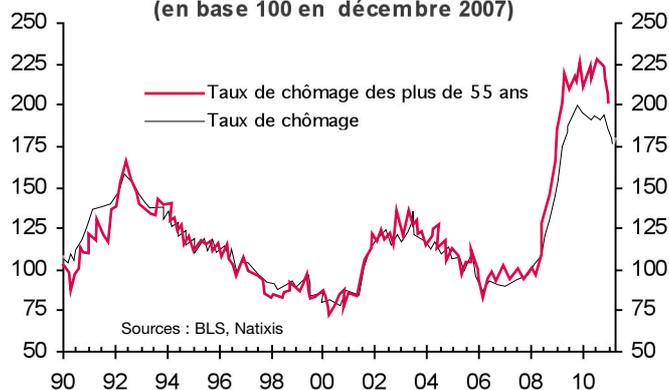
Alors que depuis 1975 le nombre de bénéficiaires du système de retraite augmentait chaque année en moyenne de 450 000, l'année 2009 s'inscrit en rupture avec pas moins de 1,03 million de bénéficiaires supplémentaires, suivis de 1,06 million en 2010 (graphique 2).

Cette tendance s'explique avant tout par la hausse significative du nombre de personnes de plus de 55 ans au chômage (graphique 3). Leur taux est passé de 3,1 % en 2007 à 7 % en 2010. En période de crise, les populations âgées sont parmi les plus touchées par les licenciements et se réinsèrent difficilement sur le marché du travail. Ce qui les conduit à prendre une retraite anticipée.

Graphique 2
États-Unis : augmentation nette du nombre de personnes recevant une pension de retraite (OASI)



Graphique 3
États-Unis : évolution du taux de chômage par âge depuis le début de la récession (en base 100 en décembre 2007)



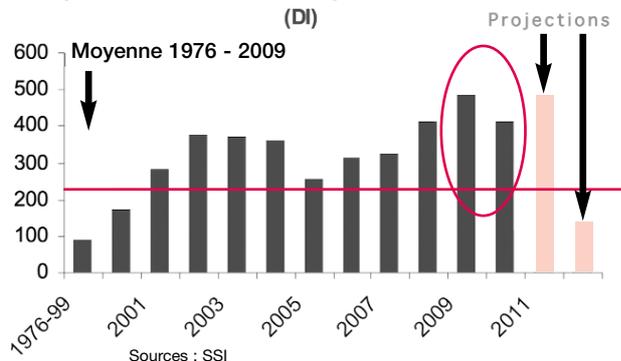
Cependant, ce phénomène devrait, sur le long terme, avoir un impact financier quasiment neutre. D'abord, il ne fait qu'anticiper de quelques années le départ à la retraite inéluctable de ces individus. Ensuite, l'âge minimum pour bénéficier du taux plein étant actuellement fixé à 65 ans, les personnes sortant prématurément du marché du travail subiront une décote de leur pension (de 25 % pour les

personnes nées après 1943), ce qui en moyenne devrait compenser les années supplémentaires de versement de pensions.

■ Les pensions d'invalidité : un substitut à l'assurance chômage ?

En 1984, le Congrès a rendu l'accès au DI plus facile, notamment pour les personnes souffrant de maladies mentales ou atteintes de troubles musculo-squelettiques. Ainsi, la part de ces deux causes d'invalidité, qui représentait en 1983 respectivement 16 % et 13 % du total des DI, atteint en 2009 22 % et 33 %. La même année, avec 483 000 personnes supplémentaires recevant des pensions, on note la plus forte hausse en absolu du nombre de bénéficiaires du DI avec une nouvelle hausse importante en 2010 (+ 412 000, graphique 4).

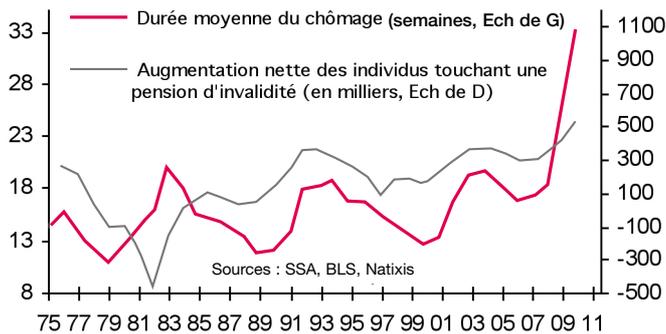
Graphique 4
États-Unis : augmentation nette du nombre de personnes recevant une pension d'invalidité (DI)



Il est intéressant de voir que les bénéficiaires de cette pension appartiennent à une catégorie socio-démographique relativement homogène. Ce sont en général des personnes assez âgées (en 2008, 79 % d'entre elles avaient plus de 40 ans et 40 % de 55 ans) et peu diplômées (40 % ont un diplôme inférieur au niveau bac) ; elles sont donc plus sensibles à une exclusion du marché du travail. Plusieurs facteurs peuvent expliquer la hausse substantielle du nombre de ces bénéficiaires durant la crise. Tout d'abord, les personnes souffrant d'invalidité sont plus susceptibles d'être les premières affectées par les licenciements. Ensuite, les critères d'éligibilité au DI retiennent une

dimension économique et prennent en compte par exemple la capacité à se recycler sur le marché du travail. Enfin, l'assouplissement des critères d'éligibilité, devenus plus subjectifs, permet à certains chômeurs de tenter d'obtenir cette pension (graphique 5).

Graphique 5
États-Unis : durée moyenne du chômage et augmentation nette du nombre de bénéficiaires de pensions d'invalidité



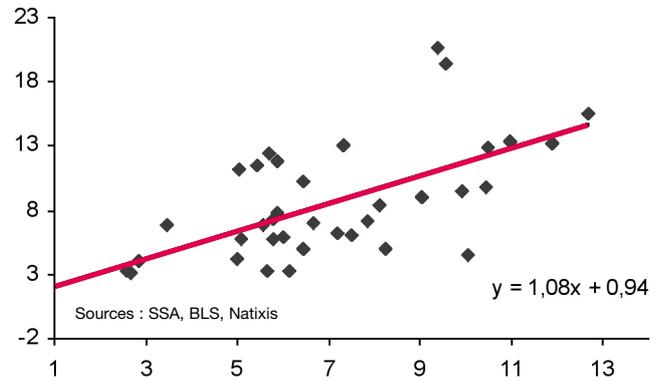
Ainsi, compte tenu de la faible création d'emplois actuellement et d'un coût d'opportunité élevé (avec des critères sociodémographiques désavantageux au regard du marché du travail, la probabilité de trouver un emploi relativement mieux rémunéré que les pensions est faible), la part des individus qui bénéficient du DI restera élevée.

■ Les revenus et le cycle

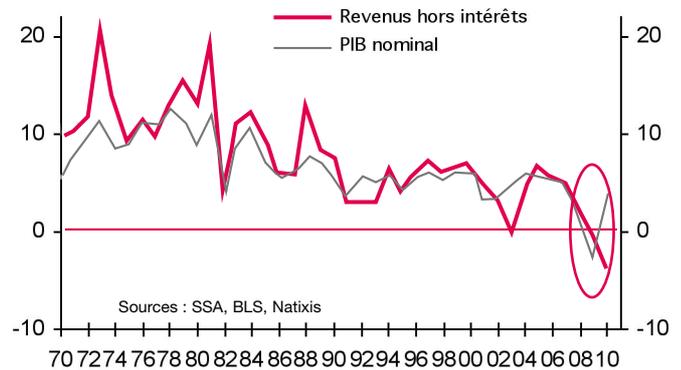
Les revenus de la Sécurité sociale dépendent majoritairement de l'évolution des salaires (la *payroll tax* représente environ 80 % des revenus de la Sécurité sociale, graphique 6). La baisse importante de l'activité économique durant la crise ayant généré une contraction sans précédent de la masse salariale (8,5 millions d'emplois détruits en 2008-2009), les recettes de la Sécurité sociale ont été profondément affectées. Par la suite, le rebond de la croissance observé fin 2010 (essentiellement attribuable aux mesures de soutien public aux ménages en difficulté) n'a pas enclenché de reprise dynamique du marché du travail (*jobless recovery*). Ainsi, avec seulement 900 000 emplois créés durant cette année-là, les

revenus de la Sécurité sociale se sont effondrés de 4,5 % en 2010 (graphique 7).

Graphique 6
États-Unis : salaires (abscisse) et revenus de la Sécurité sociale hors intérêts (ordonnée) en GA en %, 1970-2010



Graphique 7
États-Unis : PIB et recettes de la Sécurité sociale (GA en %)



■ Des revenus durablement affectés

À court et moyen termes, le niveau élevé du taux de chômage (et potentiellement de son niveau structurel) et la croissance modérée que nous attendons ces prochaines années impliquent que les revenus se stabiliseront sur une dynamique moins soutenue qu'avant crise. De plus, la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises devrait également continuer de comprimer la croissance des salaires.

Un système en danger

La soutenabilité du système est remise en cause par le vieillissement de la population. Dans ce contexte de reprise sans emploi et de perspectives de croissance atone, la crise laissera une empreinte durable sur le niveau des dépenses (via la hausse du nombre de pensions d'invalidité) et des revenus (via la hausse du chômage structurel) de la Sécurité sociale. Malgré tout, cet épisode ne remet pas fondamentalement en cause la pérennité du système qui reste viable toutes choses égales par ailleurs : les ressources du fond OASDI sont largement suffisantes pour surmonter une phase plus ou moins longue de baisse des revenus. En revanche, à l'instar des autres pays développés, ce sont les tendances démographiques de long terme qui mettent en danger le système de retraite par répartition et, de fait, le fonctionnement de la Sécurité sociale.

■ Une situation moins critique que dans les pays de l'OCDE...

D'un point de vue démographique les États-Unis ont sans aucun doute un avantage sur les autres pays développés car ils conservent un taux de natalité relativement plus élevé que la moyenne des pays de l'OCDE, et qui correspond au seuil de renouvellement des générations (2,05 en 2009). De plus, l'âge moyen de la retraite est nettement supérieur à celui des autres pays (66 ans désormais contre environ 63 ans en moyenne pour les pays de cette zone), avec par conséquent une durée de retraite à couvrir moins importante.

■ ...mais suffisante pour mettre en péril le système des retraites

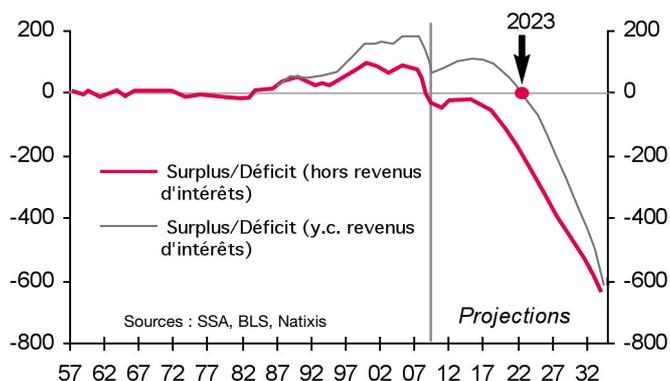
Malgré tout, au cours des prochaines décennies, la part de la population recevant des pensions de retraite devrait croître substantiellement. En effet, comme la plupart des pays développés, les États-Unis devront

faire face au vieillissement de leur population. Les progrès réalisés dans la médecine et l'amélioration de la qualité de vie ont généré une hausse tendancielle de l'espérance de vie. Cette dernière est passée de 70 ans en moyenne dans les années 1960 à 78 ans en 2008, avec pour conséquence directe une augmentation de la part des personnes âgées dans la population totale. De plus, il faudra prochainement faire face au départ massif des baby-boomers à la retraite. Ainsi, la part des plus de 65 ans dans la population totale augmentera fortement dans les prochaines années, tirant à la hausse le ratio de dépendance.

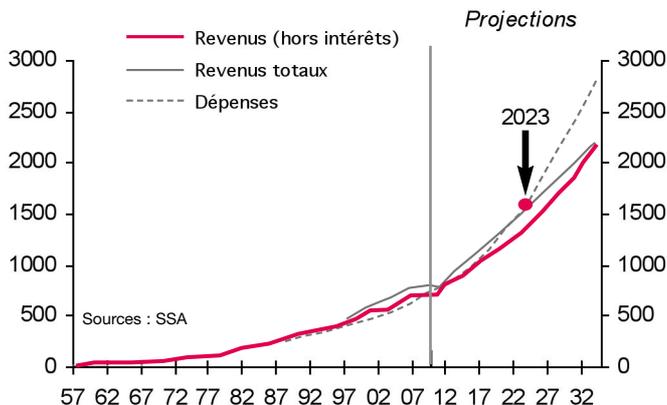
■ Un fonds déficitaire en 2023, sans réserves en 2035

Avec des revenus (hors intérêts) désormais inférieurs aux dépenses, la viabilité du fonctionnement de la Sécurité sociale est remise en question. En effet, comme le montre le graphique 2 (p. 113), 2010 marque un tournant : pour la première fois depuis 1983 les dépenses excèdent les recettes. Après un maigre surplus en 2009 (3,4 milliards de dollars), la Sécurité sociale a enregistré en 2010 un déficit (toujours hors intérêts) de 48,9 milliards, et attend en 2011 un nouveau déficit de 45,6 milliards. Ce déficit soudain s'explique par la hausse marquée du nombre de bénéficiaires durant la crise. À plus long terme, la dégradation des facteurs démographiques (départs massifs à la retraite) devrait le creuser fortement (graphiques 8 et 9).

Graphique 8
États-Unis : Surplus/Déficit de la Sécurité sociale
(en Mds de \$)



Graphique 9
États-Unis: revenus et dépenses (en Mds de \$)



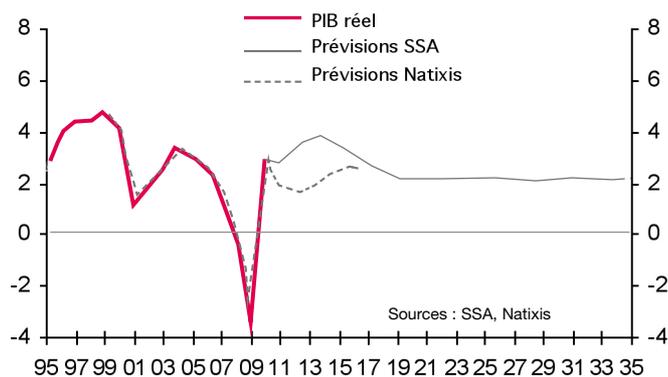
D'après les projections, les revenus totaux (y compris revenus d'intérêts en provenance du fonds OASDI) deviennent négatifs en 2023. Ensuite, les actifs du fonds accumulés au cours des années d'excédents pourront couvrir les dépenses jusqu'en 2035. Après quoi, les pensions devront être réduites d'environ 22 % (les revenus ne couvrant plus que 78 % des dépenses à cette date). En effet, la législation ne permet pas actuellement d'utiliser d'autres sources de revenus fiscaux pour financer la Sécurité sociale.

■ Des prévisions optimistes

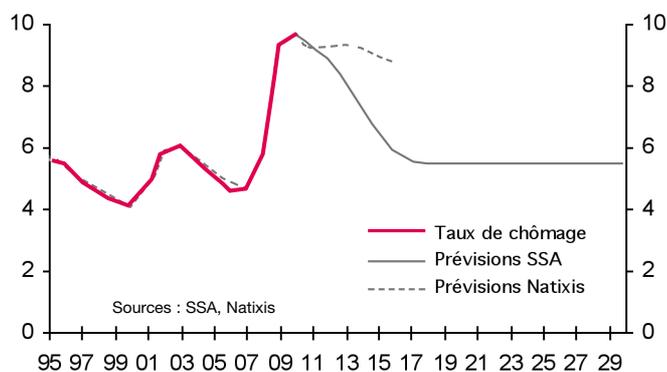
Les hypothèses faites sur l'évolution des variables économiques par l'organisme de la Sécurité sociale nous paraissent pour le moins optimistes. Tout d'abord, les prévisions de croissance tablent sur une dynamique nettement supérieure à la croissance potentielle pour les prochaines années, puis un retour au potentiel ensuite (graphique 10), tandis qu'au contraire nous attendons une croissance durablement affaiblie avant le retour au potentiel. De même, les prévisions concernant le chômage tablent sur une baisse rapide de son taux et sur un retour au niveau de plein emploi d'avant crise (graphique 11), et ne tiennent pas compte de la hausse vraisemblable du taux de chômage structurel estimé autour de 7-7,5 %. Il en va de même pour les prévisions de productivité qui sont attendues en dessous de leur moyenne de long terme, ce qui ne nous paraît pas cohérent, étant

donné le contexte de déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises, et ce qui au final conduit à une surestimation du dynamisme de la masse salariale et donc des revenus. De fait, l'épuisement des réserves prévu en 2035 devrait au final se matérialiser plus rapidement que ce que prévoit la Sécurité sociale (3).

Graphique 10
États-Unis: prévisions de croissance du PIB (GA, en %)



Graphique 11
États-Unis: prévisions du taux de chômage (en %)



La commission Simpson-Bowles

Les propositions de réforme exhaustive les plus récentes ont été présentées par la commission bipartite Simpson-Bowles qui avait soumis un programme de consolidation fiscale en décembre 2010. Ce projet offre une série de

réformes pour remédier aux problèmes de la Sécurité sociale.

■ Modifier le barème des pensions de retraite

Un moyen de diminuer les coûts de la Sécurité sociale serait de modifier le barème qui permet de calculer le montant des pensions à verser. La commission propose notamment de le rendre plus progressif.

Actuellement, ce barème ne comporte que trois catégories de revenus. La proposition vise la création d'une tranche supplémentaire qui permettrait de faire baisser le montant des pensions versées aux personnes dont les revenus sont les plus élevés.

■ Revoir l'indexation des pensions

Il s'agirait d'indexer les pensions sur un indice des prix à la consommation chaîné.

Aux États-Unis, il existe différents indices de prix à la consommation. L'indice des prix pour les travailleurs citadins (CPI-W) est actuellement utilisé pour ajuster au coût de la vie les pensions de la Sécurité sociale (COLA ou *Cost of Living Adjustments*).

La possibilité de recourir à un autre indice des prix pour indexer les pensions a été évoquée dans les négociations sur la consolidation fiscale : un indice chaîné des prix à la consommation (le C-CPI-U). Ce dernier, qui permet d'appréhender chaque mois les éventuels effets de substitution entre les biens, est structurellement inférieur aux autres indices. Ainsi, recourir à un tel ajustement reviendrait à pratiquer un rabais de 30 points de pourcentage (moyenne historique des écarts entre le COLA calculé avec le C-CPI-U et le CPI-W) sur les ajustements annuels des pensions versées. Selon la commission chargée de la réduction du déficit, cette mesure pourrait permettre un gain relatif de 89 milliards de dollars sur dix ans.

■ Relever le plafond du revenu taxable

Dans les années 1980, les cotisations salariales de la Sécurité sociale couvraient 90 % des revenus. Depuis, cette proportion a diminué : le montant maximal du revenu soumis à cotisation est actuellement fixé à 106 000 dollars, ce qui concerne 86 % des revenus. Et cette part devrait chuter à 83 % en 2020. La proposition de la commission vise à ramener graduellement ce rapport à 90 % en 2050, par le relèvement du plafond des revenus taxables et par la désindexation de son augmentation sur le COLA (afin de permettre à ce plafond d'augmenter même les années où l'ajustement du coût de la vie est égal à 0). Selon les estimations, cette mesure devrait au final générer une hausse des revenus de l'ordre de 138 milliards de dollars.

■ Reculer progressivement l'âge de la retraite

Une des mesures classiques, pour compenser le vieillissement de la population, est de reculer l'âge de départ à la retraite et celui de départ à la retraite anticipée. La commission propose d'indexer l'âge légal de départ à la retraite sur le vieillissement de la population, avec une hausse d'un mois chaque année, ce qui porterait cet âge à 68 ans en 2050 et à 69 ans en 2075. L'âge légal pour les retraites anticipées passerait respectivement à 63 et 64 ans.

Au total, d'après les estimations de la commission, ces mesures additionnées devraient permettre à la Sécurité sociale de retrouver un équilibre de long terme.

■ Les autres solutions potentielles

◆ La privatisation (partielle ou totale)

Cette proposition, qui avait notamment été soutenue en 2005 par l'administration Bush, est controversée. L'argument principal en faveur, outre la résolution du

problème de solvabilité, était celui des rendements : la Sécurité sociale offre des rendements réels historiques inférieurs à ceux d'un portefeuille d'actifs diversifié. Toutefois, les arguments en défaveur sont nombreux : un rendement plus élevé ne peut se faire qu'au prix d'une plus grande prise de risque. Or, on l'a vu, depuis la crise les rendements des actifs risqués ont significativement reculé. De plus, une privatisation partielle ou totale implique la mise en place, pour les retraites, d'une période de transition pour assurer le passage d'un mode de répartition à un système par capitalisation. L'État fédéral devrait ainsi supporter un coût de transition très important : pour supprimer le principe de répartition (« *pay-as-you-go* »), le Trésor devrait émettre de la dette pour financer les retraites actuellement financées par les salariés. Une telle option est difficilement envisageable dans un contexte de finances publiques dégradées.

◆ Les solutions démographiques

Sur ce terrain, les États-Unis pourraient avoir recours à l'immigration ou bien à des politiques natalistes afin d'atténuer l'affaiblissement du ratio de dépendance. Les marges de manœuvre sont toutefois limitées : l'immigration est déjà relativement forte aux États-Unis et le taux de natalité se situe parmi les plus élevés des pays de l'OCDE.

■ « *The sooner the better* »

Au final, la réforme de la Sécurité sociale peut prendre de multiples formes et varier en fonction de l'orientation politique. De fait, dans un contexte politique très polarisé et où les politiciens sont peu enclins à faire des concessions, trouver un accord ne paraît pas aisé, et Obama a même renoncé à inclure la Sécurité sociale dans son programme de consolidation budgétaire.

Cependant, même si les actifs accumulés durant les périodes de surplus promettent encore de beaux jours à la Sécurité sociale, le vieillissement de la population rend inévitable la réforme de ce système dont la trajectoire doit être corrigée le plus tôt possible.

Conclusion

Plusieurs enseignements peuvent être retenus concernant la Sécurité sociale :

- les revenus ont fortement baissé durant la crise et devraient rester à un niveau durablement faible, cohérent avec le contexte de reprise anémique de l'économie ;
- les dépenses resteront également élevées, la crise ayant mis au jour le rôle contracyclique des pensions d'invalidité versées par la Sécurité sociale (malgré des critères indépendants) ;
- toutefois, les actifs accumulés au cours des années de surplus permettent de surmonter un épisode de baisse durable des revenus et de hausse des dépenses de ce type ;
- malgré des avantages sociodémographiques indéniables par rapport aux autres pays développés, le vieillissement de la population et le départ à la retraite des baby-boomers compromettent de manière certaine la viabilité du système de retraite par répartition à horizon des années 2030-2035 (plus la croissance restera faible, plus cette échéance sera proche) ;
- les réformes proposées par la commission Simpson Bowles permettraient de corriger aujourd'hui cette trajectoire. Toutefois, le contexte politique actuel n'est pas favorable et aucune réforme n'est aujourd'hui sérieusement envisagée.

Notes

1. Le système de retraite par répartition géré par l'administration publique ne constitue qu'un des trois piliers du système de retraite aux États-Unis. Il existe en parallèle des fonds de pension (privés et publics) et un système de retraites individuelles par capitalisation.

2. Les prélèvements de la Sécurité sociale sur les salaires ont temporairement été abaissés de 6,2 % à 4,2 % pour 2011 lors du dernier stimulus fiscal voté en décembre 2010. Le manque à gagner est actuellement estimé à environ 105 milliards de dollars et sera compensé par un versement du fonds général du Trésor, ce qui neutralise la baisse des rentrées fiscales. Cette politique est donc neutre pour l'organisme en charge de la gestion de la Sécurité sociale.

3. En 2005 l'épuisement des réserves était prévu pour 2042, en 2010 pour 2037, aujourd'hui pour 2035.

LE RISQUE PAYS ET LES JEUX DE L'ÉCHANGE

Pierre Martin

Agrégé d'histoire, docteur en histoire

« [Je suis] convaincu que, sur cette question de la dette nationale, reposent la vigueur et même l'indépendance même de la nation. » William Pitt (1759-1806) s'exprime ainsi en 1786 alors qu'il cumulait les postes de Premier ministre et de Chancelier de l'Échiquier (ministre des Finances) en Angleterre. Et l'historien Fernand Braudel, rapporteur de cette déclaration, ajoute : « *Les capitaux se moquent des frontières. Ils vont vers la sécurité* ⁽¹⁾ ». L'actualité européenne ou mondiale tendrait à montrer que ces deux propos sont toujours vérifiables. Peu importe que Fernand Braudel ignore le terme de « risque » qui n'apparaît pas par exemple dans l'index de la monumentale *Histoire économique et sociale de la France* ⁽²⁾ puisqu'il en dégage l'essence. Nous supposons a priori que la notion de « risque pays » est aussi vieille que le capitalisme, un mot d'usage récent, utilisé à titre scientifique à partir de la publication en 1902 du livre de W. Sombart, *Der moderne Capitalismus*. Il ne s'agira donc pas de savoir ici à partir de quand émerge le concept de « risque pays », sans doute une construction des analystes financiers de notre temps il y a un petit quart de siècle – une durée absolument pas significative des permanences et des ruptures de nos économies marchandes pour Braudel, l'historien du temps long. Nous essaierons en revanche de dégager des critères de définition du « risque pays » à partir d'un détour par l'histoire des pays développés en remontant par sondages jusqu'au XVII^e siècle : la Bank of England est par exemple fondée en 1694 afin de monétiser la dette publique et de rassurer les prêteurs sur la solvabilité du pays. Bref, essayons modestement de voir en quoi les éléments retenus, une fois hiérarchisés, se révèlent des outils opérationnels pour appréhender le « risque pays » contemporain.

Les dimensions du risque pays

Le risque pays, ou risque souverain, mesure la stabilité géopolitique d'un pays et la probabilité de voir s'y réaliser une rupture majeure bouleversant l'ordre politique, économique et social. Le risque pays mesure in fine la possibilité suivant laquelle demain sera (plus ou moins...) comme aujourd'hui, selon que le risque se réalise ou pas. On peut également parler de « risque souverain » au sens où il s'agit d'un risque affectant l'ensemble des règles de fonctionnement édictées par une nation souveraine. Si le risque pays majeur peut être défini par l'irruption d'une révolution mettant à bas un régime, le risque pays renvoie pratiquement à plusieurs dimensions imbriquées.

Une dimension politique évidente : l'éviction parfois violente de l'ancien régime est le point d'orgue du bouleversement politique, le moment de la réalisation du « risque pays majeur » par excellence. On songe à la Révolution française de 1789, à la révolution russe de 1917 ⁽³⁾, à la révolution islamiste de 1979 en Iran qui a renversé le Shah, aux « révolutions de velours » qui ont mis fin aux régimes communistes d'Europe centrale et orientale en 1989-1990, voire aux révolutions arabes du printemps 2011.

Le risque pays est aussi (surtout ?) lié à des mouvements sociaux plus ou moins sporadiques (grèves dans des secteurs stratégiques comme les transports : Chili en 1973, France en décembre 1995), plus ou moins violents (occupations d'usines, d'universités,

émeutes voire « guerres urbaines »). En cela, le « risque pays » a une dimension sociale. Il suffit d'évoquer les émeutes récurrentes à Athènes depuis qu'a éclaté la crise du surendettement de l'État grec en 2010.

Le « risque pays » revêt également une dimension institutionnelle largo sensu : le risque est alors celui de voir le droit de propriété, le droit des contrats, la fiscalité changer radicalement. Des individus, des entreprises voire des États sont alors prisonniers d'une nouvelle législation qui peut aller jusqu'à une nationalisation-spoliation totale. Le régime russe de Poutine (au pouvoir depuis 2000) a par exemple « renationalisé » l'exploitation des gisements d'hydrocarbures, incarcérant en 2003 le PDG de la firme pétrolière Ioukos, Mikhaïl Khodorkovski, renégociant sévèrement les contrats d'exploitation des compagnies étrangères, ou encore jouant de l'arme du gaz envers l'Union européenne dont elle est le premier fournisseur. Le risque pays est d'autant plus important ici que le gazoduc Russie-Union européenne est un investissement lourd et qu'il passe par l'Ukraine, désormais indépendante politiquement mais dépendante énergétiquement de la Russie pour son propre approvisionnement gazier. Chavez, en place au Venezuela depuis 1999, fait un peu de même avec le pétrole vénézuélien. Danone a été piégée par son partenaire Wahaha en Chine, manifestement protégé par Pékin, et a dû consentir à des pertes pour faire cesser sa joint-venture.

Geneviève Lethu, fabricant français de vaisselle et d'arts de la table, a relocalisé en 2009 une partie de sa production (torchons et serviettes...) en raison du fort risque d'espionnage industriel de ses productions sises en Chine. Un caractère second et méconnu mais bien réel du risque pays.

Le risque pays a manifestement une dimension monétaire. On songe à la crise de change des devises d'Asie du Sud-Est partie du bath thaïlandais en 1997 qui déboucha sur des émeutes violentes à Djakarta. Les pays d'Asie pratiquent depuis l'autoassurance en amassant des réserves de devises étrangères. Outre ces épisodes violents, si un pays dévalue brutalement et de façon importante sa monnaie, par exemple de

20 %, il ampute d'autant l'épargne libellée dans la monnaie de ce pays par rapport aux autres monnaies, dope momentanément les exportations dudit pays envers ses partenaires tant il est vrai que « dévaluer, c'est exporter son chômage » (Alfred Sauvy). Une dévaluation renchérit inversement le coût des importations à destination du même pays qui s'en trouvent réduites. Les détenteurs de livres sterling ont connu pareils déboires en 1931 comme depuis le déclenchement de la crise financière en 2008. À l'inverse, une réévaluation imprévue (l'euro depuis 2008) renchérit le coût du travail, pénalise les exportations et la réception d'IDE libellés en euros désormais renchérissés. On peut avoir un risque de change « favorable » : la dévaluation imprévue du zloty polonais a décuplé la compétitivité prix de la Pologne : songeons à Fiat qui y fabrique ses Fiat 500 pour les exporter en zone euro...

Le « risque pays » a enfin une dimension financière qui est l'écume de l'actualité. Il est en effet souvent restreint à la capacité d'emprunt et donc de remboursement d'une nation. La crise de l'euro déclenchée en 2010 trouve par exemple son origine dans le risque pays des « PIGS » selon l'acronyme anglo-saxon : Portugal, Ireland, Greece, Spain. Quatre pays soupçonnés d'être des « passagers clandestins » de la zone euro, profitant du faible risque pays moyen de la zone quand le leur est supérieur.

Cet « idéal type » webérien du risque pays rapidement esquissé, quel est le « halo » du risque pays pour la nation qui y est surexposée ?

Les implications du risque pays

« **L**a sûreté est plus importante que l'opulence », écrivait déjà Adam Smith en 1759 dans la *Théorie des sentiments moraux*. Le risque pays, ou risque souverain, minimum est donc une condition nécessaire à la richesse des nations. En est-elle la pierre angulaire ? Des économistes (David Ricardo), des banquiers (Rothschild)

ont pu évaluer le risque pays de la France révolutionnaire pour spéculer et s'enrichir à titre privé. Face à un marché inquiet de l'issue de la campagne de France, David Ricardo (1772-1823) réalise ainsi un coup de maître en raflant des titres délaissés de la dette anglaise... dont la valeur est décuplée quatre jours plus tard par Waterloo qui met un terme durable à la guerre sur le continent européen. Le risque pays renvoie ici à deux dimensions liées. Celle essentielle de la stabilité géopolitique (dans toutes ses dimensions, cf. supra), et celle annexe de la capacité du pays à honorer sa signature pour rembourser et donc souscrire des emprunts. Le risque pays au sens strict est d'autant plus élevé que le régime est contesté et les enjeux géoéconomiques importants.

– Risque pays réalisé : Irak depuis le renversement du régime laïc du parti Baas de Saddam Hussein en 1991, Afghanistan depuis le renversement du régime des talibans en 2001.

– Risque pays potentiel : Pakistan tiraillé entre sympathie talibane à l'Ouest, antipathie indienne à l'Est et apathie (?) occidentale au Nord (bus des ressortissants français de la Direction des constructions navales attaqué à Karachi en 2002) ; Grèce de 2011, dont les titres de dette seraient par convention dévalués de 50 %, alors même que le marché les estime « pourris ».

Le risque pays peut donc avoir un effet durable au sens où il pèse sur les générations futures. L'économiste féru d'histoire Douglass North (Nobel d'économie 1993) considère ainsi que la banqueroute de l'Espagne au XVII^e siècle a déterminé un mauvais « sentier de développement » et constitue la cause lointaine du sous-développement espagnol au XX^e siècle : récuser la signature de l'État aurait découragé pour longtemps les investisseurs étrangers. À l'inverse, l'Angleterre, confrontée à un problème de financement, a dans le même temps choisi de créer en 1694 la Bank of England, première banque centrale du monde, premier outil de financement durable et efficace. North y voit l'origine de l'avance britannique en termes de stabilité financière qui fait désormais de l'Angleterre le pays sûr par excellence ⁽⁴⁾. C'est une

révolution financière extraordinaire qui met fin à l'incertitude des accords entre un chef d'État et des banquiers. Cela transforme durablement la signature de l'État en outil de financement comme de garantie pour les épargnants. « *La nouveauté décisive, l'emprunt de longue durée, s'acclimata lentement. Les gouvernements apprennent peu à peu qu'il y a un marché possible, pour des emprunts à long terme, à un taux d'intérêt faible ; [...] que le vrai, le seul danger serait d'assigner le paiement de l'intérêt sur des ressources incertaines ou mal estimées à l'avance. [...] Peu à peu, la dialectique court terme-long terme sera comprise. [...] C'est comme de lui-même que l'emprunt à long terme s'est transformé en emprunt perpétuel. Dès lors, il n'est plus à rembourser par l'État et celui-ci peut, en transformant sa dette flottante en dette consolidée, ne pas épuiser ses ressources en crédit ou en argent liquide. Quant au prêteur, il peut transférer sa créance à un tiers – ceci était admis dès 1692 – donc rentrer, chaque fois qu'il le veut, dans son avance. C'est le miracle : l'État ne rembourse pas, le créancier retrouve son argent à volonté* ⁽⁵⁾. » Tel est du moins le scénario vertueux qui, il faut le souligner, est historiquement la règle depuis que se sont construits des États comme des schèmes de croissance économique « modernes ».

Il existe aussi des scénarios vicieux : le refus du régime bolchevique arrivé au pouvoir en octobre 1917 d'honorer la dette impériale a détourné pour longtemps de la Russie les investisseurs échaudés. Et les États surendettés par le financement des guerres mondiales n'ont honoré leurs dettes que formellement en recourant massivement à l'inflation, un risque pays aussi sournois qu'omniprésent.

Le risque pays fait désormais partie des outils d'analyse des financiers et représente même un marché spécifique. La Coface, compagnie d'assurances française créée en 1946 et privatisée en 1994, assure les entreprises contre les défauts de paiement. Le cartel des agences de notation privées (Fitch, Moody's, Standard & Poors...) notent les pays à la hauteur du risque qu'ils sont censés représenter. Leur meilleure note, le triple A, permet des taux d'intérêt faibles quand la moindre dégradation renchérit la

dette en signalant l'augmentation du risque pays qui génère une augmentation du taux d'intérêt.

L'enjeu majeur du risque pays, au-delà de la visibilité et de la viabilité géopolitique du pays concerné, est donc la possibilité d'accéder au marché du financement de sa dette (États-Unis, zone euro) comme à celui des IDE, source de développement (Sud) et de croissance (Nord). Le portrait statistique du pays récepteur d'IDE est donc celui du risque pays minimum : institutions politiques robustes et acceptées socialement (stabilité politique), législation claire et durable (droit de propriété et des contrats éprouvé, « politique de la règle » qui s'interdit un changement fréquent du cadre institutionnel), capacité à honorer sa dette, sincérité des engagements et des comptes publics (la dette cachée par un montage financier complexe a déclenché la crise du risque souverain de la Grèce et de l'euro en 2010). La qualité du risque pays n'est certes pas le seul critère de la richesse des nations. Il y participe cependant nécessairement.

Notes

1. *Fernand Braudel*, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV^e-XVIII^e siècles, tome II, Les jeux de l'échange*, *Armand Colin*, 1979, p. 471.
2. *Fernand Braudel et Ernest Labrousse*, *Histoire économique et sociale de la France, tome IV, vol. 3, Années 1950-1980*, *PUF*, 1982, *index thématique général*.
3. *Pierre Martin*, « 1908-2008 : asymétrie d'information et risque pays », *Risques*, n° 76, décembre 2008.
4. *Douglass North*, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, *Cambridge University Press*, 1990.
5. *Fernand Braudel*, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme, XV^e-XVIII^e siècles, tome II, Les jeux de l'échange*, *Armand Colin*, 1979, p. 469.

LES ASSUREURS FACE AU DÉFI EXISTENTIEL DU RISQUE ACCEPTABLE

Pierre Michel

Membre de l'Institut des actuaires

14 décembre 2010 : Christine Lagarde demande à la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes et à la Direction générale du Trésor d'enquêter sur le bien-fondé des augmentations de prix annoncées pour le 1er janvier 2011 par la majorité des assureurs dans les branches automobile ⁽¹⁾ (entre 2,5 % et 4,5 % d'augmentation tarifaire) et multirisque habitation (+ 3,5 % à +10 %).

5 avril 2011 : le ministre australien pour les Services financiers, Bill Shorten, lance une consultation en vue de réformer la diffusion de l'assurance inondation dans son pays ⁽²⁾, à la suite des inondations du Queensland de décembre 2010 et janvier 2011. Au cours de l'été, le gouvernement propose diverses options tendant à introduire une garantie obligatoire dans les polices de dommages aux biens. Le 31 juillet, l'Association des assureurs australiens publie un communiqué de presse dans lequel elle exprime son opposition la plus vive aux projets gouvernementaux ⁽³⁾.

Fin août-septembre 2011 : le ministre néo-zélandais pour la Reconstruction à la suite du séisme de Canterbury, Gerry Brownlee, lance tout ensemble, une exhortation et un avertissement aux assureurs et réassureurs pour qu'ils se gardent de durcir à l'extrême les conditions de la couverture du risque sismique. Selon ses propres termes, « *proper insurance cover is vital for the smooth functioning of the New Zealand economy* » (une couverture d'assurance adéquate est vitale pour le fonctionnement fluide de l'économie néo-zélandaise) ⁽⁴⁾, ⁽⁵⁾.

8 septembre 2011 : l'autorité britannique de la concurrence, The Office of Fair Trading, lance une étude sur les prix de l'assurance automobile au Royaume-Uni, à la suite de hausses de l'ordre de 30 % à 40 % sur un an ⁽⁶⁾.

Il ne serait pas difficile de citer des exemples à peine plus anciens de pressions exercées sur les assureurs par les pouvoirs publics en réaction à des évolutions tarifaires ou des restrictions de couverture survenues ou prévisibles :

- que l'on se souvienne de l'atmosphère saturée de rapports de force qui prévalait tout au long des travaux ayant abouti à la convention Belorgey de 2001 (désormais remplacée par la convention Aeras) ;
- pensons encore au Canada des années 2002 à 2007, où l'évolution à la hausse du prix de l'assurance automobile était devenue un thème électoral central dans des provinces par ailleurs aussi différentes que l'Alberta, l'Ontario et les provinces dites Atlantiques, dont le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle Écosse et Terre-Neuve-et-Labrador. L'assurance automobile a frôlé la nationalisation dans certaines de ces provinces ⁽⁷⁾ ;
- pour finir, comment ne pas évoquer la Floride, d'où le marché privé est, pour l'essentiel, évincé depuis la formation, en 2002, de l'assureur public Citizens Property Insurance Corporation ? Des assureurs parmi les plus grands du marché domestique aux États-Unis se sont retirés de Floride ou, à tout le moins, des zones côtières de cet État : Allstate, Nationwide, Prudential, State Farm, USAA, etc. ⁽⁸⁾, ⁽⁹⁾.

Ces exemples illustrent le défi stratégique que représente, pour les assureurs, la capacité à proposer des couvertures accessibles et abordables. Ils courent sinon le risque que le législateur intervienne d'une main lourde. Insistons-y, l'enjeu ne se situe pas sur le terrain de la concurrence, de la croissance, de la marge ou encore de l'image, mais il est bel et bien existentiel : lorsque les pouvoirs publics décident de se donner les moyens de socialiser le risque, c'est le modèle économique même de l'assurance qui s'en trouve réfuté. Ces lignes ne développeront pas le caractère plus ou moins efficace, plus ou moins équitable, plus ou moins sécurisant de tel ou tel point d'équilibre, mais partent du constat de cet enjeu pour l'industrie de l'assurance.

Quoi de plus naturel pour les assureurs, dira-t-on, que de proposer des couvertures accessibles et abordables, du moins pour tous les risques assurables, puisque telle est leur raison d'être et que le marché est concurrentiel ? Pourquoi présenter cela comme un défi, dans la mesure où les assureurs le font au quotidien depuis toujours et qu'ils n'ont de leçon d'innovation à recevoir de personne ? C'est que, justement, il existe toute une série de raisons pour lesquelles cela ne va pas de soi.

Tout d'abord, le prix considéré comme abordable dépend au moins autant de l'évolution des tarifs dans le temps que de leur niveau absolu. Il est bien connu qu'une hausse de prix de 11 % suivant deux baisses consécutives de 5 % suscite chez les assurés une impression de cherté supérieure à ce qui aurait résulté d'un tarif constant dans le temps, alors même qu'elle aboutit au même niveau en fin de cycle. Le caractère abordable de la cotisation n'est pas entièrement maîtrisable par l'assureur, qu'on le considère sous l'angle de la perception qu'en a le client ou sous de celui du mouvement d'ensemble d'un marché résolument concurrentiel.

En second lieu, la notion d'assurabilité est tout sauf simple à définir. Des ouvrages entiers y sont consacrés. Dans une étude de 2005, Swiss Re rappelle les onze critères définis par Baruch Berliner pour qu'un risque soit « assurable » par le secteur privé (10).

Il en ressort que l'assurabilité, loin de n'être qu'une question technique ou actuarielle, dépend de l'appétence au risque des assurés potentiels, de leurs contraintes budgétaires, du système juridique et des politiques publiques. L'actualité française nous rappelle qu'elle dépend notamment de la stabilité des règles fiscales, des normes comptables, de la régulation prudentielle, etc. En outre, les exemples existent, dans l'histoire de l'assurance, de risques qui ont été assurés gratuitement pendant de longues années avant d'être considérés comme « inassurables » ! (voir aussi, à ce propos, l'illustration donnée par Éric Lecœur de la couverture gratuite des risques émergents (11)).

Même en se concentrant sur les critères apparemment les plus simples et directs de l'assurabilité, comme l'indépendance des risques (dans la famille des critères actuariels) ou la contrainte budgétaire des assurés (dans la famille des critères microéconomiques), l'on bute assez vite sur leur réelle complexité et leur très grande relativité. L'indépendance, d'abord. Prenons l'exemple de la MRH : l'hypothèse d'indépendance entre les différents risques composant un portefeuille est bonne dans les scénarios de sinistres les plus usuels. Mais ces risques sont soumis à des chocs communs, comme dans le cas de catastrophes naturelles : lorsqu'on étudie dans toute son extension la distribution du résultat d'un portefeuille, il n'est plus possible de négliger leur corrélation, qui semble d'ailleurs croître avec l'intensité de l'événement considéré. L'impact en matière de fonds propres pour l'assureur est très significatif, comme Arthur Charpentier l'a récemment illustré (12).

D'où le troisième facteur qui explique que proposer des couvertures accessibles et abordables ne va pas de soi pour les assureurs. Dans des développements désormais classiques, Daniel Zajdenweber (13) a montré, entre autres dans le cas des catastrophes climatiques aux États-Unis, que la probabilité du coût économique se distribuait, au-delà d'un certain montant, selon une loi présentant une espérance et une variance infinies. Quel que soit le montant atteint par la catastrophe historiquement la plus

coûteuse, il est possible et même relativement probable qu'il se produise une nouvelle catastrophe beaucoup plus coûteuse.

Dans la réalité, la pire catastrophe imaginable est évidemment d'un coût fini, ne serait-ce que parce que le support de la distribution de probabilité, à savoir le cumul arithmétique des valeurs économiques dans la région touchée (y compris les pertes d'exploitation et autres effets en cascade), est lui-même fini. Mais cette limite mathématique n'est pas une limite pratique, tant son montant est immense. Et quand bien même la vraie distribution ne présenterait pas des moments infinis (Charpentier, 2009) ⁽¹⁴⁾, il reste ainsi démontré que les cotisations à tarifier pour couvrir la totalité des pertes envisageables sont extrêmement élevées, loin au-delà de ce qui est aujourd'hui perçu par les assureurs.

Une conséquence importante en découle : le tarif de l'assurance des risques extrêmes ne peut qu'augmenter après la survenance d'un événement un peu atypique ⁽¹⁵⁾. Certains s'en formalisent parfois, mais c'est parce qu'ils oublient que, comme évoqué ci-dessus, la cotisation ne reste limitée que grâce à la non prise en compte de la queue de distribution. L'assurance des risques extrêmes est en situation de sous-tarification structurelle. Dès lors, elle ne peut que buter, tôt ou tard, sur la contrainte budgétaire des assurés (notre autre critère apparemment simple et direct d'assurabilité). Une alternative à la hausse des cotisations est l'abaissement des plafonds d'assurance. Tout se passe comme si, en tendance longue, accessibilité de la couverture et prix abordable n'étaient pas entièrement compatibles.

Il existe, en principe, des points d'équilibre possibles : ceux où la capacité du marché, le besoin de couverture des assurés, le juste niveau de cotisation pour couvrir ce besoin intégralement et la cotisation supportable par les assurés se rejoignent. En matière de risques extrêmes, l'ajustement de l'offre et de la demande de couverture peut-il donc être réalisé par le niveau de cotisation ou le niveau de couverture ? C'est sans compter sur l'obstacle particulièrement ardu que constitue la faiblesse de la culture du risque

extrême. Voici donc notre quatrième facteur auquel se heurte l'industrie de l'assurance.

Manque de culture du risque : la population éprouve d'immenses difficultés à accepter le coût du risque, financier ou non. Prenons l'exemple de la tempête Xynthia. Nombreux furent les habitants de La Faute-sur-Mer, par exemple, qui critiquèrent « les autorités » pour n'avoir pas su éviter la catastrophe (sans, d'ailleurs, préciser en quel sens elle aurait pu être « évitée »). Mais proposons une expérience par la pensée : si, avant Xynthia, « les autorités » avaient demandé aux habitants de se reloger plus loin sans perte financière, au motif que l'exposition au risque de submersion marine était avérée, croit-on vraiment qu'ils y auraient consenti ? La question est rhétorique : même après la tempête, une telle démarche ne faisait pas consensus parmi les habitants des communes les plus touchées ⁽¹⁶⁾. L'absence de coût financier n'y fait rien : les contraintes visant à se protéger du risque ne sont pas acceptées.

Il est vrai que la difficulté, pour la population comme pour les entreprises, de prendre des décisions rationnelles en matière de risques extrêmes est bien connue ⁽¹⁷⁾, ⁽¹⁸⁾. C'est la raison pour laquelle, à la suite de catastrophes majeures, face au coût des dommages subis, la solidarité financière nationale s'exprime toujours au bénéfice des sinistrés (au-delà des indemnisations provenant de l'assurance) ; pourtant, il est rare de lire des témoignages de reconnaissance des personnes concernées.

Ce qui conduit à repérer une autre manifestation du manque de culture du risque : la survenance du risque, même naturel, est perçue comme une injustice et un scandale. Il n'existerait aucun niveau de risque acceptable et la solidarité mentionnée à l'instant serait un dû, rien de plus. Le Pr. Marie-Anne Frison-Roche identifie, justement, la notion de risque acceptable comme un antidote aux dérives potentielles d'un nouveau « droit à la sécurité des systèmes », non contestable en tant que tel s'il ne se prêtait à être appréhendé de manière totalitaire. L'auteur vise certes d'abord les dispositifs de régulation financière ou sanitaire, mais étend aux catastrophes naturelles sa

mise en garde contre la revendication d'un droit à la sécurité absolue des systèmes à risques ⁽¹⁹⁾.

Le paradoxe est que trouver le risque de catastrophe inacceptable ne conduit pas à payer un prix élevé pour s'en prémunir. C'est que le fantasme du risque inacceptable va de pair avec l'exigence d'une compensation inconditionnelle des préjudices subis. Il n'y aurait donc pas lieu de consentir des efforts coûteux ex ante pour se protéger, que ce soit en payant de fortes cotisations ou en prenant des mesures de prévention.

Récapitulons :

- il est difficile d'objectiver le niveau de cotisation tolérable par les assurés ;
- l'assurabilité est une notion protéiforme ⁽²⁰⁾ ;
- le coût des événements extrêmes (qui peuvent très bien concerner les risques de masse, dès lors qu'ils sont exposés à des chocs communs) ne peut être intégralement financé par les cotisations d'assurance ;
- les cotisations d'assurance contre les chocs extrêmes sont, sauf mesures de régulation spécifiques et sauf introduction de nouvelles limites ou exclusions, destinées à augmenter inexorablement après chaque événement majeur ;
- enfin, on ne peut compter sur l'acceptation du risque de la part des personnes exposées pour trouver un point d'équilibre robuste entre prix et couverture.

Le recours aux partenariats public-privé (cf. Kessler, 2009 ⁽²¹⁾ ; Spitz, 2011 ⁽²²⁾ ; ou encore Vilnet et Dollfus, 2011 ⁽²³⁾) permet, s'il est bien ajusté, de garantir la disponibilité d'une couverture assurancielle à un prix abordable, tout en prévoyant la prise en charge des événements extrêmes par la collectivité au-delà de la capacité privée ⁽²⁴⁾, ⁽²⁵⁾. Pour prendre un exemple familier, c'est très exactement le mécanisme à l'œuvre dans le régime français de l'assurance des catastrophes naturelles.

Qu'en résulte-t-il ? Que, pour maintenir un risque intégralement dans le domaine de l'assurance, les assureurs doivent garantir par eux-mêmes la diffusion de couvertures perçues comme complètes, accessibles et abordables. Le législateur y est sensible et est susceptible d'intervenir en faisant jouer des leviers très contraignants s'il identifie, dans le marché, des problèmes d'accessibilité ou de coût.

De ce point de vue, le travail entrepris récemment par le Fonds de garantie pour lutter contre le défaut d'assurance ⁽²⁶⁾, ⁽²⁷⁾ est une initiative extrêmement opportune et d'une importance stratégique pour l'assurance française. C'est aussi dans cette perspective que les hausses de tarifs prévisibles pour 2012 en assurance automobile ⁽²⁸⁾, ⁽²⁹⁾ et multirisques habitation ⁽³⁰⁾ doivent impérativement être préparées par des efforts pédagogiques intenses. Toujours dans cet esprit, il est certain que les hausses fiscales affectant les assurances de personnes constituent de sérieux obstacles. Enfin, la volatilité des primes qui risque d'accompagner Solvabilité II compliquera encore l'équation ⁽³¹⁾.

C'est pourquoi il n'existe probablement pas d'enjeu plus important pour l'assurance que de faire prendre conscience aux personnes exposées et aux pouvoirs publics de la nécessité d'un débat sur le risque acceptable et le coût du risque ⁽³²⁾. Il est de l'intérêt bien compris de l'industrie de l'assurance comme de l'ensemble de la collectivité de s'engager dans une telle démarche.

Notes

1. *Communiqué de presse du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Disponible sur http://www.bercy.gouv.fr/directions_services/dgccrf/presse/2010.htm.*
2. " *Industry Continues Work on Flood Reforms* ", Sydney, Insurance Council of Australia, 05.04.2011. Disponible sur www.insurancecouncil.com.au.

3. "Mandatory Flood Cover not the Answer", Sydney, Insurance Council of Australia, 31.07.2011. Disponible sur www.insurancecouncil.com.au.
4. "Delegation to Address Insurance Issues", Wellington, New Zealand Government, Brownlee G., 28.08.2011. Disponible sur <http://beehive.govt.nz/release/delegation-address-insurance-issues> (consulté le 26.09.2011).
5. "Brownlee Warns Against Insurance 'Scaremongering'", Informa Insurance News, 26.09.2011. Disponible sur <http://www.i-law.com/ilaw/doc/view.htm?id=273851> (consulté le 27.09.2011).
6. "Motor probed", The Insurance Insider, September 2011, p. 4.
7. VAN ZYL S., "Auto Insurance, The Industry's Orphan Annie", Canadian Underwriter, 01.05.2003.
8. "Florida's Unnatural Disaster": Charlie Crist, "Taxpayers and the Next Hurricane", The Wall Street Journal, 04.02.2009, p. A12.
9. "Waiting for Hurricane": Charlie (Crist), "All Americans will Pay if Florida doesn't Reform its Insurance Market", The Wall Street Journal, 23.02.2011. Disponible sur <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703584804576144030538158192.html> (consulté le 03.10.2011).
10. « Innover pour assurer l'insurable », Sigma, n° 5/2005, Zurich, Swiss Re, 01.09.2005, pp. 7-8.
11. LECŒUR E., « Risques émergents », L'Actuariel, n° 1, juin 2011, p. 31.
12. CHARPENTIER A., « La loi des grands nombres et le théorème central limite comme base de l'assurabilité ? », Risques, n° 86, juin 2011, pp. 111-116.
13. ZAJDENWEBER D., Économie des extrêmes : krachs, catastrophes et inégalités, Flammarion, 2009.
14. CHARPENTIER A., « Peut-on faire l'économie du formalisme quand on parle d'extrêmes ? », blog d'Arthur Charpentier, 19.11.2009. Disponible sur <http://blogperso.univ-rennes1.fr/arthur.charpentier/index.php/> (consulté le 25.07.2011).
15. "Rates Must Reflect Increasing Risks, Says Gen Re Chief Montross", Intelligent Insurer, 11.09.2011, p. 1.
16. GARRIC A., « À La Faute-sur-Mer, les sinistrés de Xynthia réclament une nouvelle digue pour protéger leurs maisons », Le Monde, 13.08.2010. Disponible sur www.lemonde.fr (consulté le 19.08.2010).
17. "Flirting with Natural Disasters: Why Companies Risk It All", Windsor, FM Global, 2010. Disponible sur <http://www.fmglobal.com/assets/pdf/P10168.pdf>.
18. KUNREUTHER H. ; MEYER R. ; MICHEL-KERJAN E., "Overcoming Decision Biases to Reduce Losses from Natural Catastrophes", Philadelphie, Risk Management and Decision Processes Center, The Wharton School of the University of Pennsylvania, 2009.
19. FRISON-ROCHE M.-A., « La prise en charge par le droit des systèmes à risques », rapport de synthèse du colloque « Le droit face à l'exigence contemporaine de sécurité », P.U.A., 2000, pp. 259-282.
20. "Emerging Risks Present Opportunity for Innovative Reinsurers", THE REVIEW, 12.09.2011, p. 3.
21. KESSLER D., "Modern Companies and Extreme Risks", Scor Papers, n° 4, mars 2009.
22. Interview de Bernard Spitz, président de la FFSA, dans L'Argus de l'assurance, 02.09.2011, pp. 26-27.
23. VILNET F ; DOLLFUS B., « Le marché de la réassurance est-il à un tournant ? », Courtage News, septembre 2011, pp. 62-63.
24. "Why Governments will Turn to Reinsurers", Intelligent Insurer, 11.09.2011, p. 2.
25. « Implication de l'État dans les marchés d'assurance », Sigma, n° 3/2011, Zurich, Swiss Re, 09.08.2011, pp. 4-5.
26. THEVENIN L., « Le Fonds de garantie suggère des pistes pour lutter contre la non-assurance », Les Échos, 06.10.2011.
27. TUFFÉRY S., « Automobile : les propositions du rapport Werner (FGAO) pour lutter contre le défaut d'assurance », L'Argus de l'assurance newsletter, 05.10.2011.

Disponible sur <http://www.argusdelassurance.com/a-la-une/automobile-les-propositions-du-rapport-werner-fgao-pour-lutter-contre-le-defaut-d-assurance.51819> (consulté le 06.10.2011).

28. « Assurance auto : de nouvelles hausses de prix attendues en 2012 (S&P) », Agence France-Presse (citant Standard & Poor's), 13.10.2012.

29. DESSIRIER S., « 2011 sonne-t-il la fin du cycle baissier ? », Courtage News, juin 2011, pp. 34-35.

30. GALLOIS D., « Des hausses importantes des tarifs

d'assurance sont à prévoir en 2012 », Le Monde (citant Facts & Figures), 29.07.2011.

31. DURAND R., « Stabilité des prix d'assurance et Solvabilité II », Courtage News, septembre 2011, p. 56.

32. MICHEL P. ; NESSI J.-M. ; PICARD P., « La culture du risque est un problème démocratique », Le Monde, 25.03.2011. Disponible sur http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/03/25/la-culture-du-risque-est-un-probleme-democratique_1498054_3232.html.

LE RÔLE DE L'ASSURANCE DANS L'ÉCONOMIE DU DÉSENDETTEMENT OU « LE MONDE SELON KOJÈVE » (1)

Bernard Spitz

Président de la Fédération française des sociétés d'assurances

Dans cette période tourmentée – puisque c'est l'adjectif qui a été choisi par Jean-Hervé Lorenzi –, je voudrais faire référence à un auteur un peu oublié de nos jours mais dont l'œuvre et l'action apportent un éclairage qui compte dans la période actuelle, il s'agit d'Alexandre Kojève.

C'est un philosophe né en Russie au début du siècle, spécialiste d'Hegel, un temps proche du Parti communiste, qui a ensuite été un haut fonctionnaire spécialiste de l'économie internationale et des échanges. Témoin privilégié des grands bouleversements intervenus au cours du XX^e siècle, ce grand intellectuel a par ailleurs été l'un des artisans du Gatt, le précurseur de l'OMC, et plus largement des grandes institutions internationales qui ont été conçues dans l'après-guerre pour fonder un nouvel ordre économique.

En 1957, au cours d'une conférence à Düsseldorf, Kojève décrivait le partage du monde en deux blocs économiques, placés chacun sous la férule d'un pays dominant. D'un côté, le bloc qu'il considérait être celui du marxisme sous sa forme théorique la plus pure : une élite y détient le capital et accapare toute la plus-value au détriment de la masse laborieuse, dont le niveau de vie ne s'améliore pas ; et qui est, de fait, maintenue dans un état de subsistance que l'absence de réelle démocratie lui interdit de contester, pérennisant ainsi sa triste situation. De l'autre, un bloc où

la propriété est de fait celle des travailleurs, qui bénéficient d'une élévation de leur condition comme de leur niveau de vie et qui disposent par ailleurs des droits démocratiques essentiels.

Une analyse classique, en somme, à ceci près que cette démonstration se concluait par le fait que « Henry Ford fut le seul grand marxiste authentique et orthodoxe du XX^e siècle » et que « le capitalisme classique n'existe dans aucun pays hautement industrialisé, sauf dans l'Union soviétique où il s'appelle, d'ailleurs, socialisme ». Alors qu'à l'inverse aux États-Unis, notamment par le biais des fonds de pension, expliquait-il, la propriété du capital revient aux salariés qui disposent par ailleurs des droits démocratiques.

Bref, écrire en 1957 que les pays capitalistes ont su engager leurs propres révolutions, mais de façon pacifique et démocratique, contrairement aux prédictions de Marx, et que c'est le modèle fordiste qui en est la forme la plus aboutie, voilà qui n'allait pas de soi. Cinquante ans plus tard, après l'effondrement du bloc soviétique, après l'absorption de beaucoup d'anciens pays communistes par ce que l'on peut appeler l'Occident, le logiciel de Kojève reste d'actualité pour constater que deux blocs antagonistes originaux rivalisent à nouveau économiquement, et que ceci se traduit par de nouveaux rapports de force à l'échelle du monde.

D'un côté, les pays émergents, les fameux BRICS. Environ 3 milliards d'êtres humains, soit près de la

moitié de la population mondiale. Une puissance économique en devenir : la Chine, devenue en 2010 la deuxième économie derrière les États-Unis, devançant le Japon. De l'autre, les pays développés, dont le leadership reste précisément assumé par les États-Unis et une Europe qui est actuellement, Allemagne mise à part, dans les difficultés que l'on sait.

Dans les pays émergents, à la croissance si mal partagée, l'on pourrait soutenir, à la suite de Kojève, que la Chine est devenue le nouveau « référent capitaliste » à la place de l'Union soviétique. En constatant que s'y développe un capitalisme dont les plus libéraux des pays occidentaux ne voudraient pas, et qu'y éclatent des crises sociales latentes, les mêmes que celles décrites par Kojève dans l'URSS des années 1960. Dans ce nouveau partage du monde, les nuages économiques s'accumulent dans le prolongement du cycle entamé en 2007 :

- c'est la « guerre des monnaies », avec le maintien à un niveau structurellement bas du yuan par les autorités chinoises, aux fins de soutien à leur politique d'exportation, d'ailleurs payante (la Chine étant le premier exportateur au monde) ;
- c'est la dépendance des États-Unis envers la Chine, qui finance les déficits américains à hauteur de plus de 1 200 milliards de dollars de dette publique ;
- c'est la question de la désindustrialisation des pays développés et de leur compétitivité face à des productions moins chères, avec en filigrane des sujets connexes : l'innovation et sa protection, l'intelligence économique, les coûts sociaux de la mondialisation ;
- c'est enfin la crise de confiance que nous traversons au niveau des pays occidentaux : le doute sur la capacité des États-Unis à régler la question de leur déficit budgétaire et à préserver la croissance, comme le doute sur la capacité européenne à surmonter la crise de la zone euro, l'antagonisme né d'une politique de dollar faible et des attaques contre les banques européennes, et les conséquences d'un désendettement public et privé susceptible d'être synonyme de récession.

Dans ce contexte d'incertitude et de défiance, peut-être de tourmente, l'assurance n'a pas eu de responsabilité, mais elle a certainement un rôle à

jouer : celui d'amortisseur de crise à court terme. Et, à plus long terme, celui d'être un pilier du nouvel ordre économique international qui devra émerger du cycle économique inédit et périlleux qui s'ouvre : celui de l'économie du désendettement, qui appelle à bien des égards à une rigueur quasi militaire en temps de paix.

L'assurance face à la crise

■ La crise financière de 2007-2008

La crise financière de 2007-2008 et ses développements ont souligné le rôle d'amortisseur joué par les sociétés d'assurances. Elle est née aux États-Unis sur le segment du marché le plus administré, les crédits hypothécaires. Elle a, dans l'histoire des crises financières, la caractéristique unique d'être venue de ce que les banques ont trop prêté... aux pauvres. Le dérèglement n'est pas venu seulement de la dérégulation, mais surtout d'une mauvaise régulation, doublée d'une passivité des autorités face aux contournements de la loi. La régulation, c'est comme les feux de circulation à un carrefour. S'il n'y en a pas, c'est dangereux, il y a des accidents, mais ceux qui savent font attention. Quand il y a des feux qui fonctionnent bien, c'est parfait. Mais quand il y en a et qu'ils sont mal réglés, alors c'est pire que tout puisque les conducteurs foncent. Et c'est l'accident. C'est ce qu'ont fait les banques américaines. Avec le résultat que l'on sait...

Mauvaise régulation, celle qui forçait les banques américaines à prêter aux communautés les plus défavorisées, et qui leur permettait ensuite de socialiser ce risque auprès d'agences privées sous-capitalisées – donc très rentables aux heures fastes – et bénéficiant de la garantie de l'État. Pile l'actionnaire gagne, face l'État perd.

Mauvaise régulation, encore, celle qui se contentait d'imposer des ratios de fonds propres aux banques, alors que les crédits ne transitaient par elles que

l'espace d'un instant, après qu'ils aient été distribués par des courtiers non régulés et avant qu'ils ne soient « assurés » par des « monoliners » mal régulés mettant dix fois moins de fonds propres en face du même risque, et replacés sous forme titrisée dans des fonds d'investissement de la clientèle, eux-mêmes endettés et non régulés. Il faudrait ajouter à ce tableau le rôle ambigu des agences de notation, opérateurs privés rémunérés par ceux dont ils assurent la surveillance, et qui ne sont parvenues ni à suivre le rythme de l'innovation financière, ni à prendre assez en compte les dangers macroéconomiques.

Dans ce contexte économique fortement dégradé, l'assurance, loin d'être un déclencheur de la crise, a au contraire contribué à en amortir les effets.

◆ Les assureurs n'ont pas eu de problèmes de liquidités

Contrairement aux banques, les assureurs n'ont pas été confrontés à des problèmes de liquidités. En effet, le modèle économique assurantiel présente un certain nombre de spécificités qui préservent le secteur d'un tel danger :

- d'abord, un cycle de production « inversé », où l'on encaisse des cotisations avant de devoir payer des sinistres ;
- ensuite, un risque d'illiquidité très faible. Si l'illiquidité survient, c'est que la compagnie d'assurances est depuis longtemps non solvable. Ce n'est pas un risque survenant dans un contexte de « *business as usual* » : c'est un risque résultant d'un défaut de gestion de la part de l'assureur et de surveillance de la part du régulateur ;
- enfin, une gestion prudente, orientée vers le long terme, via des mécanismes de lissage, de provisionnement, de cohérence entre l'actif et le passif, c'est-à-dire entre les placements et les engagements. La notion de « provision » est au cœur du bilan de l'assureur.

◆ Les assureurs ne portent pas de risque systémique

Les sociétés d'assurances ne sont pas porteuses en elles-mêmes d'un risque systémique.

Partons d'un constat empirique : aucune société d'assurances n'a jamais été à l'origine d'une crise financière. Vous savez du reste qu'il y a des banqueroutes, vous n'avez jamais entendu parler d'assuranceroutes ! Comme l'a souligné récemment le vice-président de notre autorité de contrôle prudentiel, M. Jean-Philippe Thierry, cela s'explique par deux raisons, notamment dans le champ de l'assurance vie, puisque c'est là le cœur du sujet :

- d'une part le fait que les assureurs ont des actifs très diversifiés ;
- d'autre part l'existence dans les compagnies d'un certain nombre de dispositifs prudentiels qui leur permettent de lisser leurs rendements (réserves de capitalisation, provisions pour participation aux bénéfices, etc.).

Certes, la structure du bilan des sociétés d'assurances les rend sensibles à l'évolution des marchés financiers et, ce faisant, dans le contexte actuel, elles en sont affectées. N'oublions pas en effet que l'assurance prend des engagements – souvent à long terme – de verser des prestations, et dont ses actifs sont le gage. Les crises d'actifs peuvent donc affecter les assureurs.

Néanmoins, il importe tout de suite de signaler que leur exposition au risque souverain, logique eu égard au poids élevé des obligations à taux fixe dans leurs portefeuilles d'actifs, est faible. En cas d'événement de crédit, les assureurs sont en mesure d'absorber les effets des restructurations de dettes, en mobilisant leurs plus-values latentes. Seul le cas où les actifs resteraient durablement en moins-value serait délicat.

Les assureurs français disposent aujourd'hui d'à peu près un tiers d'obligations d'État, 40 % d'obligations d'entreprises, de l'immobilier, des actions – néanmoins beaucoup moins qu'avant – et des placements monétaires. Quant à la dette grecque, elle représente moins de 1 % des actifs des compagnies. Les placements des assureurs répondent ainsi à deux exigences majeures : une forte diversification et une possibilité de lissage dans le temps.

◆ Le long terme a soutenu l'activité économique

Face à une crise marquée par le sceau du court-termisme, la logique assurancielles de long terme a soutenu l'activité économique.

Alors que le chômage augmente et avec lui les tensions sociales, l'assurance a joué un rôle essentiel au service de la protection sociale de nos concitoyens, en particulier pour les plus fragiles d'entre eux. Par ailleurs, les assureurs ont toujours été le pilier de l'épargne longue, indispensable au financement de notre économie. Et ils sont les premiers investisseurs de long terme en France et dans le monde. Plus de la moitié du financement des entreprises d'Europe continentale est assurée par les investissements des assureurs, apportant ainsi un soutien de long terme vital pour la croissance.

Si l'on prend l'exemple de la France, les chiffres sont nets. En 2010, 940 milliards d'euros étaient ainsi investis par les assureurs dans les actifs d'entreprises, soit 56 % de leurs placements. De plus, le secteur assurantiel s'est engagé de manière croissante, année après année, à soutenir les segments du capital-développement et du capital-risque, indispensables à notre économie.

Grâce à son modèle de gestion des risques à long terme, l'assurance n'a donc jamais cessé d'être, même au plus fort de la crise, un élément essentiel de compétitivité pour les entreprises, la croissance et l'emploi.

◆ Le secteur assurantiel reste un facteur de stabilité

En pleine crise financière, le secteur assurantiel est aujourd'hui un facteur de stabilité.

Il est indéniable que les assureurs européens sont à nouveau touchés par la crise actuelle puisqu'ils détiennent des actifs émis par les banques, soit des actions ou des obligations. Des défauts viendraient

impacter le retour sur investissement des compagnies d'assurances et par là même leur rentabilité. Mais leur exposition aux risques souverains périphériques reste toujours maîtrisée.

Loin d'être des acteurs aggravant la crise actuelle, les assureurs contribuent au contraire à en limiter les effets et à renforcer la stabilité sur les marchés. Il est ainsi éminemment rassurant pour les agences de notation de constater qu'en France, les principaux détenteurs domestiques d'obligations du Trésor sont les assureurs dont l'horizon d'investissement et de gestion des actifs est le long terme.

Ainsi, en 2010, 200 milliards d'euros étaient investis par les assureurs dans la dette de l'État français, 50 % des obligations souveraines détenues par les résidents – une progression de 2 % par rapport à 2008.

■ Une nouvelle donne à la recherche d'un nouvel ordre

Ce que révèle de façon aiguë cette crise, c'est que le monde a profondément évolué au cours des dernières années. Les rapports de force à l'échelle internationale, à défaut d'être inversés, ont été considérablement rééquilibrés. Face à ces changements majeurs, la sphère économique a un besoin urgent de voir se dessiner un nouvel ordre mondial.

◆ Les cartes du monde se recomposent

La carte géoéconomique et géopolitique du monde se recompose aujourd'hui à une vitesse accélérée. Pendant que les pays développés tentent de conserver de la croissance tout en se désendettant, les pays émergents ont connu une forte croissance qui risque d'être ralenti par la diminution de la demande mondiale.

Aujourd'hui, les BRICS représentent 40 % de la population mondiale et plus de 20 % de l'économie mondiale. En 2014, ils assureront, selon les prévisions du FMI, 61 % de la croissance globale. Alors que les pays occidentaux font face à un endettement public

massif et à une croissance atone, les BRICS accumulent les excédents budgétaires et rattrapent à un rythme impressionnant les plus grandes économies. D'après la Banque mondiale, la Chine deviendra la première puissance économique mondiale vers 2025, tandis que les prévisionnistes de Goldman Sachs estiment que l'Inde dépassera les États-Unis vers 2040.

L'accumulation colossale de réserves de change par les BRICS – 4 300 milliards de dollars – renforce leur poids politique et économique. C'est ainsi qu'à la fin juillet, la Chine détenait 1 175 milliards de dollars de bons du Trésor américain et qu'aujourd'hui les pays européens implorant les grands pays émergents de venir à leur secours.

Les États-Unis et la zone euro se livrent d'ailleurs une bataille sans merci pour attirer les investisseurs de ces pays, dans un contexte monétaire marqué par un dollar structurellement sous-évalué. Ces rapports atlantiques potentiellement conflictuels sont un sujet récurrent depuis longtemps, que l'on retrouve traité avec hauteur de vue dans les lignes suivantes, adressées par un président de la République française à un président des États-Unis :

« S'agissant du futur système monétaire international, je veux souligner que, pour moi, la question est beaucoup plus politique que monétaire. Il s'agit du rôle du dollar et des autres monnaies. Nous sortons d'un système où le dollar avait tous les pouvoirs et portait toutes les charges. L'expérience démontre qu'il ne [leur] est plus possible de supporter toutes les charges et que les autres ne veulent plus qu'[ils] détiennent tout le pouvoir. [...] Je pense que nous allons nous acheminer vers une monnaie européenne mais, autant je crois (et vous le savez) que l'Europe doit avoir sa politique, autant je suis persuadé que tout ce qui conduit à un affrontement entre l'Europe et les États-Unis est mauvais. »

Ceci est le verbatim des propos prononcés par Georges Pompidou, lors de sa rencontre avec Richard Nixon aux Açores le 14 décembre 1971. Mais aujourd'hui, le dialogue n'est plus seulement transatlantique.

Alors qu'il y a dix ans, le secrétaire au Trésor américain Robert Rubin et le président de la Fed Alan Greenspan posaient en une du magazine *Time* sous le titre « Le comité pour sauver le monde » au moment où les effondrements s'enchaînaient à une vitesse inquiétante dans les pays émergents, ce sont aujourd'hui Hu Jintao, Manmohan Singh, Dilma Rousseff, Dimitri Medvedev et Jacob Zuma qui pourraient faire la couverture du célèbre hebdomadaire américain.

Nous sommes donc à une période-clé de recomposition des grands équilibres mondiaux, comme l'a été l'après-Seconde Guerre mondiale. Dans ce paysage géopolitique et géoéconomique aujourd'hui infiniment plus complexe, l'assurance vit sans doute une période charnière de son histoire.

Les marchés de l'assurance et de la réassurance se trouvent aujourd'hui dans un contexte marqué non seulement, on l'a vu, par un environnement économique dégradé, des marchés financiers volatils, une régulation erratique, un affaiblissement de la capacité des États à assurer les grandes missions de protection sociale, mais aussi par un accroissement des risques climatiques ou d'événements naturels tels les tremblements de terre – auxquels s'ajoutent les risques de catastrophes, elles, directement en rapport avec l'activité humaine :

- technologiques, parfois de façon incertaine (quid du génie génétique ? quid des nanotechnologies ou des « ondes » ?),
- politiques, comme le terrorisme globalisé,
- et même, désormais, financières et économiques.

◆ La nouvelle régulation privilégie le court terme

Dans cette période de profondes mutations, la nouvelle régulation privilégie le court terme sur le long terme. Or, le choix raisonnable devrait être exactement inverse. À rebours des fondements de la logique assurancière, les régulateurs et responsables politiques privilégient des réponses court-termistes, et donc inefficaces, aux grands défis actuels. De nouvelles

règles, bases d'un équilibre juste et pérenne, devraient désormais être pensées et mises en application.

Le 1^{er} juillet 1944, alors que le monde était encore en proie à de terribles affrontements, trois des plus grands esprits de leur temps dessinaient le paysage de l'après-guerre dans un coin du New Hampshire. Brillant économiste du Parti démocrate, Harry White défendait les positions américaines tandis que John Maynard Keynes et Pierre Mendès France menaient respectivement les délégations britannique et française. Pour rétablir la paix et la prospérité des nations, ces hommes surent dessiner les contours d'un système monétaire stable jusqu'à la décision de Nixon de désindexer le dollar du cours de l'or en 1971, ainsi qu'un cadre commercial multilatéral favorisant le libre-échange. Qui était, au passage, le grand négociateur du Gatt côté français avec Pierre Mendès France ?... Vous l'aviez reconnu : Alexandre Kojève.

Mais aujourd'hui, alors que les défis qui se dressent face à nous sont immenses, où sont nos White, Keynes, Mendès France et autres Kojève ?

Nos régulateurs et dirigeants ne peuvent se défaire d'une vision court-termiste. Pire, ils semblent s'y résigner. Une sorte d'inhibition générale s'est propagée qui s'explique par le discrédit dont la crise de 2007-2008 a entouré la dérégulation. On a alors, à juste titre, relégitimé la régulation et le besoin d'éviter tout « risque systémique ». Pour autant, réguler n'est pas forcément bien jouer. Une mauvaise régulation, on l'a vu, peut provoquer de terribles dégâts. Un excès de régulation, une « sur-régulation », peut occasionner des désordres profonds que nos citoyens ne sont pas en situation d'accepter.

Regardons ce qui se passe un peu partout avec le phénomène des « Indignés ». Ouvrons les yeux sur le danger de rupture entre l'ordre social et le désordre économique. Or cette sur-régulation menace, avec l'empilement et l'enchaînement de « Solvabilité II », des normes IFRS et de Bâle III, des normes internationales qui ne sont d'ailleurs appliquées ni partout ni par tous, au risque de distorsions et de désordres

majeurs. Il n'est du reste pas pertinent d'appliquer à toutes les institutions financières une solution unique. A fortiori quand c'est pour consacrer le court-termisme. Car celui-ci s'oppose à l'environnement de long terme indispensable au bon fonctionnement du marché assurantiel.

Ainsi, à titre d'exemple, la logique de *fair value*, propre aux normes IFRS, privilégie une vision à court terme de l'entreprise et expose les bilans à une très forte volatilité. Ces réformes, qui devraient servir la stabilité financière, sont donc porteuses de nouveaux risques comme la procyclicité ou l'affaiblissement de la mission de financement de l'économie implicitement dévolue aux assureurs. Les régulateurs veulent à tout prix éviter que les crises du passé ne se reproduisent. C'est légitime de leur part. Mais nous savons que l'histoire ne repasse pas les plats de la même façon. Il faut donc être capable d'anticiper les crises de demain qui appellent des réponses nécessairement différentes puisqu'elles trouvent leur origine dans un environnement économique lui-même nouveau.

Si l'on veut éviter de s'embarquer dans la tempête qui menace avec le logiciel du Titanic, il faudrait retrouver la force, la dynamique, la qualité de réflexion, le sens de l'intérêt général qui ont prévalu à Bretton Woods. Dans un monde global, c'est plus compliqué et ce devrait idéalement être la tâche du G20 que de nous permettre d'avancer dans cette direction.

En tout état de cause, il importe aussi que le message de ce G20 au monde ne soit pas uniquement centré sur la dimension financière. Car si tel était le cas, la réaction des publics pourrait être tellement négative qu'elle étoufferait toute velléité de confiance. Pour prouver au contraire que la dimension sociale est au cœur des préoccupations du G20, la présidence française et le Medef, organisateur du B20, m'ont demandé de travailler au dialogue constructif entre organisations patronales et syndicales sur le plan international pour élaborer un projet de déclaration commune à présenter à Cannes. Si nous y parvenons, et je ferai tous les efforts en ce sens, ce serait une

grande première et un message fort aux opinions publiques et aux peuples qui redoutent les conséquences sociales d'une économie du désendettement.

L'assurance et l'économie du désendettement dans le monde de demain

■ Vers une économie du désendettement

Nous entrons, à marche forcée, dans une économie du désendettement. Vous le savez, la crise de 2007-2008 a été permise par le recours excessif au crédit, pour soutenir la demande dans les pays développés.

Aux États-Unis, tout le monde pensait que l'endettement des ménages était la solution, tant en matière de consommation courante que d'achat immobilier. Sans parler bien sûr de la dette publique ou du déficit de la balance des paiements. Pour avoir un ordre d'idée, la dette des ménages américains atteignait en 2007 98 % du PIB, contre 46 % en 1979. Tous acteurs confondus, la dette américaine atteignait 350 % du PIB. Cette explosion a aussi été observée au Royaume-Uni. Cette demande de crédit dans les pays développés a été possible parce qu'il y avait, au niveau mondial, un excès d'épargne. Les pays émergents, comme la Chine, dotés d'immenses capacités de financement, trouvaient des débouchés naturels dans les économies riches.

Nous entrons désormais dans une économie du désendettement qui va redécouvrir les vertus de l'épargne et de l'excédent. Non sans conséquences pour les ménages, les entreprises, comme les États.

◆ À une crise de l'endettement privé a succédé une crise de l'endettement public

L'endettement est le fil rouge reliant toutes les crises qui s'accumulent depuis 2007 dans les pays

occidentaux. Depuis la faillite en avril 2007 de New Financial Century, numéro deux américain du *subprime*, tous les épisodes de la crise – problèmes des fonds Bear Stearns en juin 2007, difficultés des banques françaises, implosion de l'Islande, reconstitution des caisses d'épargne espagnoles – viennent d'un excès de dette. Afin de remédier à un excès de dette privée, les États ont eu recours à un excès de dette publique encore plus grand.

Ainsi, dans la zone euro, l'endettement cumulé des ménages et des entreprises était début 2011 de 124 % du PIB, le niveau de l'automne 2008. Mais, dans la même période, l'endettement des États a grimpé de manière spectaculaire, passant de 70 % à 88 %. Ce qui a provoqué la crise actuelle, c'est que les États ont laissé dérapier leurs dettes.

La tempête que nous traversons, comme la crise financière de 2007-2008, trouve sa source dans un excès d'endettement. Mais le fait qu'elle porte directement sur la capacité des États à faire face à leurs dettes lui confère une gravité et une ampleur sans commune mesure avec les crises économiques que le monde occidental a pu connaître par le passé, à l'exception de celle de 1929. Carmen Reinhart du Peterson Institute et Kenneth Rogoff de l'Université Harvard l'appellent d'ailleurs « *The second great contraction* ».

De plus, alors que les difficultés actuelles de la zone euro, et plus particulièrement de la Grèce, nécessiteraient une réponse coordonnée des États et s'inscrivant dans le long terme, l'Europe s'est enfoncée dans une crise de l'indécision. Ainsi, l'accord européen du 21 juillet 2011, qui renforçait la capacité et les pouvoirs du Fonds européen de stabilité financière (FESF) n'était toujours pas entré en vigueur à la fin du mois d'octobre.

Le premier président de la Cour des comptes déclarait, il y a quelques semaines, à propos de la Sécurité sociale, qu'elle était « droguée à la dette ». Cela ne date pas d'hier et elle n'est pas la seule : l'ensemble des collectivités publiques, État, systèmes

de protection sociale et même collectivités locales ont vécu dans beaucoup de pays au-dessus de leurs moyens, achetant le bien-être d'aujourd'hui avec l'argent de demain, c'est-à-dire aux frais des générations futures.

En 2006, qui était une année de croissance élevée en Europe, le déficit public moyen de l'Union européenne était de 1,6 % du PIB – loin de l'excédent ou même de l'équilibre.

Sur 27 États membres, 10 seulement étaient précisément à l'équilibre ou en excédent. Et aucune des 5 plus grosses économies européennes (Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Espagne), soit 70 % de la richesse de l'Union européenne, n'avait encore trouvé le chemin de la vertu budgétaire. Nous sommes donc entrés dans la tourmente financière collectivement drogués à la dette. Bien sûr, la crise a dégradé le solde conjoncturel. Mais nous sommes entrés dans la tempête avec une coque en bien mauvais état : le déficit structurel, indépendant de la situation économique, était déjà très élevé.

En France, ce solde structurel était de 3,7 % en 2009, soit la moitié du déficit global. Nous aurions été à l'équilibre avant crise, c'est-à-dire nous aurions pris la décision de ne plus vivre au-dessus de nos moyens, le déficit pour 2011 aurait été diminué d'autant : 2 % au lieu de 5,7 %.

La rigueur nous est désormais imposée et la « règle d'or » fait son chemin dans les esprits. Chacun mesure bien en effet que l'épée de Damoclès des marchés est suspendue au-dessus de nous, que le triple A est un bien collectif que nous savons menacé. Et chacun comprend aussi que c'est la croissance dans notre pays qui est en jeu : comme elle ne pourra s'appuyer ni sur des marges de manœuvre budgétaires, ni sur des marges de manœuvre monétaires, elle reposera fatalement sur notre capacité à innover, à produire mieux et davantage. D'où l'enjeu de la productivité et de la compétitivité au sein de la zone euro.

Entre réduire les dépenses et augmenter les recettes, que choisir ? Les deux, naturellement. Il faudra donc

entreprendre réellement la réforme de notre État et veiller à ce que la dépense, publique comme privée, soit optimisée. Nous devons aussi rapidement développer des comportements collectifs en phase avec le temps de l'après-dette.

Naturellement, le chemin est étroit.

Un excès de rigueur pourrait enclencher un cercle vicieux, grever la croissance, diminuer les recettes fiscales et compliquer encore plus le retour à l'équilibre budgétaire. C'est ce que l'on observe en Grèce : croissance négative, hausse des impôts mais baisse des rentrées fiscales et donc petite baisse des déficits et gros appauvrissement.

Pour éviter un désendettement mal géré, trop brutal, qui pourrait engendrer des difficultés sociales, politiques, encourager le protectionnisme, l'effort devra être assumé au niveau des États et partagé au niveau européen et international.

En 1999, Christopher Sims, auquel le prix Nobel d'économie vient d'être attribué, avait prédit que la zone euro entrerait en crise si elle demeurait sans autorité budgétaire centrale. Avec Thomas Sargent, autre récipiendaire du Nobel cette année, il a d'ailleurs ces derniers jours rappelé la nécessité d'un fédéralisme budgétaire, seul moyen de sortir de la tourmente actuelle. En Europe, nous voyons tous la nécessité d'une plus grande coordination des politiques budgétaires.

◆ Les assureurs ont un rôle de stabilisateur à jouer

Dans ce paysage tourmenté, leur rôle est essentiel et double : il consiste à financer l'économie et à contribuer à répondre à la demande de protection.

– Le financement de l'économie, d'abord.

L'épargne et l'investissement longs sont au cœur de toute stratégie économique moderne, parce que nous devons, malgré le désendettement, réaliser des investissements lourds, coûteux, dont la rentabilité à

court voire moyen terme n'est pas évidente (innovation, éducation, infrastructures, etc.). Pour paraphraser Helmut Schmidt, les investissements long terme d'aujourd'hui sont la croissance de demain et les emplois d'après-demain. Tout doit être fait pour donner les moyens de réaliser ces investissements – je pense à l'épargne de long terme. Et si l'on parle de réformer la fiscalité, ce qui sera au cœur des débats publics à venir, mon message sera de veiller à ne rien faire qui puisse priver les économies du financement à long terme dont elles ont besoin.

– L'offre de protection ensuite.

L'argent public sera plus rare, et pourtant, les motifs de dépense collective seront toujours plus nombreux, car la demande de protection de la part des citoyens est de plus en plus forte. Et l'équité générationnelle sera une obligation car si l'on veut surtaxer certains, l'on va créer des tensions sociales inacceptables entre générations.

Ce que nous pouvons entrevoir, c'est un État qui soit moins directement opérateur et plus régulateur. Un État qui garantisse que le système est socialement accepté. Mais un État qui partage ses responsabilités avec des acteurs non publics, notamment sur la gestion des risques sociaux. C'est ce que nous appelons le partenariat public-privé. D'aucuns s'inquiètent : cela entraînera-t-il un reflux de la solidarité ?

La réponse est non : le recours à l'assurance privée n'est pas une régression sociale. Il peut constituer au contraire un moyen de préserver notre niveau de protection. Certains préfèrent agiter l'épouvantail de la privatisation de notre système de santé. Ceux-là sont les défenseurs du statu quo et non de notre système social. Et s'ils protègent certaines situations acquises, ils pénalisent les classes moyennes qui ne bénéficient que marginalement de la solidarité nationale, et sont les alliés de fait d'un système dual.

D'autres pays l'ont compris. C'est notamment le cas du Danemark ou de l'Allemagne qui ont engagé une réforme de leur système par répartition, réforme conduisant là encore à une baisse du taux de rempla-

cement. Quelle a été la condition sine qua non de cette réforme ? Le développement de l'épargne retraite, via les dispositifs dits « Riester », qui sont des produits d'assurance retraite.

Ainsi, si l'on veut parler de convergence, commençons par faciliter l'épargne retraite, que ce soient des retraites d'entreprise ou des retraites individuelles. En somme, la réforme doit être au cœur du projet de société, sauf à perdre un temps précieux, luxe que nous ne pouvons plus nous permettre dans un monde en crise et au temps de l'après-dette. Rappelons-nous de ce que disait le général MacArthur : « *Tous les combats perdus se résument en deux mots : trop tard* ».

Prenons par exemple le sujet du vieillissement. Pierre Laroque, le « père de la Sécurité sociale », fut le premier à alerter sur les conséquences du vieillissement de la population, dans un fameux rapport de 1962.

Il y disait déjà que le maintien à domicile était « *à tous égards souhaitable* », que l'effort le plus important devait porter sur l'aide à domicile des seniors (il n'employait pas ce mot, naturellement) ayant besoin d'une tierce personne, qu'il fallait former les personnels nécessaires, qu'il fallait lutter contre l'isolement des personnes âgées, que les maisons de retraite ne devaient pas être des mouiroirs mais garantir un accueil adapté aux besoins, qu'il fallait lutter contre l'insuffisance des revenus des personnes âgées. Les questionnements n'ont pas fondamentalement changé. Et l'on a perdu un demi-siècle !

Je pourrais aussi citer le « Livre blanc sur les retraites », commandé et préfacé par le Premier ministre Michel Rocard en 1991, document auquel j'ai eu l'honneur de participer. Dans cette préface, Michel Rocard disait : « *une démocratie comme la nôtre doit être capable de débattre à temps de ces problèmes et d'en traiter sereinement* ».

Vingt ans plus tard, le sujet est resté brûlant, polémique, politique. Vingt ans, le temps d'une génération. Combien devons-nous en sacrifier sans faire de notre jeunesse la variable d'ajustement de nos

renoncements ? C'est la question que je me suis permis de poser dans un livre que j'ai intitulé – et pour cause – « Le papy-krach ».

■ Gérer le risque dans un monde incertain

C'est la réponse du monde de l'assurance à la crise actuelle. L'entrée dans l'économie du désendettement intervient alors que nous sommes plus que jamais dans un monde de risques et d'incertitudes. La société est exposée à de nouveaux risques, dont elle est consciente qu'ils sont plus nombreux. Et son aversion à ces risques est grandissante.

◆ Vivre à l'époque de l'incertain et de l'exposition aux risques majeurs

Quelques-uns d'entre vous doivent s'en souvenir ; à la fin des années 1980, au moment de l'accident de Tchernobyl, le sociologue Ulrich Beck écrivait : « *il ne s'agit plus ou plus uniquement de libérer l'homme des contraintes traditionnelles mais aussi et avant tout de résoudre les problèmes induits par le développement technico-économique lui-même* ». Tel était, pour lui, le fondement de ce qu'il appelait une « société du risque », une société post-industrielle qui s'efforce moins de partager les richesses que de partager les risques, et qui crée son propre danger. Au moment où il écrivait « La société du risque », Beck avait seulement entr'aperçu la globalisation économique et financière. Sa réflexion sur ce qu'il nommait plus récemment les « périls globaux » avait plutôt pour objet le risque environnemental, climatique et technologique.

Pourtant, les risques économique et financier constituent une exposition majeure des sociétés contemporaines. Ils peuvent fragiliser la société et les groupes sociaux, à des niveaux divers, en fonction de leur propre vulnérabilité aux risques sociaux – par exemple la précarité de l'emploi. Et la menace se recompose en permanence, car on constate que l'inventivité financière va plus vite que la régulation. Les types de risque se multiplient donc, risques exogènes ou endogènes aux activités humaines.

Leur ampleur s'accroît elle aussi, comme du reste leur imprévisibilité : ce constat vaut autant pour le 11 septembre 2001 que pour le tsunami en Indonésie de 2004. Et parce que le monde est désormais plus petit à cause d'interdépendances plus grandes, les problèmes des uns deviennent souvent ceux des autres.

Si l'on prend les treize principaux sinistres assurés intervenus depuis vingt ans, le coût global pour l'assurance a été de 292 milliards de dollars, le plus coûteux ayant été Katrina (2005), suivi du Japon (2011) et du 11 septembre 2001. Les années 2000 concentrent ainsi les trois événements les plus coûteux de l'histoire. Les tempêtes en représentent 169 milliards de dollars, soit 58 % ; les tremblements de terre 83 milliards, soit 28 % (dont plus de la moitié pour le Japon en début d'année). Leur coût a été de 140 milliards de dollars pour les seules années 2000, contre 29 milliards pour les années 1990. Ajoutons à cela la crise qui débuta en 2007-2008 et nous avons un tableau assez complet de l'environnement dans lequel l'humanité du début du III^e millénaire évolue. Le début du XXI^e siècle est donc celui des records. Ces records nourrissent logiquement une angoisse multiforme et ont un coût majeur pour le secteur de l'assurance et de la réassurance.

Condorcet conclut son « Esquisse d'un tableau historique des progrès de l'esprit humain » par ce qu'il appelait une « Xe époque », marquée par l'optimisme des Lumières, la foi dans la connaissance, l'éducation et la science, dans de grandes lois nous donnant les moyens de connaître le futur de l'humanité et d'influer sur celui-ci. La post-modernité, le soupçon porté à l'encontre des sciences et techniques contribuent à l'avènement d'une « XI^e époque » : celle de l'incertain.

Lorsque la science innove, elle produit de l'incertitude, comme pour les technologies du vivant, par exemple. Lorsque nous observons le tremblement de terre du Japon, en début d'année, nous nous demandons : quand et où un tel événement, peut-être pire, se produira-t-il dans l'avenir ? Encore au Japon ? Sur la côte Ouest des États-Unis ? Son

épicerie sera-t-il une mégalopole d'un pays émergent ou une capitale européenne ? Lorsque l'humanité se développe, parce qu'elle a désormais entre ses mains la capacité (effrayante) de modifier durablement son environnement naturel, elle ajoute de l'incertitude que les modèles de simulation d'évolution du climat ne savent pas lever. Lorsque l'on regarde les difficultés actuelles en Europe ou aux États-Unis, on s'interroge : parviendrons-nous à en sortir sans faire éclater la zone euro ? Si oui, à quel prix ? Combien d'années faudra-t-il pour nous en remettre ? Ce n'est pas sans raison que la théorie de la décision dans le risque ou l'incertitude est une matière riche et en perpétuelle évolution, étudiée par exemple à l'École d'économie de Toulouse,...

◆ L'une des réponses viendra de l'assurance

Dans cette époque d'incertitude, l'ensemble des acteurs du monde assurantiel est concerné, de la mutuelle offrant une protection santé à la réassurance contribuant à la mutualisation de grands risques au niveau mondial.

Le modèle de l'assurance est non seulement un modèle pertinent, mais le modèle d'avenir capable de répondre aux défis du temps présent, dans les pays développés comme dans les pays émergents. En Europe, aux États-Unis, au Japon, l'assurance apporte des réponses durables à la question de la demande de protection et aux besoins d'investissements long terme au moment où l'argent public – désendettement oblige – se fait plus rare.

L'avènement d'un nouvel équilibre s'impose, un équilibre qui devra mieux associer les assureurs, parce qu'ils ont l'habitude de gérer les risques, parce que leur intervention peut compléter des systèmes publics de protection, parce que l'argent public sera plus rare alors que la demande de protection sera plus grande. Il faut donc tirer le meilleur du système assurantiel, des solutions qu'il propose, de sa gestion de l'incertain dans le long terme et, bien évidemment, éviter de le fragiliser. Les assureurs ont de leur côté une responsabilité : repousser les limites de l'inassurabilité et

innover, proposer de nouvelles couvertures, répondre à une nouvelle demande.

C'est notamment pour cela qu'il est nécessaire de renforcer la culture assurantienne de l'ensemble de nos concitoyens et plus particulièrement des jeunes. Voilà ce qui a poussé les dirigeants du secteur assurantiel et la FFSA, avec l'appui des plus grands universitaires français, dont Jean-Hervé Lorenzi, à lancer, au début du mois de juillet, l'Université de l'Assurance.

Plus globalement, et ce sera ma conclusion, l'assurance est indissociable de ce qu'on pourrait appeler la culture du risque ou de l'incertain, culture qui est au cœur d'une société qui admet le risque, qui reconnaît que celui-ci peut souvent amener de grandes choses et demeure un moteur, au sens propre du terme.

Pierre Mendès France disait « [qu'] *il n'y a pas de politique sans risque. Il n'y a que des politiques sans chance* ».

Et puisque Kojève nous a accompagnés au fil de cette leçon, je reprendrai en conclusion son commentaire de Hegel, selon lequel une société qui n'admet pas le risque se prépare à n'être qu'un peuple d'esclaves.

L'assurance contribuera – et vous contribuerez par les connaissances et la pratique que vous allez acquérir – à accompagner la prise de risque ; et donc le progrès ; et donc la réalisation de vos projets ; et donc à marquer de votre empreinte personnelle le monde de demain.

Ce monde sera ce que vous le ferez.

Note

1. Cette allocution a été prononcée le 18 octobre 2011 pour la leçon inaugurale du Master « Assurance et gestion du risque » de l'Université Paris X-Dauphine.

Actualité de la Fondation du risque

DÉVELOPPEMENT DE LA GESTION QUANTITATIVE

Gaëlle Le Fol

Professeur, Université Paris-Dauphine et Crest (directeur scientifique de l'IdR)

Nous présentons dans cet article la dernière initiative de recherche de la Fondation du risque intitulée « Développement de la gestion quantitative ». Elle est née d'un besoin de collaboration avec la recherche académique exprimé par plusieurs sociétés de gestion quantitatives de la place financière parisienne regroupées au sein de l'association QuantValley. Ces sociétés entrepreneuriales, de taille réduite, doivent accroître leur visibilité, développer leur accès à la recherche académique et attirer de nouveaux collaborateurs ayant de bons profils. L'idée est alors de participer au développement d'une recherche quantitative et à la création d'un nouveau modèle de collaboration entre centres de recherche académiques et sociétés de gestion, les fameux think tank ou laboratoires d'idées. La création de l'initiative de recherche « Développement de la gestion quantitative », centrée sur deux institutions scientifiques de niveau international (l'École nationale de la statistique et de l'administration économique et l'Université Paris-Dauphine) constitue une réponse appropriée à ce besoin de développement et de collaboration.

■ Bref historique

Plusieurs sociétés de gestion d'actifs entrepreneuriales de la place financière parisienne ont un point commun : elles utilisent des approches quantitatives pour gérer les fonds qu'elles proposent à leurs clients. Qu'elles soient anciennes ou plus récentes, elles font toutes face à

des challenges qui aujourd'hui peuvent ralentir leur développement. Le premier est celui de la visibilité. Une société est difficilement visible auprès des investisseurs locaux ou internationaux si elle ne gère pas suffisamment d'actifs. De la même manière, les plates-formes de comptes gérés s'intéressent en priorité aux fonds qui ont déjà développé leur clientèle. Il est donc primordial pour ces

sociétés de construire ensemble une exposition forte autour d'un projet de qualité. Le second challenge est celui de l'accès à la recherche académique, très développée sur la place parisienne autour des universités, écoles et laboratoires de recherche parisiens. Il est souvent difficile, pour des structures de taille réduite, d'identifier les partenaires académiques ou d'attirer les bons

profils – pourtant formés en nombre à Paris mais qui préfèrent le plus souvent s'exporter à Londres ou à New York.

Le bon modèle est celui des sociétés de gestion quantitative anglo-saxonnes. Elles gèrent aujourd'hui plusieurs milliards de dollars et ont su nouer des partenariats forts avec les grands centres de recherche à Oxford ou à Londres. La recherche doit être au centre des préoccupations de la gestion et la quête de nouveaux investisseurs doit passer par la valorisation des ressources locales.

La création de l'Initiative de recherche (IdR) « Développement de la gestion quantitative », centrée sur deux institutions scientifiques de niveau international (l'Ensaë ParisTech et l'Université Paris-Dauphine) constitue une réponse appropriée à ce besoin de collaboration. Sous l'impulsion de l'association QuantValley, une dizaine de sociétés de gestion regroupées en son sein ont décidé de financer cette IdR avec l'aide de grands mécènes tels que GFI et UBS.

■ Les parties prenantes

Les travaux de cette IdR sont conduits principalement par des équipes de l'Université Paris-Dauphine et de l'Ensaë ParisTech. Elle bénéficie de l'apport financier de trois mécènes : l'association QuantValley, les entreprises GFI et UBS.

L'Ensaë ParisTech et l'Université Paris-Dauphine souhaitent développer un programme de recherche fondamentale autour de l'utilisation des méthodes quantitatives en gestion d'actifs, et l'articuler avec leurs programmes d'enseignement et de recherche en finance,

en liaison avec les disciplines concernées : gestion, économie, mathématiques et droit. Cette démarche permet d'accroître leur rayonnement international au travers d'un partenariat avec des entreprises du secteur bancaire et financier, soucieuses de cette dimension.

QuantValley, GFI et UBS considèrent la question de la recherche et de la formation dans le domaine de la gestion d'actifs et de la régulation des intervenants de marché comme l'une des préoccupations majeures pour un développement durable des marchés financiers. Les mécènes souhaitent, en l'espèce, contribuer aux progrès dans ce domaine par le développement d'approches quantitatives portées par des équipes prestigieuses tant au niveau français qu'international.

Cette IdR a vocation à être un lieu de rencontre, de réflexion et d'échange où les thèmes de recherche émergent naturellement et deviennent l'objet d'articles publiés dans les meilleures revues. Cette communauté de recherche participera directement à la visibilité des sociétés de gestion, à la croissance des actifs et donc des revenus et, par ricochet, à l'augmentation des budgets et de la taille des équipes de recherche et développement au cœur de chaque société de gestion.

Enfin, la question de la régulation des fonds systématiques est un des thèmes privilégiés par l'IdR. Que ce soit au niveau de l'accès au marché ou de la contribution au risque systémique, ces fonds sont aujourd'hui montrés du doigt. Une plus grande transparence, une mesure plus fine de la contribution d'un fonds à un risque systémique et une bonne compréhension des mécanismes

de contagion sont les bases d'une meilleure régulation de ce type de gestion.

Objectifs et thèmes de recherche

Le projet de l'IdR « Développement de la gestion quantitative » a pour objectif de :

- développer la recherche quantitative appliquée à la gestion d'actifs ;
- favoriser les transferts de compétences entre le milieu académique et les acteurs de la gestion d'actifs ;
- répondre aux problématiques de recherche des différents partenaires privés ;
- encourager la collaboration avec une ou plusieurs entreprises en pointe dans les domaines ayant trait à la gestion quantitative ;
- promouvoir l'image de la gestion d'actifs basée sur des approches quantitatives ;
- élever et consolider le niveau d'excellence des partenaires en organisant une activité de réflexion, de recherche et de formation de dimension internationale autour d'un ou plusieurs thèmes d'intérêt général ;
- réfléchir aux évolutions de la régulation des acteurs de la gestion d'actifs.

Parmi les sujets de recherche les plus importants dans le périmètre de cette IdR, on peut citer les suivants :

- traitement et modélisation statistique du signal,
- liquidité des marchés listés,
- trading algorithmique et / ou haute fréquence,
- contagion et *funds flows*,
- désagrégation des risques et allocation de portefeuille,
- moments d'ordre supérieur et allocation de portefeuille,

- intelligence artificielle et techniques de classification avec applications aux systèmes de trading,
- impact de la gestion quantitative sur l'économie,
- nouvelles sources d'information.

■ Événements et activités prévus

Au-delà de la promotion des sujets de recherche liés à la gestion quantitative, la vocation de l'IdR est de créer un écosystème favorisant des échanges entre les structures de gestion entrepreneuriales et les laboratoires de recherche.

- **Lancement de l'IdR** prévu début 2012. Cet événement est l'occasion de faire connaître cette initiative et de permettre une rencontre entre les sociétés de gestion, les chercheurs et les investisseurs institutionnels intéressés par le développement de la gestion sur la place parisienne. Le caractère éclaté de l'offre de gestion ne favorise pas naturellement ces rencontres. La valorisation de la recherche ainsi que la présentation régulière des résultats leur confèrent un caractère vertueux.

- **Formations, workshops, lectures et tutoriels.** Il s'agit de proposer des cycles de formation spécialisée. Les structures de gestion quantitative peuvent éprouver des difficultés à accéder à la recherche et aux travaux les plus récents. L'une des vocations de l'IdR sera de développer un programme de tutoriels susceptibles d'amener les sociétés de gestion à valoriser et à utiliser au quotidien les résultats de la recherche.

- **Conférences annuelles.** Ces conférences seront l'occasion de présenter l'ensemble des travaux de recherche financés par l'IdR. À terme, l'idée est de créer un événement, un rendez-vous de référence et de qualité internationale dans le domaine de la gestion quantitative.

- **Financement de contrats doctoraux.** Une partie significative des bourses de recherche sera dirigée vers le financement de thèses sur les thèmes relatifs à la gestion quantitative. Le développement de la gestion quantitative génèrera des besoins en recrutement qu'il est important d'anticiper. Placer au sein des sociétés de gestion d'anciens étudiants de l'IdR est en effet le meilleur moyen d'assurer une diffusion des recherches via un réseau informel d'anciens de l'IdR.

- **Recrutement d'ingénieurs de recherche.** Les sujets de recherche promus par l'IdR étant très proches des applications, il est important de construire des applications très directes des articles de recherche. Pour cela, l'IdR doit accueillir en son sein des ingénieurs de recherche capables de construire les illustrations directes.

- **Site Internet.** La vocation du site web est de devenir une bibliothèque publique d'articles de recherche et de codes informatiques portant sur les thèmes de la gestion quantitative.

- **Start-up.** L'IdR a vocation à favoriser l'émergence de projets entrepreneuriaux de type start-up susceptibles de s'appuyer sur les relations établies entre les académiques et les sociétés de gestion

quantitative. L'esprit entrepreneurial de ces dernières, combiné aux innovations issues de la recherche académique, constitue le terreau idéal pour le développement de ce type de projet.

■ Organisation

• Comité de pilotage

- Serge Darolles, professeur associé, Université Paris-Dauphine et Crest
- Gaëlle Le Fol, professeur, Université Paris-Dauphine et Crest (directeur scientifique de l'IdR)
- Christian Gourieroux, professeur, Crest-Ensaë Paristech et Université de Toronto
- Elyès Jouini, professeur, Université Paris-Dauphine
- Emmanuel Jurcenko, professeur associé, ESCP Paris
- Fabrice Riva, maître de conférences, Université Paris-Dauphine

• Comité d'orientation

- Patrice Lacourarie, UBS
- Laurent Batsch, Université ParisTech
- Jean-Michel Beacco, Fondation du risque et Institut Louis Bachelier
- Arnaud Chrétien, QuantValley
- Antoine Frachot, Ensaë ParisTech
- Marc Souffir, GFI

Quatre experts scientifiques de la gestion quantitative

- Michel Crouhy (Natixis)
- René Garcia (Edhec Business School)
- Michael Rockinger (Université de Lausanne et HEC Lausanne)
- Ronnie Sadka (Boston College, États-Unis)

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

	Prix FRANCE		Prix FRANCE
1 Les horizons du risque	ÉPUISÉ	47 Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie	30,50
2 Les visages de l'assuré (1 ^{ère} partie)	19,00	48 L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques	30,50
3 Les visages de l'assuré (2 ^e partie)	19,00	49 La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé. Les perspectives de la théorie du risque	30,50
4 La prévention	ÉPUISÉ	50 Risque et développement. Le marketing de l'assurance. Effet de serre : quels risques économiques ?	ÉPUISÉ
5 Age et assurance	ÉPUISÉ	51 La finance face à la perte de confiance. La criminalité. Organiser la mondialisation	30,50
6 Le risque thérapeutique	19,00	52 L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile. Les normes comptables	ÉPUISÉ
7 Assurance crédit/Assurance vie	19,00	53 L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie	31,50
8 L'heure de l'Europe	ÉPUISÉ	54 Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité	31,50
9 La réassurance	ÉPUISÉ	55 Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50
10 Assurance, droit, responsabilité	ÉPUISÉ	56 Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière	31,50
11 Environnement : le temps de la précaution	23,00	57 L'assurance sortie de crise. Le défi de la responsabilité médicale. Le principe de précaution	31,50
12 Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?	ÉPUISÉ	58 La mondialisation et la société du risque. Peut-on réformer l'assurance santé ? Les normes comptables au service de l'information financières.	31,50
13 Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00	59 Risques et cohésion sociale. Immobilier. Risques géopolitiques et assurance.	31,50
14 Innovation, assurance, responsabilité	23,00	60 FM Global. Private equity. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50
15 La vie assurée	23,00	61 Bancassurance. Les agences de notation financière. L'Europe de l'assurance.	33,00
16 Fraude ou risque moral ?	23,00	62 La lutte contre le cancer. La réassurance. Risques santé.	33,00
17 Dictionnaire de l'économie de l'assurance	ÉPUISÉ	63 Un grand groupe est né. La vente des produits d'assurance. Une contribution au développement.	33,00
18 Éthique et assurance	23,00	64 Environnement. L'assurance en Asie. Partenariats public/privé.	ÉPUISÉ
19 Finance et assurance vie	23,00	65 Stimuler l'innovation. Opinion publique. Financement de l'économie.	ÉPUISÉ
20 Les risques de la nature	23,00	66 Peut-on arbitrer entre travail et santé ? Réforme Solvabilité II. Pandémies.	ÉPUISÉ
21 Assurance et maladie	29,00	67 L'appréhension du risque. Actuariat. La pensée du risque.	ÉPUISÉ
22 L'assurance dans le monde (1 ^{re} partie)	29,00	68 Le risque, c'est la vie. L'assurabilité des professions à risques. L'équité dans la répartition du dommage corporel	ÉPUISÉ
23 L'assurance dans le monde (2 ^e partie)	29,00	69 Gouvernance et développement des mutuelles. Questionnement sur les risques climatiques. La fondation du risque.	ÉPUISÉ
24 La distribution de l'assurance en France	29,00	70 1 ^{ère} maison commune de l'assurance. Distribution dans la chaîne de valeur. L'assurance en ébullition ?	35,00
25 Histoire récente de l'assurance en France	29,00	71 Risque et neurosciences. Flexibilité et emploi. Développement africain.	35,00
26 Longévité et dépendance	29,00	72 Nouvelle menace ? Dépendance. Principe de précaution ?	35,00
27 L'assureur et l'impôt	29,00	73-74 Crise financière : analyse et propositions.	65,00
28 Gestion financière du risque	29,00	75 Populations et risques. Choc démographique. Délocalisation.	35,00
29 Assurance sans assurance	29,00	76 Événements extrêmes. Bancassurance et crise.	35,00
30 La frontière public/privé	29,00	77 Être assureur aujourd'hui. Assurance « multicanal ». Vulnérabilité : assurance et solidarité.	36,00
31 Assurance et sociétés industrielles	29,00	78 Dépendance... perte d'autonomie analyses et propositions.	36,00
32 La société du risque	29,00	79 Trois grands groupes mutualistes. Le devoir de conseil. Avenir de l'assurance vie ?	36,00
33 Conjoncture de l'assurance. Risque santé	29,00	80 L'assurance et la crise. La réassurance ? Mouvement de prix	36,00
34 Le risque catastrophique	29,00	81-82 L'assurance dans le monde de demain. Les 20 débats sur le risque.	65,00
35 L'expertise aujourd'hui	29,00	83 Le conseil d'orientation des retraites. Assurance auto, la fin d'une époque. Y a-t-il un risque de taux d'intérêt ?	36,00
36 Rente. Risques pays. Risques environnemental	ÉPUISÉ	84 Gras Savoye, une success story. L'assurance, objet de communication. L'assurance, réductrice de l'insécurité ?	36,00
37 Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000. Les concentrations dans l'assurance	29,00	85 Solvabilité II. L'aversion au risque.	36,00
38 Le risque urbain. Révolution de l'information médicale. Assurer les OGM	29,00	86 Un monde en risque. Le risque nucléaire. Longévité et vieillissement.	37,00
39 Santé. Internet. Perception du risque	ÉPUISÉ	87 Segmentation et non discrimination. Vieillesse : quels scénarios pour la France ?	37,00
40 XXI ^e siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités	29,00		
41 L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00		
42 L'image de l'entreprise. Le risque de taux. Les catastrophes naturelles	29,00		
43 Le nouveau partage des risques dans l'entreprise. Solvabilité des sociétés d'assurances. La judiciarisation de la société française	29,00		
44 Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière	29,00		
45 Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients. Segmentation, assurance, et solidarité	29,00		
46 Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes	29,00		

Numéros hors série

Responsabilité et indemnisation - 15,24 • Assurer l'avenir des retraites - 15,24 • Les Entretiens de l'assurance 1993 - 15,24 • Les Entretiens de l'assurance 1994 - 22,87

Où se procurer la revue ?

Vente au numéro par correspondance et abonnement

Seddit

17, rue Henri Monnier - 75009 Paris
Tél. 01 40 22 06 67 - Fax : 01 40 22 06 69
Courriel : info@seddit.com
www.seddit.com

Diffuseur en librairie

Soficom

15, rue du Docteur Lancereau - 75008 Paris
Tél. 01 02 56 45 71 - Fax : 01 42 56 45 72
Courriel : soficom@soficom-diffusion.com
www.soficom-diffusion.com

Librairie partenaire

CNPP Entreprise Pôle Européen de Sécurité - CNPP Vernon

BP 2265 - 27950 Saint-Marcel
Tél. 02 32 53 64 32 - Fax : 02 32 53 64 80

À découper et à retourner accompagné de votre règlement à

Seddit - 17, rue Henri Monnier - 75009 Paris

Tél. (33) 01 40 22 06 67 - Fax : (33) 01 40 22 06 69 - Courriel : info@seddit.com

Abonnement 2012 (4 numéros) FRANCE 138 € EXPORT 158 €*
 Je commande _____ ex. des numéros _____

Nom et prénom _____

Société : _____

Adresse de livraison _____

Code postal _____ Ville _____

Nom du facturé et Adresse de facturation _____

E.mail _____ Tél. _____

Je joins le montant de : _____ par chèque bancaire à l'ordre de Seddit

Je règle par virement en euros sur le compte HSBC 4 Septembre-code banque 30056-guichet 00750-07500221574-clé RIB 17

* Uniquement par virement bancaire

Conformément à la loi « informatique et libertés » du 6 janvier 1978, vous bénéficiez d'un droit d'accès et de rectification aux informations qui vous concernent.

Si vous souhaitez exercer ce droit et obtenir communication des informations vous concernant, veuillez vous adresser à SEDDITA, 17, rue Henri Monnier 75009 PARIS

