Risques

Les cahiers de l'assurance

REVUE & D'ECONOMIE FINANCIERE

- Dans la crise
- Assiste-t-on à une simple répétition de l'histoire ?
- Une crise originale
- Nouvelle crise, nouvelle méthode ?
- Et les pays émergents ?
- La finance, victime ou coupable ?
- Et les autres acteurs ?
- Les assureurs sont-ils à l'abri de la crise ?
- Comment revoir la régulation ?
- Peut-on améliorer la gouvernance des institutions financières ?
- Pour une solution globale
- Une nouvelle finance pour une nouvelle croissance

NUMÉRO SPÉCIAL

CRISE FINANCIÈRE : ANALYSES ET PROPOSITIONS

n° 73-74 ■ Trimestriel Juin 2008 - SEDDITA

Sommaire - n° 73-74 Juin 2008

1. Dans la crise

Jacques de Larosière, *Pourquoi le système a-t-il déraillé ?* ... 9
Gérard de La Martinière, *La gestion de crise en Europe* ... 16
Jean-Paul Pollin, *De la crise financière à la récession : une lecture « à la Bernanke »* ... 24

2. Assiste-t-on à une simple répétition de l'histoire ?

Michel Aglietta, *Plus ça change, plus c'est la même chose* ... 35
Pierre Martin, *Les crises économiques : éternel retour ?* ... 42
André Straus, *Le retour des crises financières est-il inéluctable ?* ... 51
Pierre-Charles Pradier, *Cycles, crises et guerres : développer la finance en attendant la prochaine* ... 65
Dominique Lacoue-Labarthe, *Les crises financières sont-elles évitables ?* ... 71
Jean-Luc Proutat, *1929 et 2007, deux crises voisines, deux sorts distincts* ... 79

3. Une crise originale

Philippe d'Arvisenet, *La crise du* subprime *et ses répercussions* ... 85
Christine Rifflart, *La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle* ... 90
Catherine Lubochinsky, *Transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière* ... 94
Jean-Paul Betbèze, *Les six ressorts et les six* resorts *de la crise actuelle* ... 99

4. Nouvelle crise, nouvelle méthode ?

Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek, *Macropsychanalyse de la crise financière* ... 107
Henri Bourguinat, *Une approche génétique de la crise* ... 114
Christian Gollier, *Liquidité, incertitude et crise* ... 120
Hubert Rodarie, *La crise de 2007 doit produire de nouveaux modèles de risque* ... 125
David Thesmar, *L'insoutenable rareté des catastrophes financières* ... 130

5. Et les pays émergents ?

Philippe Dessertine, *Crise économique dans les pays émergents, un tournant dans les relations Nord/Sud ?* ... 137
Benoît Coeuré, *Vivre avec les fonds souverains* ... 143
Louis Habib-Deloncle, *Les acteurs des pays émergents face à la crise* ... 152

6. La finance, victime ou coupable ?

Jean-François Boulier et Carlos Pardo, *Les fonds monétaires dans la crise* ... 163
André Cartapanis et Jérôme Teïletche, *Les* hedge funds *et la crise financière internationale* ... 173
Marc-Antoine Lacroix, *Vers une remise en cause des banques spécialisées ? Quelques réflexions tirées de l'exemple américain* ... 182
Stéphane Hamayon et Florence Legros, *La gestion stratégique d'actifs d'un fonds de réserve face au risque financier* ... 191
Denis Campana et Jacques Goulet, *Les régimes de retraite d'entreprise sous la pression de la volatilité des marchés financiers* ... 204
Guy Marty, *Immobilier : sécurité, vous avez dit sécurité ?* ... 214
André Babeau, *Crise financière et équilibre banque/assurance* ... 219

7. Et les autres acteurs ?

François Meunier, *Crise des marchés de dette ?* Caveat emptor ! 227
Olivier Garnier, *Du bon usage de la notation financière externe* 234
Pierre Bollon, *Renforcer le* Buy-side *pour équilibrer les marchés financiers* 238
Christian Gouriéroux, *Bon ou mauvais usage des notations* 241
Bertrand du Marais et Philippe Frouté, *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit* 246
Nicolas Véron, *Le comptable est-il coupable ?* 254

8. Les assureurs sont-ils à l'abri de la crise ?

Romain Durand et Arnaud Chneiweiss, *L'assureur, les sept mythes et les trois leçons* 263
Kadidja Sinz, *Crise des* subprimes *: assurance et assurabilité* 268
Éric Lombard et Mathieu Mucherie, *La crise financière, les assureurs et l'économie de l'information* 274
Olivier Mareuse, *Les assureurs européens face à la crise* 281
Delphine Lautier et Yves Simon, *Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise* 285
Michel Mollard et Nicolas Delzant, *Le cas de l'assurance crédit* 295
Didier Folus et Daniel Zajdenweber, *L'assurance et la titrisation face aux turbulences financières* 300
Guillaume Gorge, *La crise des* subprimes *signifie-t-elle la fin des titrisations d'assurance ?* 313
Jean-Louis Bancel, *Assurance et inflation : un couple explosif ou une relation contrôlable ?* 318
Jean Azéma, *Les assureurs face à la crise : quels enseignements ?* 323

9. Comment revoir la régulation ?

Christian de Boissieu, *Implications de la crise pour la régulation bancaire et financière* 329
Michel Castel, *Redéfinir la place des marchés financiers et des banques* 337
Danièle Nouy, *Bâle II face à la crise : quelles réformes ?* 342
Patrick Thourot, *La régulation de la (ré)assurance* 350
Olivier Davanne, *Régulations et réduction du risque de liquidité* 353
Jean-Charles Rochet, *Comment réformer la réglementation prudentielle : les leçons à tirer de la crise des* subprimes 361

10. Peut-on améliorer la gouvernance des institutions financières ?

Bertrand Jacquillat, *Pour de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières* 367
Augustin Landier, *Les nouvelles frontières de la gouvernance du risque* 373
André Lévy-Lang, *Repenser la gouvernance bancaire ?* 378
Robert Leblanc, *Rémunérations et crise bancaire ?* 381

11. Pour une solution globale

Jean-Claude Trichet, *Réflexions sur les turbulences récentes sur les marchés de capitaux mondiaux* 389
Michel Prada et Jean-Paul Redouin, *Renforcer la résilience des marchés et des institutions financières* 399
Dominique Plihon, *Lutter contre l'instabilité financière : pour un* aggiornamento *de la théorie et de la régulation financières* 405
Olivier Pastré, *La nécessaire refonte de la gouvernance mondiale* 410
Christian Chavagneux, *Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière* 414
Jean-François Jamet, *Quelle peut être la réponse européenne face à la crise financière ?* 419
Axel Miller, *Une opportunité à saisir pour l'Europe* 425
Patrick Artus, *Les bienfaits de la crise* 430
Jean-Hervé Lorenzi, *Qui va payer quoi ?* 435

12. Une nouvelle finance pour une nouvelle croissance. Entretiens avec :

Édouard Balladur, *La crise actuelle appelle une gestion mondiale* 441
Denis Kessler, *Une crise sévère qui appelle des politiques nouvelles* 444
Philippe Marini, *Une crise traditionnelle dans son processus et novatrice dans ses modalités de diffusion* 451
Michel Rocard, *Il faut reprendre les rênes du capitalisme dans sa forme mondiale et financière* 456

Éditorial

Qu'avons-nous voulu faire ?

Ce numéro spécial constitue une première. Pour la première fois, en effet, depuis leurs créations respectives – 1987 pour la *Revue d'économie financière* (*REF*), 1990 pour *Risques* –, deux revues françaises de référence en matière de finance ont pris la décision d'unir leurs forces pour structurer un numéro spécial consacré à un thème dont l'importance leur est simultanément apparue comme exceptionnelle : la crise financière.

La *REF* et *Risques* – chacune avec ses spécificités – ont déjà abordé des thèmes qui prennent aujourd'hui une actualité nouvelle. Pour ne citer que deux exemples parmi d'autres, la *REF* a, en 2006, consacré un numéro spécial au « risque opérationnel » et *Risques*, en mars 2005, a consacré un dossier au thème « Quelles exigences pour la notation financière ? ». Ceci explique peut-être cela. À la jonction entre la sphère académique et la sphère professionnelle, ces deux revues peuvent s'honorer d'avoir souvent traité, avant les autres, des sujets qui ont par la suite fait la « une » de l'actualité financière.

Cela posé, qu'avons-nous voulu faire ? Depuis l'éclatement de la crise des « *subprimes* » en juillet 2007, depuis quelques semaines surtout, un certain nombre de revues en Europe et aux États-Unis ont elles aussi consacré un numéro spécial à la crise financière. Tenant compte de ces publications récentes et des inévitables – et indispensables – publications à venir, nous avons mis l'accent sur ce qui fondait l'originalité même de notre entreprise commune et qui peut se décliner à quatre niveaux : une approche globale, une perspective historique, un éclairage « chirurgical », une constante recherche de solutions.

D'abord, une approche globale. La *REF* et *Risques* éclairent une même réalité sous un double regard : plutôt tourné vers le monde de la banque pour la *REF*, plutôt tourné vers le monde de l'assurance pour *Risques*. Or, la crise actuelle est une crise globale. Contrairement à ce qui a été dit et écrit à de multiples reprises, la crise actuelle n'est pas seulement une crise des crédits « *subprimes* » américains. Certes, c'est sur ce marché relativement étroit (1 300 milliards de dollars au grand maximum) que la crise a éclaté. Cependant, celle-ci s'est très rapidement propagée à la plupart des marchés de titrisation et, surtout, bien au-delà des frontières des États-Unis. C'est ainsi l'ensemble de la finance mondiale qui se trouve alors concerné. D'où la nécessité, si l'on veut comprendre les mécanismes de cette crise et, plus encore, si l'on veut proposer des réformes adaptées à cette situation exceptionnelle, de porter un regard panoramique sur la réalité économique.

Ensuite, une perspective historique. Rien n'est plus ridicule et plus malsain que de vouloir faire de la crise actuelle une répétition de telle ou telle crise antérieure. Bien qu'elle partage certains traits communs avec la crise des « *savings and loans* » américaines des années quatre-vingt-dix ou avec la bulle « internet » du début des années 2000, la crise actuelle est d'une ampleur et d'une configuration toutes différentes. Ce n'est pas une crise localisée, en termes de territoire ou de marché, comme les crises précédentes. L'assimilation à la crise de 1929 – que certains médias se complaisent à proposer à l'envi – n'en est pas plus justifiée pour autant. S'il est une chose que l'histoire apprend, à ceux qui la pratiquent sérieusement, c'est qu'elle peut parfois bégayer mais ne peut jamais se répéter à l'identique. Cela n'empêche pas, bien au contraire, l'existence d'invariants historiques qui nous font obligation, pour éclairer l'avenir, de se servir de la lumière du passé. D'où la nécessité que nous avons ressentie de mettre en perspective historique, de manière aussi complète que possible, la réalité de la crise actuelle.

Puis, un éclairage « chirurgical ». « *Le diable est dans les détails* » écrivait Nietzsche. La crise en cours aussi. Les bienveillantes généralités ont très vite épuisé dans les circonstances actuelles leur pouvoir analytique et, plus encore, prédictif. Nous ne nous en tirerons pas en nous focalisant uniquement sur des « concepts » aussi flous que ceux de « financiarisation » ou même de « titrisation ». Une des particularités de la crise présente tient à ce que celle-ci met en cause des mécanismes et des opérateurs extrêmement diversifiés. Qui connaissait très précisément le rôle des rehausseurs de crédit il y a de cela quelques mois ? Qui avait pris la mesure exacte des mécanismes de « diffusion - dilution - dissimulation » des risques dont étaient porteurs les CDO (*collateralized debt obligations*) et *a fortiori* les SPV (*special purpose vehicles*) porteurs de CDO ? Une des originalités principales de cette livraison est d'être rentré dans le détail des mécanismes de la finance contemporaine afin d'en éclairer d'une manière plus précise les rouages et les ressorts.

Enfin, une constante recherche de solutions. Quand ce numéro spécial parviendra à ses lecteurs, nous espérons que les propositions de réforme pour sortir de la crise actuelle seront plus nombreuses que celles mises sur la table aujourd'hui. Car il faut bien reconnaître que, à ce jour, si la désignation de boucs émissaires va bon train, en matière de réformes – autres que cosmétiques – le silence est… assourdissant. Un des objectifs de cette livraison conjointe de nos deux revues a été, depuis le démarrage de ce projet d'éclairer l'avenir et, pour ce faire, de demander aux auteurs que nous avons sollicités d'enrichir leur lecture de la crise de propositions de réformes permettant de nous rapprocher aussi vite que possible de l'issue de celle-ci. Et ce, aussi bien au niveau microéconomique (les entreprises) que mésoéconomique (les métiers et les industries) et macroéconomique (les États et les organisations supranationales). C'est en articulant les réformes à ces trois niveaux que pourront être dénoués les dysfonctionnements qui, aujourd'hui, remettent en cause le rythme même de la croissance mondiale dont témoignent, entre autres, les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI).

Cette quadruple exigence éditoriale nous permet d'offrir au lecteur un numéro spécial sans équivalent à ce jour. La tonalité d'ensemble n'est ni fataliste ni exagérément pessimiste. La situation actuelle est grave, sans réel précédent historique. Ne pas le reconnaître, se voiler la face dans ce domaine, conduit – nous semble-t-il – à aggraver le mal. Mais, si les réformes qui s'imposent – et auxquelles ce *compendium* de textes ouvre des pistes, souvent détaillées avec précision – sont mises en œuvre rapidement, nul doute que l'économie mondiale retrouvera le *trend* de croissance de long terme que l'économie de marché a, de ses propres forces, généré.

Sans attendre le jugement des lecteurs, que nous espérons bien sûr nombreux et auxquels, seuls, il revient de décider de la réussite de notre projet, nous tenons à remercier les équipes de rédaction et nos collègues des comités de rédaction des deux revues qui n'ont pas ménagé leurs efforts pour parvenir à cette publication. Notre reconnaissance s'adresse, aussi, aux auteurs – à chacun d'entre eux – qui ont répondu à notre appel et ont fourni une contribution malgré la brièveté des délais que nous leur avions fixés.

Un dernier mot… Nos deux revues ont découvert à l'occasion de cet événement exceptionnel les joies de la collaboration. Si nous ne collaborons qu'à l'occasion de chaque crise mondiale, espérons que notre prochain numéro commun ne sorte pas avant plusieurs décennies… Dans le cas contraire, on peut espérer que « l'appétit vienne en mangeant »… ou plutôt en pensant ensemble – chacun avec son point de vue original – à l'avenir de la finance qui, si elle doit se réformer, doit aussi poursuivre ses progrès qui sont, nous en sommes convaincus, nécessaires à ceux de l'économie.

Thierry Walrafen
Directeur de la publication
Revue d'économie financière

Jean-Hervé Lorenzi
Directeur de la rédaction
Risques

Olivier Pastré
Conseiller scientifique
Revue d'économie financière

Jean-Marc Boyer
Délégué général de la FFSA et membre du comité éditorial
Risques

1.

Dans la crise

- Jacques de Larosière
  Pourquoi le système a-t-il déraillé ?

- Gérard de La Martinière
  La gestion de crise en Europe

- Jean-Paul Pollin
  De la crise financière à la récession : une lecture « à la Bernanke »

La crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation

Jacques de Larosière

Conseiller du Président BNP Paribas

Depuis août 2007, le système financier mondial s'est disloqué et nombre de ses différents compartiments sont, tour à tour, affectés par la crise. Pourquoi les choses ont-elles déraillé de la sorte ? La question dépasse l'intérêt historique d'une description des causes de la crise. Avant de proposer des solutions, il est nécessaire, en effet, de bien comprendre la nature des problèmes et de distinguer les aspects spécifiques qui l'expliquent. C'est ce que je m'efforcerai de faire brièvement en m'attachant à trois notions-clés :

- l'abondance globale de liquidités et la perte du « sens du risque » ;

- l'abus de la titrisation et ses conséquences ;

- l'environnement réglementaire et comptable.

Je conclurai par quelques considérations sommaires sur les orientations qui s'imposent.

L'abondance globale de liquidités et la perte du « sens du risque »

L'abondance des liquidités

Quelles que soient les définitions retenues (différents agrégats monétaires ou encours de crédit), la quantité de monnaie et de crédit a progressé, depuis une dizaine d'années, significativement plus vite que la croissance économique nominale [1]. Même si les théoriciens ont démontré qu'il fallait être prudent dans l'interprétation de l'évolution des agrégats monétaires, il n'en reste pas moins que, sur le moyen/long terme, la relation liquidité/inflation reste pertinente.

Pourquoi les banques centrales ont-elles laissé la liquidité exploser ?

Deux facteurs essentiels ont joué.

La modération de la hausse des prix à la consommation (favorisée elle-même par les innovations technologiques et par les importations de biens et de services à bas coût de main-d'œuvre en provenance des pays émergents) a peut-être incité les responsables de la politique monétaire à « baisser la garde ». Puisque l'inflation était modérée, pourquoi prendre le risque – par une politique monétaire plus rigoureuse – de freiner la croissance ? Ce qui revient à dire que la forte inflation des actifs constatée depuis quelques années (immobilier, actions, obligations, or, matières premières…) n'a pas été suffisamment prise en compte par les banques centrales dans leur politique.

L'autre facteur tient au dérèglement du système monétaire international. On sait que les États-Unis ont pris l'habitude, depuis des années, de financer à crédit leur consommation. Les déficits extérieurs américains ont été systématiquement financés par les excédents commerciaux du Japon et des pays émergents. Ce processus – qui a abouti à une accumulation sans précédent de réserves en dollars chez les pays émergents (plus de trois trillions de dollars contre moins d'un trillion en 2000) – a été un facteur direct de la croissance de la liquidité mondiale. En effet, la plupart des économies en excédent de balance des paiements courants ont veillé à contrecarrer l'appréciation – normale – de leurs monnaies en intervenant sur le marché des changes pour fixer ou stabiliser leur parité vis-à-vis du dollar. Or, ces interventions se sont traduites par une poussée considérable de la liquidité globale et par une politique monétaire plus accommodante [2].

La perte du « sens du risque »

Dans ce contexte « d'argent facile » et de taux d'intérêt bas [3], il était tentant tout à la fois d'emprunter et de prêter. D'où l'explosion du crédit à laquelle on a assisté.

L'octroi de financements aisés s'est, malheureusement, accompagné d'une détérioration de la qualité du crédit. La concurrence entre institutions financières étant vive, il fallait, pour attirer les emprunteurs, leur accorder des conditions favorables. Les marges qui, normalement, permettent aux banques de se protéger des aléas éventuellement subis par certains de leurs clients, ont été fortement réduites. Cette insuffisante discrimination dans les conditions de financement offertes a été l'une des causes profondes de la crise actuelle.

Plus grave encore, un certain nombre d'institutions financières ont souhaité, malgré tout, accroître leur rémunération en accordant des crédits risqués à plus forte marge. Afin d'attirer les investisseurs – au moyen de la titrisation de ces crédits – en leur accordant des rendements supérieurs aux faibles taux d'intérêt ambiants, nombre d'institutions financières les ont incités à prendre des risques démesurés. C'est le cas, on le verra, des crédits hypothécaires dits « *subprimes* » aux États-Unis [4].

En résumé, trop de liquidité, des taux d'intérêt trop bas et un appétit excessif pour des risques mal mesurés… Cette configuration est loin d'être unique dans l'histoire financière. Elle se traduit toujours, au moment où l'euphorie s'arrête, par des défauts sur les crédits et donc par des difficultés pour celles des institutions financières qui sont surexposées. C'est ce qui s'est passé, une fois de plus, à l'été 2007.

Mais la crise actuelle comporte aussi des aspects plus spécifiques qui en expliquent la gravité exceptionnelle.

L'abus de la titrisation et ses conséquences

L'expansion de la titrisation

Depuis une vingtaine d'années, le système financier est passé d'un modèle « intermédié » (dans lequel les banques jouaient le rôle prédominant en prêtant directement à leurs clients et en conservant ces crédits à leur bilan) à un système de marché (dans lequel le marché financier assure l'essentiel des financements).

Dans ce contexte, les entreprises ont eu tendance à se financer, toujours davantage, directement sur les marchés financiers en émettant des obligations. Mais, depuis quelques années, les institutions financières elles-mêmes sont devenues de plus en plus dépendantes des marchés. Au modèle de l'intermédiation classique, s'est graduellement substitué celui du « *originate and distribute* » (« origination-distribution »). Ce mécanisme consiste pour les banques à titriser les crédits qu'elles accordent en les transformant en « titres » qui sont offerts sur le marché à des investisseurs en quête de placements (fonds de pensions, Sicav, sociétés d'assurances…). Ces titres ont revêtu des formes diverses. Les CDO (*collateralized debt obligations*) – liés à l'explosion des « *subprimes* » – ont

notamment vu leur encours progresser considérablement au cours de ces dernières années [5]. Ce modèle d'activité, celui-là même des banques d'investissement, s'est ainsi fortement développé.

Ce phénomène a joué un rôle majeur dans l'explosion du crédit évoquée précédemment. En effet, les banques sont limitées dans l'octroi de crédits car elles doivent respecter les ratios internationaux (règles de Bâle) entre leurs fonds propres et leurs engagements. La titrisation, qui permet aux banques de sortir de leur bilan les prêts qu'elles ont « initiés », a de fait accru le multiplicateur de crédit en accélérant la rotation des bilans [6].

Cette poussée de la titrisation a, sans doute, contribué à la croissance économique mondiale des dernières années. L'idée reçue, jusqu'à l'été 2007, était aussi que ce phénomène, en dispersant le risque entre de nombreux investisseurs de par le monde, renforcerait la solidité du système bancaire.

Mais la titrisation, qui s'est accompagnée d'une grande sophistication de produits financiers de plus en plus innovants, a été l'objet d'un certain nombre d'abus et de déviations qui n'ont guère été perçus à l'époque.

En premier lieu, la facilité qu'ont les institutions financières de pouvoir vendre des crédits aux marchés comporte une tentation : celle d'accorder moins d'attention à la qualité propre des crédits en cause (puisque les institutions en question ne les conservent plus à leur bilan). Or, il est de fait que les critères d'octroi de crédits se sont dégradés depuis quelques années. L'exemple du « *subprime* » aux États-Unis est, à cet égard, quasiment caricatural. On ne s'explique pas que certaines institutions financières aient pu accorder – sans même se préoccuper des revenus de leurs clients – des crédits hypothécaires aussi risqués. Il est probable qu'elles ne l'auraient pas fait dans de telles proportions si elles avaient dû conserver ces engagements sur leurs livres. Le lien entre titrisation et dégradation de la qualité des crédits a, du reste, été récemment confirmé par des travaux scientifiques [7]. Or, cette dégradation de la qualité des crédits a joué un rôle majeur dans la montée des défaillances d'emprunteurs « *subprimes* », défaillances qui ont été le « déclencheur » de la crise.

En second lieu, la titrisation a contribué au développement d'un vaste « système bancaire parallèle » non contrôlé qui a joué un rôle déterminant dans la crise. En effet, les banques, par définition contraintes par leurs obligations de fonds propres, ont trouvé des partenaires financiers désireux de profiter de rémunérations plus élevées sur des crédits risqués. Pour leur part, ces partenaires ne sont en rien limités par des ratios prudentiels. Tels sont les « *hedge funds* » et autres « véhicules » spécialisés qui disposent de très peu de capital et ne sont pas soumis à contrôle. Ces fonds ont donc contribué, en empruntant lourdement auprès des banques pour acheter un volume massif et croissant de produits financiers, à augmenter « l'effet de levier » du système (si une banque ne peut prêter par exemple que douze fois ses fonds propres, les véhicules et fonds en question ont souvent engagé vingt, trente ou même cinquante fois, ou davantage, leur capital), et cela dans un environnement de liquidités abondantes, animé et arbitré par les banques d'investissement. C'est le caractère excessif et opaque de cet effet de levier qui a été l'une des faiblesses les plus graves du système. Il faut bien comprendre que les « non-banques » ont recouru, pour financer leurs achats de produits titrisés, à des crédits accordés par les banques mais aussi par le marché des effets à très court terme (en grande partie alimenté par des investisseurs institutionnels) [8]. La chute de la valeur (et des notations) des actifs, consécutive aux défauts observés sur le « *subprime* » en 2007 a provoqué chez les investisseurs de base (sociétés d'assurances, Sicav, etc.) un mouvement de panique. Tous se sont mis à vendre leurs parts dans les fonds et les titres considérés – souvent à tort – comme suspects, ce qui a précipité leur baisse. Dans le même temps, ces investisseurs refusaient de renouveler les facilités de financement à court terme dont dépendaient les fonds divers qui constituaient le « système bancaire parallèle ».

Mais le problème dépasse la relation fonds/investisseurs. Il concerne aussi les banques. Nombre de banques avaient, en effet, créé et « sponsorisé » des conduits ou des véhicules spéciaux hors bilan pour abriter les produits financiers qu'elles avaient émis ou montés pour le compte de tiers. Elles ont dû soit honorer les lignes de crédit qu'elles avaient pu

consentir à ces conduits afin de se substituer aux investisseurs qui ne souscrivaient plus aux instruments de refinancement, soit directement reprendre dans leur bilan les instruments en question. D'où les problèmes de pertes sur la valeur des actifs sous-jacents et les problèmes d'insuffisance des fonds propres rencontrés par certaines institutions qui s'étaient engagées trop loin dans la voie des opérations hors bilan [9].

On voit ainsi que la dégradation des critères d'octroi de crédit, favorisée par la titrisation, a affaibli le système financier dans son ensemble. Celles des institutions financières qui croyaient s'être défaites de crédits risqués et coûteux en termes de fonds propres sont aujourd'hui tenues – ne serait-ce que pour des motifs de réputation – d'en reprendre une grande partie à leur bilan. Or, cette « réintermédiation », involontaire, a des conséquences évidentes sur la capacité des banques à consentir de nouveaux crédits. « *La titrisation, supposée être un nouveau modèle destiné à mieux distribuer le risque et la sécurité, a finalement distribué la peur.* », a-t-on pu écrire récemment [10].

Mais, ces aspects techniques, assez nouveaux dans la mesure où la titrisation n'avait jamais atteint les proportions actuelles, n'ont pu se développer que dans un contexte réglementaire et comptable favorable.

L'environnement réglementaire et comptable

Les dispositions réglementaires ont permis le développement d'un « système bancaire parallèle »

Depuis vingt ans, les banques commerciales ont été soumises à des obligations prudentielles de plus en plus précises. On connaît la sophistication des règles de Bâle II entrées en vigueur en 2008 en matière d'évaluation des risques par rapport à celles de Bâle I (1987). Ce système réglementaire concentre une bonne partie de ses efforts sur une capitalisation adéquate des banques. Mais il ne touche ni les banques d'investissement réglementées sur des bases différentes, ni surtout l'univers, de plus en plus étendu, du système bancaire parallèle [11]. Or, ces « non-banques » sont, par essence, plus fragiles : la plupart ne disposent en effet ni d'une base de dépôts ni de fonds propres suffisants. Étant donné qu'elles ne sont pas contrôlées comme des banques, un immense « arbitrage réglementaire » s'est produit des banques vers les non-banques. Or, on l'a vu, les banques parallèles, qui prenaient le même type de risques que les banques commerciales sans connaître leurs contraintes en matière de ratios de fonds propres, étaient tributaires pour assurer leur liquidité des marchés à très court terme. Dès que ceux-ci se furent taris, les « non-banques » ont subi la crise de plein fouet. Il en a été de même pour les banques d'investissement dont les positions d'arbitrage ont été déjouées et les capacités d'écoulement des produits structurés brutalement stoppées. Cela a joué aussi, dans une certaine mesure, pour les banques commerciales [12].

La notation des produits financiers complexes a été défectueuse

Les agences de notation – qui ont l'habitude de bien évaluer les sociétés – ont entrepris de noter les produits financiers complexes, objet de la titrisation. Ces produits mêlent souvent des tranches de qualité variable dans un même instrument.

De fait, les notations se sont, très souvent, avérées défectueuses. Le cas des « *subprimes* » est emblématique à cet égard. Des notes excellentes (3A) ont été accordées à des obligations à base de « *subprimes* », pourtant très risquées. Les notations étaient, en effet, fondées sur le découpage des actifs sous-jacents en tranches de risque définies sur la base de probabilités de défaut tirées de l'expérience passée, et non sur les risques potentiels qui étaient aggravés par le début du retournement du marché immobilier et par la sortie graduelle des « périodes de grâce » accordées initialement aux emprunteurs hypothécaires.

Or, dans l'euphorie des marchés des années récentes, les investisseurs institutionnels (fonds de pension,

Sicav…) se reposaient essentiellement, pour leur choix d'actifs, sur les notes données par les agences spécialisées.

Ces dernières étaient souvent, du reste, dans une situation de conflit d'intérêts. Rémunérées pour leurs notes par les institutions financières qui « distribuaient » les produits titrisés, elles étaient aussi consultées (et rémunérées) pour l'avis qu'elle donnaient sur la confection de ces produits. Cette dualité de fonctions est évidemment malsaine.

Les règles comptables

Depuis 1993, le système comptable des sociétés aux États-Unis a adopté le principe de la « *fair value* » qui consiste à évaluer constamment les actifs au bilan à la valeur du marché (même pour les titres et les crédits conservés par les banques d'investissement jusqu'à l'échéance).

Sous la pression de la communauté des « méthodologues » comptables, ce système a été également adopté plus récemment par l'Europe, même si l'opposition des banques françaises a permis d'en limiter les effets en autorisant, dans le cadre d'une exception qui doit être revue, de conserver pour certaines catégories de bilans bancaires – les prêts et dépôts de clientèle par exemple – une comptabilisation au coût historique. Or, il résulte de l'adoption générale de la « *fair value* » une aggravation mécanique de la crise.

En effet, pendant la période d'euphorie des marchés, les actifs détenus par les banques ont été fortement revalorisés du fait de la hausse des bourses, générant ainsi des profits importants et indirectement des fonds propres supplémentaires. Les banques, qui cherchent en général à conserver leur coefficient multiplicateur, ont donc été incitées à accorder davantage de crédits sans que cela se traduise par une détérioration de leurs ratios de solvabilité. Ce fonctionnement a contribué à l'expansion générale du crédit.

Mais, quand les marchés se sont retournés et que les valeurs ont baissé (actions, produits financiers, immobilier…), l'effet inverse s'est produit. Les pertes engendrées ont affaibli le niveau des fonds propres alors que, au même moment, la réintermédiation provoquait des exigences réglementaires nouvelles, obligeant les banques à réduire leur distribution de nouveaux crédits pour satisfaire leur ratio de solvabilité. Le « *credit crunch* » qui en a résulté aggrave évidemment les effets de la crise financière sur l'économie réelle.

Les inconvénients « procycliques » de la « *fair value* » et les difficultés qu'elle rencontre lorsque la liquidité du marché disparaît sont tels que l'on voit aujourd'hui, aux États-Unis, certaines grandes institutions financières chercher à remettre en cause ou à adapter ces principes [13].

De ces considérations découlent naturellement certaines orientations. Voici quelques-unes des pistes possibles :

- reconnaître à la politique monétaire son objectif fondamental de lutter contre l'inflation au sens large du terme (même si celle-ci se manifeste dans des bulles d'actifs) ;
- corriger les déviations et dysfonctionnements du système monétaire international qui permettent aux pays excédentaires d'empêcher, au moyen d'interventions massives, le marché d'apprécier leurs devises ;
- mieux prendre en compte la gestion de la liquidité des banques par la supervision bancaire (une banque comme Northern Rock en Grande-Bretagne était presque exclusivement dépendante du marché monétaire pour financer ses crédits immobiliers à long terme, cette excessive « transformation » ne semblant pas avoir été décelée à temps) ;
- que les banques redonnent à l'évaluation et à la gestion des risques la place primordiale qui leur revient : que les risques soient conservés ou non à leurs bilans, les crédits doivent être l'objet de la même vigilance ; à cet égard, les incitations en matière de rémunération – trop axée aujourd'hui sur les gains à court terme – devraient être mieux centrées sur la qualité des risques et la performance à long terme ;
- redonner confiance aux marchés en corrigeant les abus de la titrisation ; dans ce but, les institutions financières qui titrisent doivent expliquer clairement les risques présentés par les produits qu'elles proposent au marché, et décider publiquement d'en conserver

(ou non) une partie à leur bilan ou d'en assurer (ou non) la liquidité [14] ;
- soumettre le système bancaire parallèle à des obligations de transparence (notamment sur son endettement) ;
- que les États-Unis restructurent leur marché hypothécaire sans exacerber le « hasard moral » et soumettent, enfin, à contrôle les banques qui distribuent ces crédits [15] ;
- que les agences de notation revoient leur méthodologie et ne soient plus autorisées à noter les produits qu'elles aident à fabriquer ;
- que les systèmes comptables s'inspirent de notions plus saines et fondamentales (revenir à la distinction entre le « *trading book* » qui doit être coté à la valeur de marché et le « *banking book* » conservé jusqu'à l'échéance qui devrait être comptabilisé à la valeur d'entrée) ; permettre le transfert dans une catégorie intermédiaire couvrant des opérations s'inscrivant dans une gestion à moyen terme strictement contrôlée, comptabilisée au prix de revient avec étalement des revenus ;
- mieux prendre en compte le caractère « systémique » des crises financières dans un monde globalisé ; c'est ainsi que la crise du marché américain du « *subprime* », d'une dimension relativement limitée, s'est propagée (du fait de l'interconnexion des marchés et de la diffusion d'instruments financiers collatéralisés) à l'ensemble des places dès que la confiance des investisseurs a été atteinte ; d'où la nécessité de solutions mondiales à la crise ;
- préserver les aspects positifs de la titrisation qui devrait continuer à jouer un rôle important ; à ce sujet, il est heureux de constater que la partie la plus saine et à court terme du marché des « *asset backed commercial paper* » est en train de reprendre [16] ; il faut donc se préoccuper des problèmes posés par la titrisation de produits moins sains et plus longs, notamment dans le domaine hypothécaire (traditionnels sur les marchés anglo-saxons), et qui nécessitent des solutions en matière de liquidité telles qu'évoquées plus haut ;
- enfin, « savoir raison garder » ; la plupart des recommandations suggérées ci-dessus ne requièrent pas nécessairement davantage de réglementations mais plus de bon sens et de rigueur dans l'application des règles existantes ; nombre des améliorations nécessaires devraient être le résultat de principes et de « bonnes pratiques » à mettre au point par l'industrie elle-même.

Ce qui est encourageant, à cet égard, c'est que certaines grandes banques internationales ont su se tenir à l'écart des excès de la titrisation, ne pas s'engager dans le « *subprime* » et conserver un équilibre entre les activités de banque de détail, de marchés et de gestion d'actifs. Cela montre que le souci de la connaissance, de l'évaluation et de la gestion du risque reste le devoir premier de tout banquier et que l'euphorie n'est pas, pour tous, synonyme de démesure.

Notes

*1. L'agrégat monétaire global le plus large (*broad money*) en % du PIB nominal est passé de 100 en 1995 à 130 en 2007. En ce qui concerne le crédit au secteur privé, il a progressé de 100 à 137 pendant la même période (soit plus d'un tiers de croissance réelle), BRI, Banque des Règlements Internationaux.*

2. On a calculé (voir NBER Working Paper *n° 12560-2006) que si, pendant un an, les États émergents en excédent s'étaient abstenus d'acheter des bons du Trésor américains, les taux d'intérêt aux États-Unis auraient augmenté de cent points de base.*

3. Entre 2001 et 2003, les taux d'intérêt réels américains, corrigés des attentes inflationnistes, se sont avérés négatifs.

4. Les « subprimes *» sont caractérisés par le fait qu'ils présentent une forte probabilité de ne pouvoir rembourser leurs emprunts notamment en cas de retournement du marché immobilier (marché qui fut exubérant jusqu'en 2005-2006 et dont on savait qu'il était condamné à se retourner).*

5. Les « credit default swaps *» (CDS) ont également joué un rôle majeur dans l'expansion des marchés financiers et dans le développement des instruments de transfert et de couverture des risques de crédit (en termes réels, les quarante trillions de dollars de CDS au 1er semestre 2007 représentaient 1,2 fois le PIB des pays de l'OCDE, Organisation de coopération et de développement économiques, c'est-à-dire quatre fois le ratio du 1er semestre 2004).*

6. Voir : « Défis de la politique monétaire dans un monde globalisé », Jacques de Larosière, The Banker, *printemps 2007.*

7. Voir Claudio Borio : « The financial turmoil of 2007 : preliminary assessment and some policy considerations *», BRI, mars, 2008. Cet article se réfère aux travaux de Benjamin, JT. Mukherjee, A. Seru et V. Vig (2008) : «* Did securitization lead to lax screening ? Evidence from subprime loans 2001-2006 *».*

8. Les CDO, notamment à base de crédits « subprimes *», acquis à crédit par un certain nombre de fonds, ont souvent servi de « capital » à ces fonds, ce qui leur a permis d'étendre leurs opérations.*

9. Citibank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS ont recouru dernièrement, à hauteur de quelque cinquante milliards de dollars, à des « fonds souverains » de pays émergents pour renforcer leur capital.

10. Claudio Borio, op. cit.

11. Dans cette expression, il faut compter non seulement les « hedge funds *», « conduits » et « véhicules » divers, mais également les investisseurs de toutes natures (dont certaines sociétés d'assurances) qui échappent naturellement au contrôle bancaire.*

12. Les véhicules bancaires hors bilan (financés à moins d'un an) étaient exemptés du ratio de solvabilité lorsqu'ils ne faisaient pas l'objet d'une ligne de crédit consentie par la banque ayant institué le véhicule. Mais nombre de banques ont dû, en fait, soutenir ces structures qui engageaient leur réputation.

13. Voir Financial Times *du 14 mars 2008 : «* AIG urges rethink of *"fair value"* accounting *».*

14. On pourrait aussi songer à transférer la négociation de certains produits structurés, après standardisation, aux bourses et organismes de compensation réglementés.

15. En France « l'obligation de conseil » qui s'impose légalement aux banques n'aurait pas permis les abus constatés aux États-Unis en ce domaine.

16. Ainsi, le volume du marché des « asset backed commercial paper *» en France a doublé depuis un an passant de vingt à quarante milliards d'euros environ, du fait de la qualité intrinsèque des instruments en question et de leur éligibilité comme « collatéral » aux opérations de la Banque centrale européenne (BCE).*

La gestion de crise en Europe

Gérard de La Martinière

Président de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA)

Président du Comité européen des assurances (CEA)

Au lendemain d'une année 2007 marquée par l'affaire des « subprimes » et en ce début 2008 secoué par la nervosité des bourses, l'industrie financière donne plus que jamais l'impression de cheminer de crise en crise. Pour un observateur un peu chevronné, qui a connu son baptême du feu en octobre 1987, l'histoire semble bégayer même si la fréquence et l'intensité de ces accidents de parcours s'inscrivent à la hausse. Il n'est guère besoin de recourir à de savantes études pour attribuer à l'extension continue du champ d'activité des marchés (la « marchéisation ») et à l'interconnexion des plates-formes de négociation opérant dans l'ensemble des fuseaux horaires (la « globalisation ») les principales causes de l'instabilité structurelle des marchés financiers. On doit également admettre que le marché est devenu le lieu unique sur lequel viennent se déverser toutes les tensions résultant des grands déséquilibres mondiaux de change, de finances publiques, de transferts intergénérationnels et même d'affrontements géopolitiques. Ainsi, le marché financier mondial est-il devenu la principale caisse de résonance, surréactive et hypermédiatique, de tout ce qui cloche dans la vie quotidienne de la planète.

À cette échelle, force est de considérer qu'il est vraisemblablement hors de notre portée d'écarter, ou même de prévoir, la survenance des crises financières. On ne s'étonnera donc pas que l'assureur les perçoive comme ces catastrophes naturelles (inondations, cyclones, séismes…) auxquelles son métier est périodiquement confronté. Mais la même analogie conduit aussitôt à considérer qu'il faudrait s'organiser pour pouvoir gérer les crises financières, comme on le fait pour les catastrophes naturelles, depuis la recherche des causes et des faits générateurs jusqu'à la réparation des dégâts, en passant par la prévention des dommages les plus lourds et l'absorption instantanée des chocs à travers la communication d'urgence.

Pour gérer les crises financières, il faut d'abord apprendre à les connaître ; comme dans le domaine de la médecine, c'est l'autopsie qui permet la compréhension des mécanismes de propagation et, par là même, le progrès dans l'administration des remèdes. Il faut aussi apprendre à ranger en catégories les divers types de difficultés qui présentent des caractéristiques très différentes et justifiant dès lors de traitements également différenciés.

Dans le champ de l'assurance, la gestion de crise ne paraît pas éloignée du degré zéro de la connaissance scientifique ; ainsi, le projet de doter le marché unique européen d'un nouveau régime prudentiel, adapté aux réalités du marché d'aujourd'hui, devrait fournir l'occasion d'un investissement approfondi dans ce domaine de recherche.

S'agissant des exercices nécessaires d'autopsie des

crises financières, on me permettra d'évoquer brièvement de vieux souvenirs. À la suite de la crise d'octobre 1987, qui avait fortement secoué les marchés de taux d'intérêt, le ministre français des Finances avait pris l'initiative de constituer une commission d'études, confiée à Daniel Deguen, pour procéder à l'analyse de la succession des évènements et proposer des chantiers d'amélioration. La commission incluait diverses catégories d'acteurs : régulateurs et superviseurs, organisateurs de marchés, opérateurs financiers, investisseurs, etc. Elle a pu rencontrer les personnes en charge des mêmes investigations dans les pays voisins et s'est rendue à Chicago, alors « la Mecque » des marchés à terme, pour remonter à la source des problèmes. Le rapport remis au ministre avait été rendu public : en ce qui me concerne, j'ai rédigé au nom du Marché à terme international de France (Matif) – qui s'était trouvé au cœur de la tourmente – un compte-rendu de gestion de crise largement diffusé sur la place.

Ce n'était qu'une initiative un peu improvisée et modeste dans son développement mais qui présentait une très grande utilité. Je n'ai pas le souvenir que l'expérience ait été renouvelée dans notre pays. Pour évoquer une situation beaucoup plus récente – présente dans l'actualité brûlante au moment où je rédige ces lignes –, le rapport Lagarde remis récemment au premier ministre sur l'affaire des pertes de la Société générale ne répond pas du tout aux critères attendus d'une étude bénéficiant d'un minimum de recul, d'une participation multidisciplinaire, d'une confrontation internationale…

L'Union européenne (UE), qui édicte désormais l'essentiel de la régulation financière, devrait aujourd'hui être le lieu privilégié de ce type d'analyse *post mortem*. Dans la foulée de la très sévère tourmente qu'avait traversée le secteur de l'assurance au début des années 2000, au nom du Comité européen des assurances, j'ai vainement pressé les équipes de la commission, les présidents successifs du Comité des services financiers, le Comité des superviseurs d'assurances, d'entreprendre une analyse approfondie de ce qui avait certainement été la crise la plus grave affectant notre secteur d'activité depuis des décennies. Beaucoup d'acteurs de tous bords étaient aisément mobilisables en 2003-2004 pour raconter leur expérience de ce genre d'épreuve et apporter le fruit de leurs réflexions sur les causes comme sur les remèdes. Il est possible, et même probable, que certaines études aient été effectuées du côté des contrôleurs d'assurances ; cependant, personne n'en a eu connaissance et l'absence de confrontation avec l'expérience de marché ne pouvait produire des résultats tout à fait significatifs.

Pour revenir à l'actualité de la crise des « *subprimes* », il apparaît que des études ont été diligentées dans le cadre du CEIOPS – le Comité européen des contrôleurs d'assurances établi à la suite de la réforme Lamfalussy. L'une de ces études vient d'être présentée à Francfort devant le Comité consultatif que j'ai l'honneur de présider : elle traite de l'exposition possible des assureurs et du risque de contagion. Mais ce type d'analyse faite « à chaud » et « en chambre » paraît se heurter à des limites étroites : soit elle reste largement théorique en se contentant d'exposer les mécanismes éventuels de propagation de la crise, soit elle entre dans une zone de confidentialité liée à la situation de telle ou telle entreprise, qui empêche toute utilisation externe. En toute hypothèse, elle souffrira de l'absence d'implication directe des acteurs du marché.

Pour pouvoir réaliser un travail sérieux d'analyse des crises financières, il faut aussi parvenir à éviter l'écueil de l'exploitation politique. Ainsi, les débats passionnés du Parlement européen sur les suites de l'affaire Equitable Life ne me semblent avoir fait réellement progresser ni les dispositifs pratiques de protection des assurés, ni même les travaux de rénovation de la régulation prudentielle de l'assurance.

L'autopsie des crises financières devrait, à mon sens, être diligentée – de manière systématique – selon un processus ordonné qui répondrait à certaines exigences. Ainsi, elle s'articulerait :
- au niveau européen de préférence, sauf dans le cas peu fréquent où la crise serait restée circonscrite à un territoire déterminé ;

- avec une organisation du travail dédiée et publicisée pour recueillir toute espèce de contribution ;
- sous l'impulsion des autorités publiques dont relèvent la régulation et la supervision des activités concernées ;
- après un certain délai pour lever les difficultés relatives à l'exploitation des informations sensibles de marché ;
- en mobilisant des capacités de recherche académique pour rassembler le maximum d'informations et de témoignages ;
- en associant largement les acteurs de marché qui ont autant sinon plus intérêt à ce que les leçons de l'expérience soient complètement tirées ;
- en donnant une large publicité et probablement un écho politique aux résultats des études entreprises.

L'autre question de méthode porte sur la catégorisation : la notion de crise financière recouvre des réalités qui peuvent être très différentes selon les champs d'activité impactés, l'effet sur la situation des entreprises et leurs conditions d'exploitation, les conséquences sur les services rendus à l'économie et à la société.

S'il est dans la nature des crises financières de se propager par une multiplicité de canaux et d'effets de contagion, cela ne doit pas nous dispenser d'analyser de manière spécifique chacun des domaines affectés car des conclusions trop générales pourraient s'avérer totalement contre-productives pour tel ou tel secteur. La crise des « *subprimes* » fournit une bonne illustration de la nécessité de catégoriser. Elle part d'un phénomène somme toute classique de crise de crédit circonscrite à un secteur dans un pays, celui de l'immobilier d'habitation aux États-Unis. Puis elle se prolonge dans une situation tout à fait inédite de crise de la liquidité bancaire, qui sévit principalement en Europe, du fait d'un retournement brutal du marché de la titrisation de créances. À la fin, elle débouche sur une crise boursière assez banale, nourrie de la défiance des investisseurs envers la solidité des résultats de l'industrie financière, conjuguée à la perspective redoutée d'une récession américaine.

Là encore, je me permets de glisser un souvenir personnel : celui d'une grande réunion d'une commission de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), tenue au Palais de la Muette deux ou trois mois après l'attaque du 11 septembre 2001 sur New York. L'attention de la plupart des participants – régulateurs, banquiers centraux, bourses et chambres de compensation, dépositaires et *brokers*… – s'est concentrée sur les difficultés techniques rencontrées par les plates-formes de négociation pour absorber le choc, et notamment sur le fait que le marché des *bonds* à Londres avait été interrompu pendant quelque trois quarts d'heure – cela prenait dans l'esprit des intervenants des allures d'apocalypse. De ce fait, le désastre subi par les réassureurs dans l'effondrement des *twin towers* est passé à peu près complètement inaperçu !

Les chocs boursiers se traduisent d'abord par des afflux d'ordres qui mettent à l'épreuve les systèmes de négociation et de compensation. Dans la foulée, peuvent se poser des questions de vulnérabilité de certains opérateurs soumis à de brutales variations de valeurs qui se répercutent en appels de marge et en prêts/emprunts de titres. C'est bien plus tard que les variations de valeurs d'actifs, éventuellement atténuées ou amplifiées par les évolutions ultérieures des indices, vont impacter la situation des investisseurs, notamment celle des assureurs.

Sur les marchés de gré à gré, la principale question est celle de la confiance que peuvent s'accorder d'emblée les participants pour transiger entre eux, sans nourrir d'inquiétude sur la bonne fin de leurs opérations. Ce que l'on observe depuis quelques mois sur les marchés de la titrisation illustre la fragilité de cette convention. L'expérience que nous venons de faire devrait, semble-t-il, militer dans le sens d'une généralisation du recours aux mécanismes de compensation multilatérale, bien connus des marchés à terme et seuls à même de prévenir de telles crises de confiance.

La même expérience remet en évidence la vulnérabilité des banques au risque de liquidité.

Phénomène bien connu des débuts historiques de l'activité bancaire, mais qui avait fini par disparaître des préoccupations publiques jusqu'au jour où la télévision nous a montré nos voisins britanniques se précipiter pour prendre d'assaut les guichets de la Northern Rock. Le paradoxe de la crise de liquidité bancaire, à laquelle nous assistons, c'est qu'elle intervient dans un contexte mondial d'abondance de liquidités, alimentée par des politiques monétaires généralement très accommodantes. Cette crise est le prix très lourd que doivent payer des institutions financières, structurellement soumises à ce risque, pour avoir imprudemment multiplié les engagements de liquidité (explicites ou implicites) dans le cadre d'une régulation bancaire qui semble avoir oublié jusqu'à l'existence de ce risque.

Est-il besoin de souligner que les entreprises d'assurances ne sont absolument pas exposées au risque de liquidité, fonctionnant généralement avec des *cash flows* largement positifs, positionnées sur des engagements de moyenne ou de longue durée, appuyées sur des actifs préférentiellement négociés sur les grands marchés organisés les plus liquides ? Comme le souligne Denis Kessler, chacun sait ce qu'est une banqueroute… mais on n'a jamais entendu parler d'« assuroute ». Les assureurs sont en fait exposés à d'autres catégories de risques qui vont des catastrophes, pandémies, et autres risques de développement, aux risques financiers dont le principal est le risque de taux du fait du très fort développement de l'assurance vie.

La gestion du risque d'assurance ne peut pas s'appuyer, comme c'est le cas pour la banque et pour les marchés financiers, sur une abondance d'études économétriques déployées sur de longues périodes. Les assureurs ne disposent ni des services statistiques gratuits des banques centrales qui scrutent la distribution du crédit, ni des coûteux bureaux d'analyse financière des banques d'investissement grassement rémunérés sur leurs activités d'origination et de fusion/acquisition. Jusqu'à une période très récente, la recherche universitaire ne s'est guère mobilisée sur l'économie assurantielle, à la notable exception de Toulouse, relayée aujourd'hui par la création de la Fondation du risque. En fait, l'essentiel de la connaissance du risque d'assurance vient de l'intérieur des entreprises, notamment des groupes de réassurance qui collectent une information de dimension mondiale.

Ce sont les entreprises d'assurances et leurs actuaires qui ont construit les statistiques de marché et progressivement tarifé le coût du risque pour fixer le prix de leurs couvertures. Ce sont elles aussi qui, avec l'aide d'une nouvelle génération d'ingénieurs financiers et le concours de consultants extérieurs, ont bâti les modèles de génération de *scenarii* déterministes ou stochastiques qui servent aujourd'hui de support au développement ordonné de toutes leurs activités d'assurance.

Le projet Solvabilité II, qui vise à doter l'UE d'une régulation prudentielle moderne de l'assurance, sera bientôt le fruit le plus achevé de l'ensemble de ces investissements ; il consiste pour l'essentiel à asseoir l'exigence de capital réglementaire sur l'analyse économique du risque et à aligner la supervision externe sur le contrôle interne des risques mis en place par l'entreprise.

À travers l'appréhension directe des groupes d'assurances, l'adoption des modèles internes d'évaluation du risque, la désignation par défaut d'une formule standard d'exigence en capital construite sur la même approche, la reconnaissance intégrale des effets réducteurs de risque de la diversification, l'intégration de tous les facteurs d'absorption, de même que des éléments de corrélation du risque, l'évaluation de la totalité du bilan permettant l'élimination des couches intermédiaires de précaution, la distinction faite entre un seuil de capital minimal et un ratio-cible pour déterminer une échelle d'intervention du superviseur, l'harmonisation des modalités d'exercice du contrôle prudentiel et la nouvelle exigence de transparence de la communication publique, Solvabilité II va équiper l'industrie européenne de l'assurance du meilleur outil de régulation prudentielle, en parfaite cohérence avec l'Agenda de Lisbonne, fondé sur l'économie de la connaissance.

Reste à travailler l'aspect « gestion de crise » encore largement absent des débats. Lorsque nous avons lancé au CEA – c'était au milieu des années 1990 - les premiers travaux de révision du dispositif européen de solvabilité, nous nous sommes naturellement préoccupés d'établir une typologie des accidents à prévenir dans notre secteur d'activité. Les informations disponibles étaient plutôt maigres ; on recensait très peu de défaillances en Europe continentale, mais certaines situations exposées avaient pu être traitées dans la discrétion par des opérations de reprise pilotée. Les grands exemples de difficultés graves dans l'assurance étaient plutôt à rechercher du côté des États-Unis et du Japon.

Avec les moyens du bord, nous étions néanmoins parvenus à dresser un inventaire détaillé des situations de défaillance qui avaient défrayé la chronique de l'après-guerre et nous en avions déduit deux constatations principales :

- les crises individuelles étaient généralement dues à des erreurs assez criantes de management s'appliquant à la tarification des produits, au niveau des garanties offertes ou à l'allocation stratégique des actifs ;

- les crises collectives n'étaient presque jamais dues à des évènements naturels imprévisibles ; elles résultaient le plus souvent des chocs financiers et principalement des mouvements de taux d'intérêt.

En communiquant le fruit de ces réflexions à l'unité Assurance des services de la commission, j'avais insisté auprès de David Deacon pour que les contrôleurs européens, qui devaient disposer d'informations beaucoup plus complètes que les nôtres sur ces situations à problème, complètent cette analyse en préambule du vaste chantier en instance d'être lancé. Cela a, semble-t-il, été fait dans le cadre du Comité des assurances de l'époque ; cependant, personne n'en a jamais eu connaissance en dehors de ce cénacle. Je dois relever à ce propos que la mise en œuvre du projet Solvabilité II dans le cadre du programme dit de « *better regulation* » et de la procédure Lamfalussy a considérablement amélioré la situation en termes de transparence de l'action publique et de dialogue avec l'industrie.

Comme il appartient à celle-ci d'apporter sa contribution à la réflexion, je propose d'explorer la problématique de gestion de crise par référence à trois *scenarii* clairement différenciés :

- la défaillance d'un opérateur isolé de dimension moyenne ;
- la mise en difficulté d'un des acteurs majeurs de l'assurance européenne ;
- la menace d'une crise globale de marché.

Pour assurer le traitement d'un cas isolé de défaillance, le dispositif de surveillance locale est assurément le plus adapté : l'alerte sera plus précoce, le diagnostic plus rapide et le règlement mieux approprié aux circonstances comme à l'environnement. C'est la raison pour laquelle – au-delà de l'application du principe de subsidiarité cher aux institutions européennes – l'adaptation indispensable du dispositif européen de supervision de l'assurance devra absolument conserver des structures de contrôle de plein exercice dans chaque pays de l'Union, du moins tant que les marchés d'assurance resteront principalement locaux, ce qui est encore le cas aujourd'hui. De toute façon, on ne peut pas suivre efficacement l'activité de plus de cinq mille sociétés d'assurances enregistrées dans l'UE depuis une unique tour de bureaux, qu'elle soit localisée à Francfort ou à Bruxelles.

L'introduction de Solvabilité II va apporter une amélioration substantielle à la prévention des défaillances individuelles en mettant en évidence de façon beaucoup mieux anticipée l'évolution des risques sous-jacents. L'évaluation de toutes les composantes du bilan, une discipline plus rigoureuse de mesure des engagements dans la détermination des provisions techniques, une référence plus systématique aux données objectives de marché, la mobilisation continue des informations tirées du système de contrôle interne de l'entreprise pour actualiser son profil de risque et le traduire en besoin de capitaux prudentiels, toutes ces novations techniques ont pour objet de dégager une visibilité partagée sur le risque de défaut.

Je dis visibilité « partagée » car je considère que l'apport-clé du futur régime européen de solvabilité sera d'instaurer une vision réconciliée du contrôleur et du contrôlé sur la situation et les perspectives de chaque entreprise d'assurances. En privilégiant

l'approche économique du risque, et en alignant l'intervention du superviseur sur le langage, les repères, et les outils de gestion du management, la nouvelle donne débouchera sur une obligation de dialogue continu en transparence, tandis que le principe d'une intervention graduelle du contrôleur entre les deux niveaux du seuil minimal et du capital-cible favorisera une gestion anticipée des difficultés. Elle impliquera à l'évidence une révolution de comportement pour les deux parties concernées en les obligeant à renoncer au jeu de cache-cache entre gendarmes et voleurs dans lequel elles avaient parfois la tentation de se complaire. Mais elles s'en trouveront beaucoup mieux armées pour gérer les situations de crise. Un management qui n'aurait pas joué franc-jeu, en tentant de cacher une partie de sa copie, se trouvera automatiquement disqualifié et il n'y aura aucune hésitation à le mettre à l'écart pour permettre au contrôleur de saisir la situation avant toute dégradation irréversible. Au contraire, lorsque les règles du jeu de l'ouverture et du dialogue auront été respectées, le contrôleur trouvera dans la direction de l'entreprise un allié naturel capable de l'assister dans l'établissement du diagnostic et des remèdes, comme dans la mise en œuvre rapide du plan de redressement ou des mesures de liquidation, sans que l'incompréhension et la méfiance ne viennent perturber la gestion toujours délicate d'une situation tendue.

L'éventuelle mise en difficulté de l'un des grands acteurs du marché européen appelle une toute autre approche. Dans une structure de groupe, la situation de chaque composante ne peut être analysée, et encore moins gérée, indépendamment du reste du groupe. La proposition, présentée par la commission, de faire remonter le contrôle prudentiel du niveau des filiales vers celui des têtes de groupe est l'un des enjeux majeurs du débat qui se noue aujourd'hui au Conseil des ministres et au Parlement européen.

L'appréhension complète des groupes consolidés par la nouvelle régulation de solvabilité est incontournable : c'est le dispositif de contrôle public qui doit s'adapter à la réalité du marché, et non l'inverse. C'est aussi la clé de l'intégration effective du marché européen de l'assurance, indispensable selon le Livre blanc, pour nourrir la compétitivité européenne voulue par l'Agenda de Lisbonne. Prenant acte de l'échec de la libre prestation de services et de la liberté d'établissement pour faire progresser cette intégration, les autorités européennes n'ont pas d'autre choix que de parier sur le dynamisme des acteurs nationaux pour développer une offre de couverture multinationale par la constitution de groupes de sociétés, qu'ils soient mutualistes ou capitalistes.

Le système dit du « *lead supervisor* » proposé par la directive soulève de fortes résistances de la part de bon nombre des États membres qui craignent de se trouver dépossédés d'une part de leurs responsabilités. Notons tout d'abord que l'exception de groupe ne porterait que sur le seul contrôle de solvabilité, laissant chez les superviseurs locaux tous les autres champs de contrôle : marché, produits, concurrence, relations avec les assurés, etc. Notons aussi qu'elle n'a pas pour effet en soi de diminuer le niveau de protection des assurés du pays de la filiale, ni d'exposer les contribuables de ce pays à la couverture d'une éventuelle défaillance, puisqu'il s'agit simplement d'une modalité nouvelle d'exercice du même contrôle de solvabilité.

Beaucoup de travail reste sans doute à faire pour expliquer comment devrait fonctionner le nouveau dispositif, notamment sur la pierre de touche que constituera la gestion de crise. Prenons l'exemple d'une difficulté qui apparaît dans un pays où opère la filiale d'un groupe paneuropéen, dont la *holding* de tête est située dans un autre pays de l'Union. Le contrôleur local, qui suit l'évolution de la solvabilité de cette filiale, voit son ratio de couverture tomber en dessous du minimum réglementaire ; il enjoint au management local de demander à sa maison-mère une rallonge immédiate de fonds propres et alerte le « *lead supervisor* » sur cette situation en lui demandant d'intervenir de son côté auprès du groupe considéré. On peut raisonnablement supposer que ce message ne constituera pas une surprise dans le cadre d'un suivi continu opéré en parallèle et en communication constante entre les deux équipes de contrôle. Le « *lead supervisor* », exerçant le mandat européen qui lui est dévolu par sa position de contrôleur du siège

du groupe, sera alors conduit à mettre en demeure les responsables du groupe de renflouer sa filiale, en exécution de l'engagement souscrit précédemment par le conseil de la *holding* au titre du « groupe support ». Dans le cas où l'exigence formulée reste compatible avec les capacités financières du groupe, l'incident local sera rapidement et facilement réglé.

Si on était dans le cas contraire, cela voudrait dire que la situation financière consolidée du groupe était déjà sous tension, que d'autres difficultés locales étaient sans doute en train d'émerger et que le « *lead supervisor* » était déjà sur le pont pour examiner avec le management du groupe comment organiser l'absorption des chocs et reconstituer la flexibilité financière de l'ensemble. En toute hypothèse, il apparaît bien préférable que la situation soit saisie par le contrôleur du groupe, qui sera responsable vis-à-vis de ses collègues de la définition et de la mise en œuvre des mesures de redressement, plutôt que de courir le risque d'un effet domino résultant d'initiatives désordonnées ou de la surréaction des contrôleurs locaux. La discipline de comportement du collectif de contrôle sera d'autant plus facile à obtenir qu'elle s'appuiera sur la confiance précédemment suscitée par un engagement clair du chef de file et une habitude d'échange d'informations et de travail en commun dans le cours ordinaire des choses.

Il faut également veiller à clarifier le traitement des conséquences d'une défaillance : il appartiendra en effet au « *lead supervisor* » de piloter la liquidation ou la restructuration du groupe, en mobilisant l'ensemble des ressources pour que l'indemnisation de tous les assurés soit équitablement réalisée, quel que soit leur pays de résidence. C'est déjà la règle qui prévaut dans le cas de succursales implantées dans un autre état de l'Union ; il ne s'agit que de la généraliser à l'ensemble des filiales. On notera au passage que la généralisation des fonds de garantie qui existent dans plusieurs pays européens faciliterait grandement la mise en œuvre d'un dispositif approprié de supervision des groupes, en atténuant les réticences compréhensibles vis-à-vis du transfert de compétence qu'il implique.

Reste le cas des crises de marché, le plus souvent liées à des crises financières (taux, bourse), qui frappent l'ensemble des acteurs de façon relativement homogène et sont par nature de dimension européenne du fait de l'interconnexion des marchés. Ce type d'évènement appelle généralement l'intervention des pouvoirs publics au-delà du cercle des superviseurs spécialisés. L'exemple des ventes forcées d'actions par les assureurs britanniques à l'automne 2001 illustre la nécessité d'une gestion de crise qui dépasse les limites de compétence de telle ou telle autorité dédiée à une mission particulière pour emprunter une démarche plus systémique.

Le problème pour l'Europe, c'est qu'elle ne dispose pas d'une véritable capacité d'action gouvernementale susceptible de se déployer dans l'instant. Je me souviens que, au retour d'une assemblée générale du CEA tenue à Lisbonne en juin 2002, j'avais été chargé d'une démarche à Bruxelles pour expliquer que les acteurs de marché avaient les moyens de surmonter la crise pour peu qu'on leur en donne le temps et qu'on les aide un peu à naviguer dans la tempête. Mes interlocuteurs ont levé les bras au ciel en m'expliquant : « Mais Gérard, tu dois comprendre que nous, nous sommes constitués pour fabriquer de la législation européenne ; tout ce que tu nous dis est très intéressant… on peut l'utiliser dans un texte qu'on va essayer de mettre en chantier et qui pourra venir en application au mieux dans cinq à sept ans ! »

Cependant, à force d'insister et parce qu'ils voulaient me faire plaisir, ils m'avaient finalement proposé d'intervenir au cours d'une conférence de contrôle convoquée par le commissaire. En comptant les représentants des ministres des Finances, des banques centrales, des contrôleurs de banques, d'assurances et de marchés, il devait y avoir au moins deux cent cinquante personnes dans la salle. Anton von Rossum, à l'époque CEO (*chief executive officer*) de Fortis, devait intervenir pour la Banque et moi pour l'Assurance… Or, au beau milieu de la séance, message affolé de nos collaborateurs respectifs nous signalant que les titres Axa et Fortis étaient très sévèrement attaqués en bourse, sur la rumeur d'une convocation de leurs dirigeants à Bruxelles pour

s'expliquer sur des fraudes comptables. Démonstration consternante de l'impossibilité de confier la gestion de crise à un aréopage européen classique !

Il a donc fallu se rabattre sur l'échelon des États membres pour gérer la crise de 2001-2003, avec plus ou moins de bonheur, une grande disparité de solutions et une sous-optimisation évidente. Dans ce genre de situation, gérer la crise implique d'évaluer la capacité du plus grand nombre des acteurs à la surmonter, de relâcher temporairement les exigences prudentielles de confort pour donner le temps nécessaire aux mesures d'absorption des chocs et d'ajustement des politiques, de traquer pour en suspendre l'application les dispositifs réglementaires à effet procyclique et de piloter avec le concours de l'ensemble du marché la résolution des situations les plus compromises. On conçoit que cet ensemble de tâches délicates et complexes nécessite la mise en place d'une organisation *ad hoc* sous l'autorité du ministre chargé des Finances, dont l'intervention est d'autant plus nécessaire que les crises sectorielles ont tendance à contaminer les autres secteurs.

La gestion de crise d'assurances dans un marché européen plus intégré ne pourra pas échapper à ces contraintes. Elle devrait être anticipée dans le programme de travail de l'Écofin (Conseil pour les affaires économiques et financières) et une organisation *ad hoc* semblable à celle du FSC (*Financial Services Committee*) pourrait utilement jouer le rôle de pilote et d'instance d'appel pour la mise en œuvre du futur dispositif européen de la supervision prudentielle du secteur.

De la crise financière à la récession : une lecture « à la Bernanke »

Jean-Paul Pollin

Professeur, université d'Orléans

En s'appuyant sur une contribution de Bernanke, réinterprétant la crise de 1929, on cherche à détailler les mécanismes par lesquels les crises financières se transmettent à l'économie réelle. Pour l'essentiel, cette propagation passe par une augmentation du coût d'intermédiation qui affecte l'efficience de l'allocation du capital. On montre que cette analyse reste la plus pertinente pour étudier et prévoir les conséquences de la crise actuelle, même si les formes qu'elle prend et le contexte macroéconomique dans lequel elle se déroule diffèrent. On cherche, enfin, à dégager de ce constat quelques enseignements de politique économique susceptibles de faciliter la sortie de crise.

Au début des années quatre-vingts (en juin 1983 précisément), Ben Bernanke a proposé, dans une contribution marquante, une réinterprétation des causes financières de la crise de 1929 [1]. Plus exactement, son objectif n'était pas d'expliquer le déclenchement de la Grande Dépression, mais plutôt la façon dont elle avait dégénéré aux États-Unis à partir du milieu de l'année 1931, suite à une tentative de rebond rapidement avortée.

Après s'être fait connaître par son travail sur la plus grande crise financière du capitalisme, le patron de la Fed (la Réserve fédérale américaine) se trouve aujourd'hui confronté à une situation qui s'apparente, par divers aspects, à celle de 1929. C'est là une curieuse ironie de l'Histoire. Mais, au-delà de la curiosité, on peut se dire que les réflexions de jeunesse de Ben Bernanke doivent probablement inspirer la façon dont il lit les événements actuels et les solutions qu'il imagine pour y faire face. D'autant que son explication de la propagation de la crise financière à l'économie réelle reposait sur des raisonnements que les progrès de la théorie ont largement confortés depuis. Bien sûr, le contexte institutionnel est bien différent ; les institutions, les techniques, le cadre réglementaire ont beaucoup changé. Mais les mécanismes sont, au fond, restés les mêmes.

Pour ces raisons, il nous semble intéressant d'évoquer le possible impact de la crise financière actuelle sur les économies développées, à la lumière de la thèse de Bernanke. Nous allons en rappeler les idées essentielles, voir dans quelle mesure elles se transposent au présent contexte et chercher à en tirer quelques enseignements pour la politique économique.

Ce que nous a appris une relecture de la « Grande Crise »

En résumant beaucoup, l'argumentation de Bernanke consistait à dire que, par-delà les facteurs monétaires (sur lesquels avaient insisté M. Friedman et A. Schwartz, 1963), c'est la forte et durable augmentation du coût d'intermédiation qui expliquait l'ampleur et la

persistance de la dépression économique des années trente [2]. C'est-à-dire que la crise financière s'est traduite par un accroissement des *spreads* de taux – des écarts entre le coût des crédits et le taux sans risque – et par des phénomènes de rationnement du crédit. Ce sont ces dysfonctionnements qui ont pesé sur la demande et fait basculer l'économie dans la récession.

Or, à l'origine de ce durcissement des conditions de crédit et de cette contraction des volumes de financement se trouvaient, selon Bernanke, deux effets conjugués.

Premièrement, la chute des marchés financiers aurait fait naître des craintes, pour partie exagérées, sur la stabilité du système bancaire. Cela a engendré d'importants retraits de dépôts et, en définitive, un mouvement de panique qui a entraîné la faillite d'un grand nombre de petits établissements de crédit [3]. Pour une bonne part, ces établissements étaient solvables mais incapables de liquider rapidement, et sans coût excessif, leurs actifs pour faire face aux exigences des déposants. Et pour se protéger, les banques survivantes ont arbitré en faveur d'actifs plus sûrs et plus liquides, délaissant leurs crédits plus classiques. Tout cela a mécaniquement provoqué une réduction et un renchérissement des crédits bancaires, partiellement compensés par le recours à d'autres formes de financement et, notamment, aux crédits interentreprises. Mais cette mise en retrait des institutions financières a généré une augmentation du coût de l'intermédiation parce qu'elle impliquait une sorte de dissipation du stock d'informations accumulées par les banques sur leur clientèle. De fait, lorsqu'une banque fait faillite ou se trouve obligée de rompre une relation de clientèle, tout se passe comme si les informations dont elle disposait se trouvaient détruites. Cette perte de valeur augmente le coût des financements et réduit l'efficience du processus d'allocation du capital. Cet effet touche particulièrement les emprunteurs qui sont les plus dépendants des financements bancaires, ce qui est notamment le cas des petites et moyennes entreprises (PME). C'est bien pourquoi la gravité d'une crise financière est à la mesure de son impact sur le système bancaire. En général, les fluctuations des marchés financiers ne laissent guère de traces à moyen terme sur le niveau d'activité. Il en est tout différemment lorsque les banques sont atteintes, c'est-à-dire le système de paiement, mais aussi et surtout le système de crédit.

Deuxièmement, la rupture des relations de crédit n'était pas toutefois seulement due aux difficultés rencontrées par les institutions financières. L'autre composante majeure de la propagation à l'économie réelle de la crise en 1929 tenait, toujours selon Bernanke, à la dégradation de la situation des agents non financiers. La baisse des prix et des revenus (qui n'était pas uniquement la conséquence de la crise financière) a provoqué une augmentation de la charge de la dette, entraînant une désolvabilisation des emprunteurs ainsi que des prêteurs [4]. Ce qui a constitué une autre source d'augmentation du coût d'intermédiation parce que la croissance du taux de défaut accroît naturellement la prime de risque de crédit, mais aussi parce que le poids et le coût des asymétries d'information augmentent en situation de basse conjoncture. Dans ce cas, il devient plus difficile d'apprécier la qualité des emprunteurs et la valeur des garanties qu'ils apportent (des actifs réels et financiers dont ils disposent) se déprécie. Et cette incertitude sur les contreparties limite – voire exclut – la conclusion de contrats de crédit. En un sens, ce qui caractérise le mieux une crise financière, c'est précisément le développement des asymétries d'information qui rompt la possibilité d'échange entre offreurs et demandeurs de capitaux (une manifestation du fameux « *lemons problem* » d'Akerlof, 1970). Dès lors, ce n'est pas tant l'effet de richesse (c'est-à-dire l'impact de la baisse des prix d'actifs sur la consommation) qui importe dans la transmission de la crise financière à l'économie réelle ; cet argument souvent évoqué est assez mal vérifié empiriquement. C'est plutôt que le circuit de transformation de l'épargne en investissement est interrompu, ce qui induit une contraction de l'activité économique. La valeur des actifs agit, principalement, par son incidence sur la capacité d'intermédiation bancaire et sur la capacité d'endettement des agents non financiers.

Dans la partie économétrique de sa contribution, Bernanke montrait que des variables représentatives

de la crise financière (la contraction des dépôts due aux faillites bancaires, les dettes des entreprises en difficulté, les *spreads* de crédit…) entraient significativement dans l'explication des variations de l'activité économique au cours des années trente. Il pensait ainsi proposer une interprétation originale, non pas du déclenchement de la crise économique, mais de son aggravation et de sa persistance, en mettant l'accent sur la fragilité des relations de crédit, les discontinuités induites par les faillites, la liquidité instable des actifs et des positions individuelles… Ce faisant, il soulignait l'insuffisance des explications monétaristes et keynésiennes traditionnelles. Il reste que si l'objectif de Bernanke était d'établir une causalité entre la crise financière et la dépression de l'« économie réelle », les arguments invoqués impliquent, en réalité, une interdépendance entre les deux termes : la crise financière entraîne une augmentation du coût du crédit qui déprime l'activité économique, ce qui déprécie la valeur des actifs et désolvabilise des agents non financiers, ce qui accroît à nouveau le coût d'intermédiation et ainsi de suite. Dans des travaux ultérieurs, Bernanke a utilisé l'expression d'« accélérateur financier » pour traduire cette amplification réciproque des déséquilibres réels et financiers, par le canal du coût d'intermédiation [5]. Dans un monde d'information asymétrique et de contrats incomplets, les positions des prêteurs et des emprunteurs sont interdépendantes, donc instables. Ce qui fait que les crises financières s'aggravent, se propagent et se prolongent, tient précisément à cette interdépendance.

Du passé au présent, quelles différences ?

Répétons que, vingt-cinq ans après la contribution de Bernanke, notre compréhension des crises financières et de leurs répercussions n'a guère évolué. Les approfondissements intervenus dans les théories de l'intermédiation ou des contrats financiers l'ont plutôt confortée en l'enrichissant [6]. Les arguments analytiques forgés à propos de la crise de 1929 – et que l'on vient de résumer à grands traits – sont donc fondamentalement restés les mêmes. Par contre, les profondes transformations qui ont affecté le système et les comportements financiers ont naturellement eu des conséquences sur la façon dont interagissent les secteurs réel et financier. Les formes prises par les crises financières et la façon dont elles se propagent à l'activité économique s'en trouvent par là même modifiées. Ce sont quelques-unes de ces évolutions que nous allons maintenant évoquer.

Les crises bancaires ne se traduisent plus par des conversions de dépôts en « monnaie banque centrale »

L'existence de systèmes d'assurance de ces dépôts suffit à décourager le phénomène et l'évolution de la technologie des paiements rendrait très difficile un retour vers des encaisses en monnaie fiduciaire. Les craintes sur la solvabilité d'un établissement peuvent donc entraîner des transferts de comptes de cette banque vers d'autres. Mais un mouvement de panique des déposants n'engendre plus un assèchement de monnaie centrale, dans le système bancaire pris globalement [7].

Aujourd'hui, les crises de liquidité ne se jouent pas entre les déposants et les banques, mais dans les transactions entre banques sur les marchés monétaires. Elles correspondent à un blocage ou du moins à une dégradation des conditions d'échange de liquidités entre institutions financières, dont les tensions sur les taux de l'interbancaire (le *spread* par rapport au taux directeur de la banque centrale) sont un révélateur. Le mécanisme est identique à celui que l'on écrit à propos des paniques bancaires : certains établissements ne peuvent plus emprunter et/ou vendre des actifs à des conditions « normales » et ces difficultés s'étendent par contagion à d'autres institutions. Les conséquences en sont aussi les mêmes : un renchérissement des ressources bancaires et donc une augmentation du coût des crédits ou leur rationnement, dans la mesure où il n'est pas possible d'accroître, au-delà d'un certain seuil, les taux demandés sans

provoquer une dégradation de la qualité des prêts consentis [8].

Par contre, le déroulement de ces crises et de leur éventuel contrôle diffère par rapport aux paniques bancaires « classiques ». À première vue, le fait que ces événements ne concernent désormais que quelques acteurs (les banques entre elles), plutôt qu'un grand nombre d'individus (les déposants), facilite l'action des autorités monétaires. Il est, en effet, naturellement plus aisé de rétablir la communication et des conditions normales d'échanges entre des intervenants identifiables que de s'opposer à la panique d'une foule d'agents anonymes agissant de façon mimétique. En l'occurrence, des injections de liquidité devraient suffire en principe à atténuer temporairement les difficultés. Mais dans la crise actuelle, les dysfonctionnements n'ont pas touché que l'interbancaire. Ce sont toutes les opérations entre institutions financières qui ont été victimes de la rupture de confiance et de la montée de l'incertitude sur la qualité des actifs (à nouveau le « *lemons problem* »). La crise de liquidité s'est donc étendue à d'autres marchés, en particulier à celui de la titrisation des crédits, et à d'autres institutions : les fonds spéculatifs, les rehausseurs de crédits… De sorte que ce sont tous les échanges financiers qui ont été touchés par cette montée des asymétries d'information et des coûts qu'elles impliquent. Ce qui constitue un champ trop vaste, trop divers, et d'un volume trop important pour que de simples interventions sur le marché monétaire puissent être réellement efficaces.

L'impact des nouvelles normes comptables

Une autre grande différence dans le déroulement de la crise actuelle, par rapport au passé, tient aux formes de régulation du système bancaire et, notamment, à la réglementation des fonds propres ainsi qu'à la comptabilisation en valeur de marché. La mise en place de nouvelles normes en ces domaines était naturellement destinée à renforcer la gouvernance et la stabilité des établissements de crédit. Et sans doute elle y a contribué, ou devrait le faire, en temps normal. Le ratio de fonds propres exigés permet, à la fois, d'amortir les pertes inattendues et d'inciter à des gestions et tarifications des risques plus efficaces. La recherche d'une meilleure information comptable est susceptible – en améliorant la transparence – d'intensifier la discipline que le marché exerce sur les risques bancaires. Mais, en période de crise, ces dispositions ont un impact procyclique qui peut s'avérer extrêmement dangereux. Effectivement, dans ce cas, deux effets se conjuguent pour provoquer des tensions sur les fonds propres capables de freiner l'offre de crédit :

- d'une part, la dégradation de la qualité du portefeuille induit une augmentation des risques quantifiés, quelle que soit la méthode retenue pour le faire (standard, de base ou avancée). Les crédits, anciens et nouveaux, doivent supporter une couverture en capitaux propres plus élevée puisque leur *rating* se trouve abaissé du fait de la conjoncture, et/ou parce que les taux de défaut constatés sont révisés à la hausse. À cela, il faut ajouter les besoins en fonds propres résultant de la réintermédiation des crédits nécessitée par l'affaissement des possibilités de titrisation.
- d'autre part, la baisse des résultats et les moins-values révélées par la comptabilisation en valeur de marché réduisent la valeur constatée des capitaux propres. Or, le recul des cours boursiers (l'augmentation du taux de rendement requis sur les capitaux propres) rend plus coûteuse l'émission d'actions nouvelles. Accessoirement, le fait de laisser aux établissements une marge de liberté dans l'appréciation des actifs qui ne possèdent pas une valeur de marché objective (« *mark to model* ») est susceptible d'accroître encore la défiance, et ainsi le coût des capitaux propres nécessaires.

Tout cela joue à nouveau dans le sens d'une augmentation du coût d'intermédiation et donc d'un durcissement des conditions de crédit. Dans les mois qui viennent, on va sans doute reprendre les débats, usuels dans ce genre de situation, sur l'existence ou non d'un assèchement du crédit (« *credit crunch* »). La contraction observée des financements est-elle causée par une restriction de l'offre de crédit ou une baisse de sa demande ? Mais il est probable que, comme à l'habitude, la discussion aura bien du mal à trouver

une conclusion. Il est en effet très difficile de faire empiriquement le partage entre l'une et l'autre et nous avons déjà expliqué que les contractions de l'offre et de la demande de crédit étaient interdépendantes et cumulatives. Mais, dans la situation actuelle, il ne fait plus guère de doute que l'on va assister à une contraction significative de l'offre de financement. L'apurement des bilans bancaires prendra du temps et, même lorsque les établissements de crédit auront rétabli leur position, le coût de l'intermédiation restera élevé pendant plusieurs trimestres.

Des bouleversements économiques à l'échelle mondiale

Une fois identifiés les canaux de propagation de la crise financière, il faut s'interroger sur l'impact de ces dysfonctionnements sur l'économie réelle, se demander dans quelle mesure ils sont assez puissants pour déstabiliser l'équilibre économique. De façon générale, la réponse à cette question renvoie à la dépendance des décisions économiques (ou de façon plus restrictive des composantes de la demande globale) par rapport aux contraintes de financement, et notamment aux crédits bancaires. Or, cette dépendance est fonction d'un contexte macroéconomique complexe à analyser et différent d'une économie à l'autre.

De ce point de vue, la situation actuelle n'a pas grand-chose à voir avec celle de 1929. On ne peut parler aujourd'hui, comme à l'époque, de réduction des opportunités d'investissement, de saturation de la demande sur des biens de grande consommation, et encore moins de déflation. Au contraire, la demande à l'industrie est soutenue par la croissance des pays émergents, même si celle-ci est aussi porteuse de fortes pressions concurrentielles ; la transformation des structures productives induite par les bouleversements de l'économie mondiale est largement engagée, même si elle est loin d'être terminée. Mais la crise financière intervient alors que se manifestent de fortes tensions sur les prix des matières premières et des produits alimentaires qui impliquent une ponction sur le pouvoir d'achat des pays développés.

Dans ces conditions, la consommation des ménages et plus encore leurs investissements immobiliers ont été largement soutenus au cours des années récentes, dans nombre d'économies développées, par le recours à l'endettement. L'éclatement de la bulle immobilière a entraîné une désolvabilisation d'une proportion importante de ménages, d'autant que dans certains pays (aux États-Unis, au Royaume-Uni, mais pas en Allemagne ni en France) le taux d'endettement a atteint des niveaux qui rendent la contrainte plus rigide. Le durcissement des conditions de crédit devrait donc entraîner une réduction significative de la demande. Seule une inflation salariale, même si elle n'entraînait pas de gain de pouvoir d'achat (c'est-à-dire si elle était compensée par une hausse identique des prix), pourrait venir alléger la charge de la dette et desserrer la contrainte de financement [9]. La taxe d'inflation opérerait alors un transfert des épargnants vers les ménages à besoin de financement.

Quant à la situation des entreprises, le fait le plus remarquable de ces quinze à vingt dernières années est qu'elles sont parvenues à maintenir assez stable la part de leurs profits dans la valeur ajoutée en jouant sur une plus grande flexibilité, l'intensité de la concurrence sur les marchés du travail, la délocalisation de leurs productions… Cela les rend *a priori* moins sensibles aux contraintes de financement externe puisque les taux d'autofinancement ont pu se maintenir à des niveaux élevés, sauf peut-être en France. Le durcissement des conditions de crédit freinera sans doute les opérations de fusions-absorptions, de LBO (*leverage buy out*) ou de rachats d'actions, mais assez peu les investissements physiques. Sauf si la montée des revendications salariales, répondant aux tensions inflationnistes importées et aux frustrations accumulées, venait remettre en cause le partage salaires/profits. De plus, en admettant que les grandes firmes soient peu atteintes par les dysfonctionnements financiers, ceux-ci toucheront vraisemblablement les petites et moyennes entreprises (PME) plus dépendantes des banques, les entreprises naissantes ou en développement, celles implantées dans des secteurs plus risqués.

Au total, la crise financière aura une incidence inégale sur les différentes économies et leurs diverses

composantes. Prise globalement, l'Europe devrait se trouver moins directement affectée que les États-Unis. Au Royaume-Uni et en Espagne, ce sont surtout l'investissement immobilier et la consommation des ménages qui devraient subir le choc financier, tandis que, en France, en Italie ou en Allemagne, ce sont plutôt les entreprises qui seront touchées par l'augmentation du coût de l'intermédiation. Mais, à vrai dire, l'intensité et la répartition de l'impact vont beaucoup dépendre de la façon dont se résoudra le conflit de répartition entre salaires et profits ; et celui-ci va fatalement se durcir avec l'augmentation des prix des matières premières et le tassement de l'activité.

Il faut ajouter que les conséquences des choix financiers vont se propager d'une économie à l'autre, et cet effet indirect peut être aussi important (voire plus) que le choc initial. L'incidence de la crise sur tel ou tel pays ne sera donc pas proportionnelle aux difficultés subies par son système bancaire et financier. Elle sera notamment fonction du jeu de politique économique qui va s'instaurer au plan international, c'est-à-dire de la façon dont les différents pays vont coopérer, ou au contraire, chercher à reporter sur les autres le coût des désordres financiers.

Alors, que faire ?

La crise actuelle signe la faillite complète des principes et des détails du système de régulation bancaire. Elle démontre que dans les activités monétaires et financières, dont le caractère de bien public est reconnu, on ne peut laisser se développer les innovations sans connaître précisément les risques qu'elles comportent. S'il y a en ce domaine un arbitrage à effectuer entre efficience et stabilité, le second terme doit être délibérément privilégié. Et dans la mesure où ces questions sont anciennes, même si elles réapparaissent périodiquement sous des formes nouvelles, on peut s'étonner – naïvement sans doute – qu'elles n'aient pas été mieux traitées dans le passé récent. En d'autres termes, il est curieux que l'on n'ait pas su mieux prévoir et prévenir cette crise.

En revanche, elle a été jusqu'ici très bien gérée dans la plupart des économies, comme si les enseignements du passé avaient été parfaitement intégrés. Les dispositions mises en œuvre ou les solutions évoquées semblent bien en adéquation avec le diagnostic que nous avons esquissé. Les commentaires ne peuvent servir qu'à les interpréter et à montrer leur cohérence par rapport aux analyses précédentes.

Une révision des priorités

Toutes les Banques centrales ont, à juste titre, très vite réagi en injectant massivement les liquidités nécessaires pour calmer les tensions sur le marché monétaire et éviter que la montée de la défiance ne dégénère en panique. Dans leur quasi-totalité, elles ont aussi réduit leurs taux directeurs, à l'exception notable de la Banque centrale européenne (BCE) qui s'est bornée à ne pas les monter comme elle en avait manifesté l'intention. Les autorités monétaires ont donc accepté de sous-pondérer temporairement leur objectif de maîtrise de l'inflation, jugeant que la gravité de la crise justifiait une révision des priorités. Cela se justifiait d'autant plus que l'inflation peut être un moyen de limiter l'impact du choc financier sur l'économie réelle, même si cette idée peut contredire la « *vulgate* monétariste ».

Il reste que l'injection de liquidité et la baisse des taux directeurs peuvent n'être pas suffisantes pour faire baisser le coût des financements si dans le même temps les *spreads* de crédit (le coût des asymétries d'information) augmentent. On assiste alors à un phénomène analogue à celui de la fameuse « trappe à liquidité » keynésienne : les interventions sur le marché monétaire sont incapables d'infléchir le coût du capital. Mais le mécanisme est bien différent et plus crédible que celui que décrivait Keynes : ici ce n'est pas la rigidité à la baisse des anticipations qui opère, mais la montée de l'incertitude sur la qualité des actifs et des contreparties qui ajoute aux taux directeurs une prime croissante d'asymétrie d'information [10]. En cas de tension extrême, l'augmentation des *spreads* compense, voire surcompense, la baisse des taux directeurs.

Dans ce cas, la solution consiste à prendre en char-

ge sous une forme ou une autre les actifs bancaires dépréciés ou à se porter garant de leur valeur. Et c'est bien ce qu'ont fait les autorités monétaires en acceptant de prendre en pension des titres risqués (alors qu'elles n'acceptent habituellement que des actifs supposés parfaitement sûrs), en facilitant la reprise ou la recapitalisation de banques en difficulté, en proposant la nationalisation de certaines autres. Toutefois, le recours à ce type de mesure est très délicat car, s'il est légitime d'intervenir pour résoudre un problème de liquidité individuel ou global, il est théoriquement peu justifié de se porter au secours de banques insolvables. Le fait d'offrir une assurance publique gratuite ou de mutualiser des pertes dues à des prises de risque excessives pose un problème éthique et crée ou renforce un problème classique d'aléa de moralité qui peut se révéler coûteux à l'avenir [11]. Or, dans la crise actuelle, comme dans bien d'autres, il est pratiquement impossible de dissocier les situations d'illiquidité et d'insolvabilité. En conséquence, le dénouement de cette crise risque de conforter l'idée d'une relative impunité des imprudences bancaires : une banque, même de taille modeste, ne peut faire faillite lorsque ses déboires participent d'erreurs collectives [12]. Si l'on veut atténuer le problème, il faut pénaliser autant qu'il est possible les actionnaires des banques et, dans la mesure où ces incitations sont insuffisantes, il faut durcir la réglementation, en laissant moins de place à l'autorégulation.

Ramener l'activité vers son niveau d'équilibre…

L'endiguement de la crise ne s'arrête cependant pas là car le rétablissement du système financier ne peut s'opérer sans un retour conjoint vers l'équilibre de l'activité économique. Quand la conjoncture est trop déprimée, même lorsque la liquidité du système bancaire a été restaurée et lorsque les tensions sur le marché monétaire ont disparu, le niveau élevé du risque de défaut bloque la conclusion des contrats financiers. Cela affecte en retour la situation des institutions et marchés financiers. Ce n'est plus alors seulement l'offre de crédit bancaire qui doit être consolidée, c'est une action sur la demande globale qui doit rétablir la capacité à contracter des agents non financiers. On peut dire, en utilisant une image un peu facile, que lorsque la crise est trop profonde un « prêteur en dernier ressort » ne suffit plus et c'est l'intervention d'un « emprunteur en dernier ressort » qui devient nécessaire. Pour réamorcer le circuit des échanges financiers, il faut qu'un agent dont la solvabilité ne peut être mise en doute, c'est-à-dire le secteur public, s'endette pour stimuler la demande globale et ramener l'activité vers son niveau d'équilibre. Cela devient à partir d'un certain stade la seule façon de resolvabiliser les agents privés.

Or, aujourd'hui, on peut considérer que dans la plupart des pays développés l'affaissement du rythme d'activité est trop avancé pour que la solution à la crise ne se situe que du côté de l'offre de financement. En l'occurrence, il sera bien difficile de faire l'économie d'un creusement des déficits budgétaires ; la politique inverse consistant à réduire la dépense publique pour l'adapter à la baisse des recettes, induites par le tassement de l'activité, aurait un effet procyclique particulièrement mal venu. En ce domaine, les États-Unis ont fait preuve d'une réactivité dont l'Europe, empêtrée dans les contraintes de son Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ferait bien de s'inspirer.

Une coordination internationale

Enfin, on doit souligner que ces interventions monétaires ou budgétaires nécessitent pour être efficaces une certaine coordination au plan international. Le renflouement d'institutions financières multinationales suppose une concertation entre autorités monétaires et régulateurs des pays concernés ; les conséquences d'injections massives de liquidité ou de relances budgétaires dépassent les frontières des pays qui les pratiquent. Il en est de même pour les politiques de change car, en situation de crise, la tentation est forte de protéger son économie en « exportant » la récession par une dépréciation de sa devise, ce qui est clairement la stratégie choisie par les États-Unis. Sur tous ces points, il existe des interdépendances qui placent les décideurs nationaux dans des configurations de jeux potentiellement instables.

Or, on sait que, dans ce cas, les solutions coopératives sont en général préférables.

Il est vrai que la mise en application de ce principe est soumise à bien des conditions qui la rendent en partie utopique. Mais l'expérience prouve qu'elle est possible dans certaines circonstances et sur certaines questions précises, notamment celle des changes. Il se peut que les conditions ne soient pas actuellement réunies pour l'adoption d'une solution coopérative. Mais en réaffirmant de façon lancinante la priorité de son objectif d'inflation (d'ailleurs trop rigoureux) et en se différenciant ostensiblement des orientations de la Fed, la BCE ne favorise pas l'émergence d'une telle solution.

On sait que, dans les années vingt, le Royaume-Uni a souffert de son attachement à l'étalon-or tandis que, après y avoir renoncé en 1933, il fut l'un des premiers pays à rebondir [13]. C'est encore un enseignement important de la « Grande Crise » : les mythes d'aujourd'hui ne sont pas moins dangereux que ceux d'hier.

Notes

1. Cf. *Bernanke (1983).*

2. On trouvera dans l'article de Calomiris (1993) un commentaire détaillé de cette rupture de paradigme et de ses conséquences sur la conception des crises financières.

3. Bernanke rapporte que, entre 1929 et 1933, presque la moitié des banques opérant aux États-Unis disparurent à la suite de faillites ou de fusions. Les banques survivantes ont toutes enregistré de fortes pertes.

4. Ce mécanisme correspond à la « debt deflation *» de Fisher (1933). Mishkin (1978) l'avait repris dans une contribution antérieure à celle de Bernanke, mais moins complète.*

5. Cf. *Bernanke, Gertler et Gilchrist, 1996.*

6. C'est au début des années quatre-vingts qu'ont été publiés les premiers travaux qui ont renouvelé la théorie de l'intermédiation s'appuyant sur le principe des asymétries d'information. Bernanke justifie dans son article le rôle des banques par leur capacité à discriminer entre les bons et les mauvais emprunteurs, dans un monde de marchés incomplets et d'information imparfaite. Par ailleurs, Bernanke cite l'article de Diamond et Dybvig (1983), publié à la même date, qui reste une référence dans la théorie des paniques bancaires et qui s'inscrit dan ce même courant de littérature.

7. La liquidation des fonds de placement n'obéit pas à la même logique que les retraits de dépôts puisque la valeur de ces fonds n'est pas garantie. Cela ne peut donc entraîner la faillite des institutions qui les commercialisent.

8. Ce qui s'explique, en premier lieu, parce que l'augmentation des taux d'intérêt accroît mécaniquement la probabilité de faillite des emprunteurs, et, en second lieu, parce que cette augmentation aggrave le phénomène de sélection adverse : les bons emprunteurs renoncent à leur demande de financement tandis que les mauvais la maintiennent. Le rationnement est alors la solution logique (Cf. *Stiglitz et Weiss, 1981).*

9. Dans les pays dans lesquels les prêts au logement se font à taux variables, il faut ajouter que ce mécanisme n'opère que si les taux ne suivent pas – a fortiori *ne précèdent pas – les évolutions de l'inflation.*

10. Cf. *dans le même sens Stiglitz et Greenwald (2003), pp. 188-192.*

11. Cette question de l'aléa de moralité lié au renflouement des banques a été discutée à la suite du sauvetage en 1984 aux États-Unis de la Continental Bank. Cette discussion a soulevé le problème des banques dites « Too big to fail *». (*Cf. *sur ce point Stern et Feldman, 2004).*

*12. On remarquera cependant que dans les dispositions prises récemment par la Banque d'Angleterre permettant aux banques d'échanger des ABS (*asset backed securities*) contre des titres publics, il est expressément prévu que le risque de perte sur les actifs échangés reste de la responsabilité des établissements qui l'avaient en portefeuille.*

13. Plus généralement, un certain nombre de travaux, et notamment ceux de Kindlerberger (1973), ont montré que les pays qui étaient restés à l'étalon or après 1931 avaient subi une aggravation de la crise, alors que ceux qui l'avaient abandonné avaient connu un redémarrage de leur économie.

Bibliographie

AKERLOF, G., « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quaterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, August, 1970, pp. 488-500.

BERNANKE, B., « Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, n° 3, June, 1983, pp. 257-276.

BERNANKE, B. ; GERTLER, M. ; GILCHRIST, S., « The Financial Accelerator and the Flight to Quality », *Review of Economics and Statistics*, vol. 78, n° 1, Feb., 1996, pp. 1-15.

CALOMIRIS, C., « Financial Factors in the Great Depression », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n° 2, 1993, pp. 61-85.

DIAMOND, D. ; DYBVIG, P., « Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, June, 1983, pp. 404-419.

FISHER, I., « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, n° 1, 1933, pp. 337-357.

FRIEDMAN, M. ; SCHWARTZ, A., *A Monetary History of the United States : 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.

KINDLEBERGER, C., *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press, 1973.

MISHKIN, F., « The Household Balance Sheet and the Great Depression », The Journal of Economic History, vol. 38, n° 4, Dec., 1978, pp. 918-937.

STERN, G. ; FELDMAN, R., « Too Big to Fail : the Hazards of Bank Bailouts », The Brookings Institution, 2004.

STIGLITZ, J. ; WEISS, A., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, 1981, pp. 393-410.

STIGLITZ, J. ; GREENWALD, B., *Towards a New paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003.

2.

Assiste-t-on à une simple répétition de l'histoire ?

■ Michel Aglietta
Plus ça change, plus c'est la même chose

■ Pierre Martin
Les crises économiques : éternel retour ?

■ André Straus
Le retour des crises financières est-il inéluctable ?

■ Pierre-Charles Pradier
Cycles, crises et guerres : développer la finance en attendant la prochaine

■ Dominique Lacoue-Labarthe
Les crises financières sont-elles évitables ?

■ Jean-Luc Proutat
1929 et 2007, deux crises voisines, deux sorts distincts

Les crises financières : plus ça change, plus c'est la même chose

Michel Aglietta
Université de Paris X Nanterre

Les crises s'inscrivent dans des cycles financiers où interagissent l'endettement et le mouvement des prix d'actifs. L'expansion financière dérape lorsque le crédit n'est plus fondé sur les perspectives de revenus des emprunteurs mais sur l'anticipation de la valeur de leur richesse. Le cercle vicieux est exacerbé par la valorisation « mark to market *», par les règles prudentielles procycliques et par le transfert des risques bancaires* via *la titrisation et les produits dérivés. Toutes les crises des deux dernières décennies présentent ces caractéristiques. Elles se distinguent par leur gravité selon que les bilans bancaires sont ou non fragilisés. La crise actuelle est de ce point de vue fort sérieuse. Elle a en commun avec celle des années 1930 pour effet de provoquer une restriction de l'offre de crédit et une augmentation durable de son coût.*

Dans une comparaison statistique des crises financières survenues dans les trente dernières années dans les pays développés – et ayant impliqué les banques –, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2008) soulignent la similitude des processus qui précèdent les crises : forte montée des prix immobiliers, progression rapide du ratio dette du secteur privé/PIB, détérioration de la balance courante. Ces résultats confirment plusieurs études de la Banque des règlements internationaux (BRI) sur les indicateurs macroéconomiques avancés des crises. La récurrence des crises scande le cycle financier qui conduit le capitalisme de bulle en bulle. C'est pourquoi les crises ont une logique commune : l'emballement du crédit qui finance l'espoir d'enrichissement par la hausse du prix d'au moins un actif sur lequel se polarise la spéculation.

Le plus comique dans l'affaire est que, dans chaque vague d'engouement financier, une vaste population d'analystes, d'experts, de professionnels et de politiques explique que, cette fois, c'est différent. Les innovations techniques ou financières justifient les espoirs de profit et garantissent que l'expansion financière est solide et que le cycle financier est vaincu par la flexibilité des marchés. En effet, si les crises reviennent toujours, les sources de perturbation, les risques méconnus ou sous-estimés, les canaux de contagion et les failles dans la régulation prudentielle ne sont pas les mêmes d'une crise à l'autre. En polarisant leurs attentions sur les détails, les acteurs de la finance ignorent les permanences de l'histoire.

Les crises se lovent dans un cycle financier endogène

Dans son histoire minutieuse des crises financières, le grand historien Charles Kindleberger (1996) a identifié la récurrence des cycles financiers. Ils n'ont pas de régularité quantitative précise dans leur périodicité

et dans leur amplitude mais ils ont une cohérence interne faite de l'enchaînement de cinq phases :

- L'essor. Cette phase suit une récession ou au mieux un ralentissement conjoncturel. La croissance est robuste parce que alimentée par l'investissement réel. Celui-ci est financé par l'expansion du crédit qui reste en ligne avec la progression des revenus, laquelle crée des anticipations optimistes qui entraînent la hausse des prix d'actifs.

- L'euphorie. Elle est caractérisée par le processus circulaire de l'emballement du crédit par rapport aux revenus et de l'accélération de la hausse des prix des actifs. Ce phénomène se transmet entre les pays si les mouvements de capitaux sont libres. Il aboutit au surendettement par rapport aux capacités de servir la dette et à la sous-évaluation concomitante du risque.

- Le paroxysme et le retournement. Les fragilités s'insinuent dans les bilans au fur et à mesure que les leviers d'endettement s'accroissent et ne se soutiennent plus que par la hausse spéculative des valeurs mises en garantie. À l'approche du pic, le processus devient vulnérable à un événement catalytique fortuit qui retourne les anticipations à une date imprévisible.

- Le reflux et l'instauration du pessimisme. Les deux forces qui entraînent la finance dans la crise sont l'obsession de la liquidité chez les agents endettés et la montée de l'aversion au risque chez les pourvoyeurs de liquidités. Si le stress atteint les banques, un « *credit crunch* » est probable.

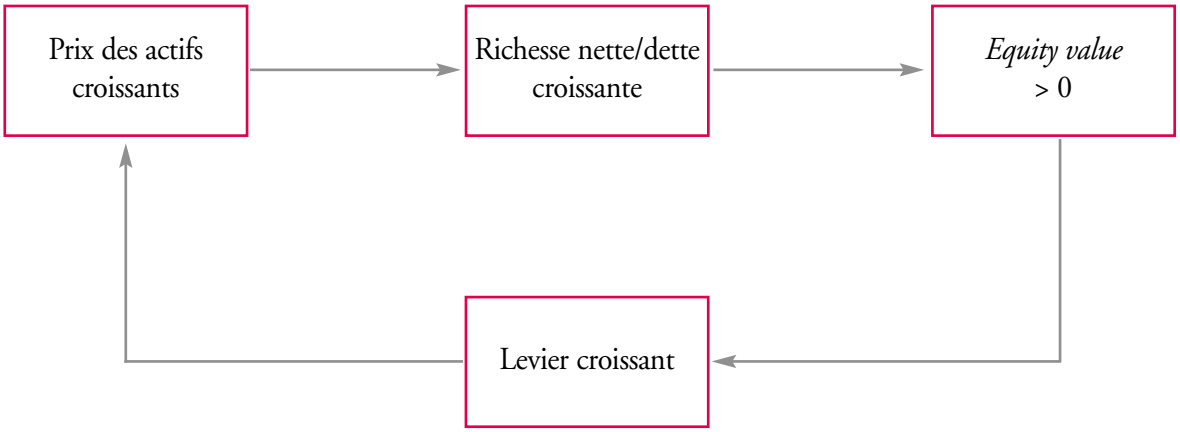
- La déflation de la dette et la restructuration des bilans. Le désendettement est l'enjeu de cette phase. Mais il est rendu difficile par la baisse rapide des collatéraux qui révèlent des pertes plus ou moins grandes. Leur ampleur, la rapidité et la pertinence des réponses des autorités publiques déterminent la durée de la crise. Les pertes sont d'autant plus difficiles à absorber que la contraction de la dépense privée par tous ceux qui veulent se désendetter en même temps rogne les revenus nécessaires pour couvrir les pertes. C'est pourquoi les faillites parsèment la remise en ordre des bilans.

Au-delà des faits stylisés, plusieurs questions se posent. Pourquoi l'emballement ? Pourquoi la fragilité financière se développe-t-elle en pleine croissance ? Pourquoi est-elle dissimulée aux marchés et aux autorités monétaires ?

L'emballement vient d'un changement de régime du crédit au cours du cycle. Il est exacerbé par la valorisation « *mark to market* » et par les règles prudentielles délibérément procycliques qui sont appliquées aux banques. Après le rétablissement du cycle précédent, la prudence est de mise. Les demandes de crédit sont évaluées, tant que faire se peut, à partir des perspectives de revenus des emprunteurs. Lorsque les marchés d'actifs se réaniment, les crédits sont accordés sur la base de la valeur de marché de la richesse anticipée, et cela d'autant plus que les taux d'intérêt sont encore bas et les *spreads* resserrés grâce à l'assainissement des bilans. Lorsque la valeur de marché de la richesse progresse plus vite que le crédit, les emprunteurs peuvent dégager une *equity value* qui leur permet de demander plus de crédit indépendamment de leurs revenus. Le poids de la dette s'élève par rapport au revenu, même s'il baisse par rapport à la valeur de marché de la richesse. Le cercle vicieux décrit dans le schéma ci-après est enclenché. Il n'a pas de stabilisateur endogène. Comme les autorités monétaires ont décidé que ce n'était pas leur affaire tant que la spéculation ne provoquait pas de répercussion inflationniste sur l'indice des prix qui est leur boussole, il n'y a pas non plus de stabilisateur exogène. La montée de la fragilité financière en découle directement.

La crise du crédit structuré a poussé ce processus au paroxysme parce que le changement de régime du crédit est allé jusqu'à transformer le modèle bancaire. Celui-ci passe du principe « *initier les crédits et porter le risque* » au principe « *initier et vendre le risque* ». Exploité à l'extrême sans aucune précaution prudentielle, ce modèle dégrade l'information tout au long de la chaîne des transferts de risques et suscite l'aléa moral et les conflits d'intérêts. Il amplifie l'offre de crédit et en diminue la qualité. Lorsque le prix des actifs se retourne, il incorpore des pertes peu probables mais extrêmes qui sont dissimulées aux acheteurs des crédits titrisés.

Le cercle infernal de l'emballement euphorique



Un panorama des crises dans les deux dernières décennies

Les crises se sont succédé à un rythme rapide depuis le début de la globalisation financière. Le tableau ci-après ne recense que celles qui ont éclaté dans les deux dernières décennies. C'est pourquoi il laisse notamment de côté l'interminable crise japonaise qui a débuté à la fin de la décennie 1980.

Ce tableau balaye bien des illusions. Les crises seraient plus fréquentes dans les pays émergents dont les systèmes financiers sont plus frustes. Elles seraient de moins en moins fréquentes et de moins en moins sérieuses au fur et à mesure que les systèmes financiers deviendraient plus « flexibles ». Rien de tout cela n'est vrai. Les marchés financiers sont certes plus flexibles mais cela ne les rend pas plus aptes à évaluer correctement les risques. Dans la crise actuelle du crédit, c'est à l'évidence le contraire qui s'est produit. Les marchés ne sont d'ailleurs flexibles que pour autant qu'ils restent liquides. Or, la liquidité des marchés est le résultat endogène de la formation d'opinions collectives. Dans la phase de retournement du cycle financier, elle s'assèche dans des segments cruciaux des marchés lorsque le risque est brutalement réévalué. Alors la dissémination du risque par les marchés flexibles se retourne en propagation virulente du risque.

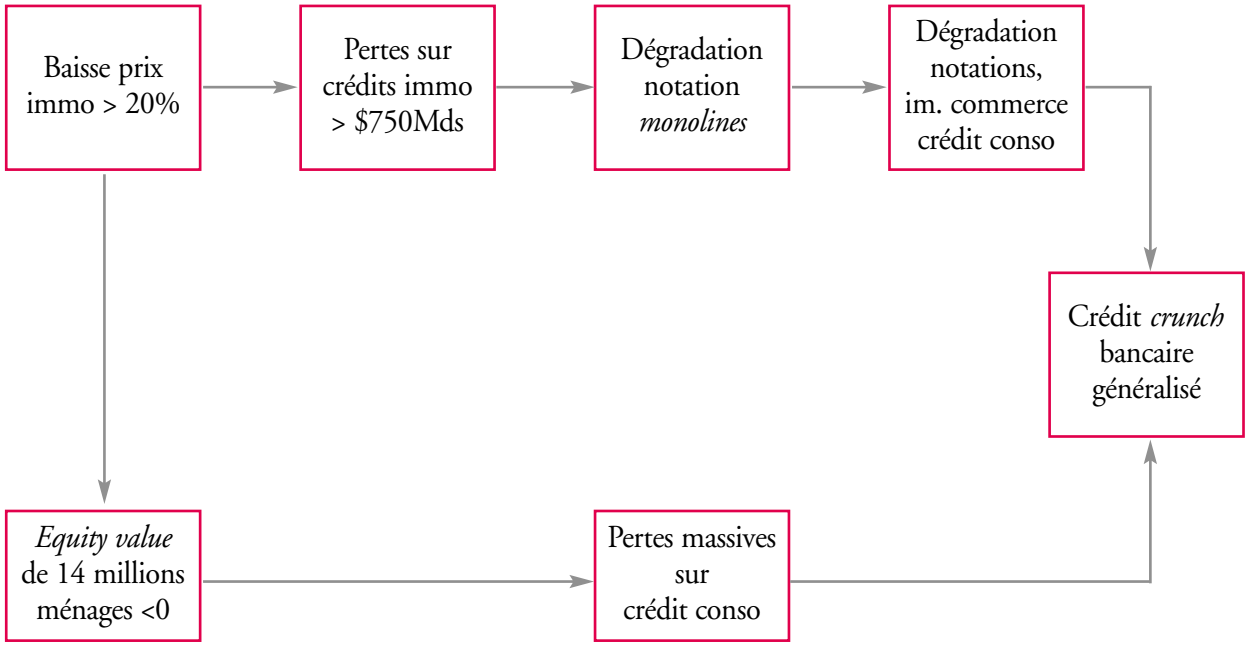
Enfin, un enseignement important de l'histoire des crises est que leur gravité dépend de l'implication ou non des banques. Les crises qui déclenchent un risque systémique sont celles où les engagements des banques sont mis en doute. À cet égard, la crise asiatique a été profonde. Mais la crise actuelle qui met en cause le système bancaire international en son cœur est probablement la plus grave des cinquante dernières années. Elle appelle une comparaison avec celle du début des années 1930.

Épisodes	Sources des perturbations	Nature des risques
SME 1992-1993	Mésajustements de change Choc allemand Incertitudes à propos de l'Union économique et monétaire (UEM)	Risque de change Risque de crédit dans certains pays
Marché des titres 1994	Positions croissantes sur l'anticipation de baisse des taux d'intérêt à long terme Resserrement brutal de la politique monétaire américaine	Risque de taux d'intérêt
Barings 1995	Retournement inattendu du Nikkei	Risque de prix d'actifs, aggravé par la sensibilité des produits dérivés
Mexique 1994-1995	Déséquilibres macroéconomiques cumulatifs Détérioration de la situation politique Ancrage du taux de change	Perte de confiance dans le taux de change et risque de liquidité
Chapelet de crises : - Asie, 1997 ; - Russie,1998 ; - Brésil, 1999 ; - Argentine, 2001	Libéralisation financière mal conçue Excès de crédit à court terme Ancrage du taux de change	Risque de crédit (surendettement à court terme) Risque de change Volatilité extrême des prix d'actifs Dette publique débridée (Russie et Argentine)
Krach boursier des Technologies de l'information et de la communication (TIC), 2001 ; et crise de gouvernance, 2002	Croyance d'une ère nouvelle par la vertu des TIC Dissimulation de dettes par créativité comptable et SIV (*Structured Investement Vehicles*) de déconsolidation	Surévaluation boursière extrême Endettement très élevé des entreprises pour extraction du *cash flow*
Crise du crédit structuré, 2007-?	Logique de la dissémination des risques orchestrée par les banques d'investissement provoquant l'explosion de l'offre de crédit et la détérioration massive de sa qualité	Risques de crédit portant sur plusieurs trillions de dollars Risques de liquidité aigus et durables au cœur du système bancaire international

Implications des marchés dérivés	Potentiel de contagion	Défauts prudentiels
Options de vente sur les monnaies victimes d'attaques spéculatives	Couverture dynamique Spéculation auto-réalisatrice	Illiquidité du marché Manque de soutien international au sein du mécanisme de change
Swaps et marchés à terme de taux d'intérêt	Très forte augmentation de la volatilité ; effets de déversement internationaux généralisés Pression univoque à la vente sur un grand nombre de marchés de titres	Les lourdes pertes provoquent des problèmes de liquidité aigus pour les intermédiaires financiers internationaux
Contrats à terme et contrats d'options sur l'indice Nikkei 225	Effets de déversement entre les marchés des changes de Singapour et d'Osaka Incertitude sur le paiement des appels de marge sur le Simex (Singapore International Monetary Exchange)	Inefficacité de la gestion du risque au sein de la banque Absence de coordination entre les marchés des changes Absence de séparation entre positions pour compte propre et pour compte client.
Swaps sur les *Tesobonos* entre les banques d'investissement américaines et les banques mexicaines	Substantiel en Amérique latine, particulièrement dramatique en Argentine	Déficience massive du contrôle du risque souverain avec libéralisation financière
Activité *offshore* destinée à dissimuler l'ampleur de l'exposition au risque de crédit	Généralisé en Asie : cascade de retraits des fonds à court terme et pression univoque à la vente sur les marchés des actifs domestiques et des taux de change Massif après la crise russe (LTCM, *Long Term Capital Management*)	Absence de supervision nationale et présence de garanties implicites Retard du FMI (Fonds monétaire international) dans l'évaluation de la sévérité des problèmes de liquidité et du sérieux de l'étranglement du crédit
Évaluation des actifs innovants par options réelles Transfert de risques de crédit aux sociétés d'assurances par CDS (*Credit Default Swap*)	Très forte corrélation entre marchés boursiers dans le krach Élévation massive des spreads dans les titres speculative grade et dans les titres émergents	Défaillances massives des règles de gouvernance dans les entreprises et dans les professions financières
Empilement de titrisation et construction de produits synthétiques Risques optionnels cachés et leviers dans les tranches de crédit structuré	Accroissement de la corrélation des risques avec la baisse du prix des actifs Illiquidité des produits, incapacité de les refinancer et ventes de détresse d'actifs liquides	Inefficience prudentielle généralisée à l'égard de l'ensemble des professions impliquées dans la titrisation Possibilités d'arbitrage réglementaire laissées aux banques

Crises bancaires et enchaînements systémiques

Le retournement du marché immobilier a eu un effet dramatique sur les crédits structurés. La baisse des prix rend les prêts non performants lorsque *l'equity value* de l'emprunteur, c'est-à-dire la différence entre la valeur de marché du bien et la valeur faciale de l'emprunt, est négative. Les ménages ont l'option de faire défaut, c'est-à-dire d'abandonner leur collatéral pour se dégager de l'emprunt. Les prêteurs doivent alors vendre le bien saisi à perte et nourrissent une baisse plus forte du marché immobilier, ce qui incite d'autres ménages à faire défaut dans une spirale dépressive que décrit le schéma suivant :



Cette spirale a le potentiel de sinistrer le système bancaire comme cela s'est produit au début des années 1930. La différence se trouve, bien sûr, dans l'assurance des dépôts et dans la capacité des régulateurs bancaires d'empêcher les faillites de banque importantes et de circonscrire celles des organismes de prêts locaux qui vont se produire. Mais cela n'empêchera pas le « *credit crunch* » qui va rendre la phase de déflation de la dette bien plus pénible que dans la sortie des crises précédentes. C'est pourquoi les vagues de faillites bancaires des années 1930 nous donnent des enseignements sur la montée du coût du financement de l'économie qui résulte des dommages dans les bilans bancaires.

La baisse générale des prix des actifs a été la cause de la première vague de faillites en novembre/décembre 1930. Les répercussions internationales (effondrement des banques en Europe centrale et dévaluation de la livre sterling) ont provoqué l'approfondissement de la récession aux États-Unis qui a déclenché la deuxième vague de faillites de mai à septembre 1931. Il a fallu attendre le *Bank Holiday* de mars 1933 pour réduire autoritairement la charge des dettes.

Les faillites bancaires ont changé la nature de la récession en provoquant la contraction de l'offre de crédit et l'augmentation du coût du financement. Il y a eu bien plus qu'une contraction monétaire. Le ratio des encours de prêts aux dépôts était de 0,86 en octobre 1929. Il est tombé à 0,70 en mars 1931 et 0,57 en mars 1933. Le *spread* du papier commercial garanti par les banques sur les bons du trésor est passé de 2,3 % au milieu de l'année 1929 à 8 % au milieu de l'année 1932. Sans atteindre de tels extrêmes, la crise actuelle va provoquer qualitativement les mêmes

effets. La phase de rétablissement des bilans bancaires va être longue et difficile. Elle va sans doute provoquer une période prolongée de croissance ralentie.

Bibliographie

AGLIETTA, M. ; MOUTOT, P., « Le risque de système et sa prévention », Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France, n° 41, 1993, pp. 21-53.

BERNANKE, B., « Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, June, 1983, pp. 257-276.

BOYER, R. ; DEHOVE, M. ; PLIHON, D., *Les crises financières (Rapport du CAE, n° 50)*, La Documentation française, 2004.

BUITER, W., « Lessons from the 2007 financial crisis », *CEPR Policy Insight*, n° 18, December, 2007, pp. 1-17.

KINDLEBERGER, C.P., *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Mac Millan, 3e éd., 1996.

MINSKY, H., « The financial instability hypothesis : capitalist processes and the behavior of the economy », in C. Kindleberger and J.P. Laffargue eds, *Financial crises*, Cambridge University Press, 1982, pp. 13-47.

MISHKIN, F., « Asymmetric information and financial crises : a historical perspective », in G. Hubbard ed., *Financial markets and financial crises*, Univ. of Chicago Press, 1991, pp. 69-108.

REINHART, C. ; ROGOFF, K., « Is the 2007 subprime financial crisis so different ? An international historical comparison », NBER, draft, January, 2008.

Les crises économiques : éternel retour ?

Pierre Martin

Agrégé d'Histoire, Docteur en Histoire

« La science sociale a presque horreur de l'événement.
Non sans raison : le temps court est la plus capricieuse, la plus trompeuse des durées ».
Fernand Braudel (1958).

Les crises du capitalisme participent de la croissance économique « moderne » qui a commencé avec la révolution industrielle du XIXe siècle. La question est de savoir si ces crises proviennent du capitalisme lui-même ou sont consécutives à des chocs externes, si le passé permet d'éclairer le présent. Théorie et histoire économique semblent indiquer que des excès spéculatifs se répètent, même s'il est illusoire de camper un « idéal type » de la crise, tant il est vrai que le capitalisme a les crises de ses structures (Ernest Labrousse). Même sujet à des accès de fièvre, des convulsions, des symptômes graves, le pronostic vital du capitalisme jadis mis en doute par feu Marx et Schumpeter n'a jamais été historiquement engagé.

« Les symptômes qui précèdent les crises sont les signes d'une grande prospérité ; nous signalerons les entreprises et les spéculations en tous genres ; la hausse des prix de tous les produits, des terres, des maisons ; la demande des ouvriers, la hausse des salaires, la baisse de l'intérêt, la crédulité du public qui, à la vue d'un premier succès, ne met plus rien en doute ; le goût du jeu en présence d'une hausse continue s'empare des imaginations avec le désir de devenir riche en peu de temps, comme dans une loterie. Un luxe croissant entraîne des dépenses excessives, basées non sur les revenus, mais l'estimation nominale d'après les cours cotés. […] On ne saurait trop s'habituer à l'idée du retour périodique de ces tourmentes commerciales qui, jusqu'ici du moins, paraissent une des conditions du développement de la grande industrie. Les crises se renouvellent avec une telle constance, une telle régularité, qu'il faut bien en prendre son parti et y voir le résultat des écarts de la spéculation, d'une extension inconsidérée de l'industrie et des grandes entreprises commerciales. Il y a des moments dans la vie des peuples où tout paraît conspirer pour donner un essor sans pareil aux affaires ; toutes les entreprises qui se fondent trouvent les capitaux nécessaires ; on s'arrache les titres, on les achète avec une confiance sans réserve sur l'avenir. L'impulsion donnée au travail est telle que, pendant quelques années, les matières premières suffisent à peine aux manufactures, les importations et les exportations augmentent sans cesse, puis tout à coup les canaux paraissent remplis, il n'y a plus d'écoulement possible, toute circulation cesse et une crise éclate ; toutes les spéculations s'arrêtent ; l'argent, si abondant quelques mois auparavant, diminue ; la réserve disparaît même, les appels de fonds continuent, on ne peut y satisfaire ; les titres flottants viennent sur le marché : de là dépréciation de toutes les valeurs, obligation de se liquider dans les plus mauvaises conditions. Ces écarts, ces excès de la spéculation, sont trop dans la nature humaine pour qu'on puisse les prévenir par aucune mesure ».

Ce tableau clinique, saisissant de modernité, est celui de l'économiste Clément Juglar dans l'introduction de son ouvrage sur les crises publié en 1862 en réponse à la question posée par l'Académie des sciences morales et politiques : « Rechercher les causes et signaler les effets des crises commerciales survenues en Europe et dans l'Amérique du Nord durant le cours du XIXe siècle. »

Après Karl Marx en 1848, Juglar pose en 1862 la question du retour périodique des crises, ces retournements brutaux de la conjoncture affectant plus ou moins durement et durablement la croissance économique avec ce que cela suppose d'effets collatéraux en termes de chômage notamment.

Après eux, on n'en finirait pas d'énumérer les crises économiques – Juglar en recense dix de 1800 à 1859 – qui ne cessent de jalonner l'histoire du capitalisme depuis les origines. En quoi l'historien peut-il éclairer le temps présent, tant il est vrai, selon le mot de Marc Bloch, que l'historien pose au passé les questions du présent ? C'est d'ailleurs lorsque le temps présent devient inquiétant, qu'il fait ressurgir du passé des spectres – tel celui de la grande crise de 1929 encore vivace dans la mémoire collective, certes mythifiée –, que l'historien est convoqué.

Trois approches scientifiques sont alors possibles.

La première, la plus délicate, consiste à rassembler le matériau statistique contemporain et à l'analyser en essayant de repérer des inflexions ou des tendances historiques : c'est ce qu'a pu faire de façon exemplaire Jean Bouvier (1979) ou, à sa suite, Jacques Marseille (2001), entrevoyant un « *avenir flou de la longue crise* ».

La deuxième approche possible mêle mesure macroéconomique rigoureuse (Lévy-Leboyer et Bourguignon, 1980) et histoire comparée des crises (Asselain, 1996) : cela permet de répondre à la question « *La crise économique est-elle cyclique* ? » (Marseille, 1993).

Nous choisirons cependant une troisième voie, nous essayant à un récit synthétique et « clinique » des crises économiques depuis la naissance du capitalisme – même si les crises préexistent au capitalisme. La question de fond qui peut offrir une perspective à cette esquisse est de savoir si les crises relèvent de la nature même du capitalisme ou si le capitalisme est la victime de chocs allochtones.

Deux points seront donc successivement abordés : la récurrence manifeste des crises, la régulation tentant de les éviter.

Les crises, un risque admis par le capitalisme

Fernand Braudel, dans un article fondateur de 1958, distinguait plusieurs temporalités et faisait sienne la « *longue durée* » qui lui permettait de dégager sinon des vérités du moins ces *trends* qui seuls donnent sens à l'histoire selon lui. Mais, comme le disait Keynes, « *à long terme nous sommes tous morts* » et il y a divergence manifeste entre les mesures patientes de la « *longue durée* », dont Paul Bairoch (1997) ou Angus Maddison (2001) ont été les artisans, et la perception « à chaud » de ce qui apparaît « à froid » comme des progrès en termes de niveaux de vie. « *L'événement est explosif* » ironisait Braudel (1969). Schumpeter [1] ne disait pas autre chose quand il confrontait temps long de l'amélioration du niveau de vie et temps court des crises : « *tout argument pro capitaliste doit être fondé sur des considérations à long terme. À court terme, ses superbénéfices et ses inefficacités se profilent au premier plan. […] Aux yeux des masses, ce sont les considérations à court terme qui comptent…* ». Allez expliquer aux Français affamés du printemps 1789 que l'alimentation s'est améliorée en quantité et en qualité au long du XVIIIe siècle…

Ernest Labrousse (1944), en son temps, avait initié la réflexion historique sur ces crises typiques de l'Ancien Régime : structurellement sous productive, l'agriculture était exposée au risque de pénuries faisant s'enflammer le prix du grain. Le scénario de la crise était fixé jusqu'au milieu du XIXe siècle. Un choc

exogène souvent météorologique, tels les orages de grêle sur le bassin parisien de l'été 1788, détruit une partie de la récolte sur pied. Au moment de la « soudure », au printemps suivant, le grain – ce bien de première nécessité – manque, les prix s'envolent, la panique gagne, les émeutes ne sont pas rares, la troupe est alors appelée pour rétablir l'ordre. Rien n'y fait jusqu'à ce que la nouvelle récolte rentre dans les granges. La crise frumentaire a des effets collatéraux sur l'industrie car les salaires distribués sont alors faibles, conformément à la loi d'airain énoncée par les économistes classiques, et les dépenses contraintes explosant, les dépenses de consommation (textile par exemple) s'effondrent.

Ce schème reste vrai pour la France jusque vers 1860. Telle est l'une des conclusions de Labrousse (1976 ; rééd. 1993) qui s'interrogeait sur « *les élans et les vicissitudes des croissances* » de la France au XIXe siècle : « *La plupart des dates de crises de subsistances concordent ou voisinent avec les crises économiques générales. L'approche de la mauvaise récolte, les mauvaises "apparences" peuvent annoncer les débuts de la crise industrielle des biens de consommation, et notamment du textile.* »

À l'aune de la longue durée, les crises pèsent sur les performances du XIXe siècle par leur « *retour périodique* ». L'historien Patrick Verley (1989, rééd. 2003) donne quelque confirmation macroéconomique à la thèse de Juglar pour ce qui est du cas de la France : « *Si les taux de croissance moyens du XIXe siècle peuvent paraître modestes, c'est parce que le mouvement de long terme est la somme cumulative des fluctuations de court terme : pour deux années de croissance, le PIB en connaît en moyenne une de recul, soit trente sur les quatre-vingt-une qui séparent 1830 de 1911. Ces reculs semblent s'ordonner avec une certaine régularité, de l'ordre de deux à trois années de régression tous les six à huit ans. On a longtemps admis que les crises de la première moitié du XIXe siècle, jusqu'aux années 1860, étaient des crises "intermédiaires" qui conjuguaient les caractères des crises d'"Ancien Régime" […] selon Labrousse, et des crises industrielles postérieures (surproduction ou sous-consommation de produits manufacturés, voire agricoles, se manifestant par la baisse des prix). En fait, les crises de la première moitié du siècle ne semblent pas permettre de tirer un modèle explicatif simple ; deux problèmes se conjuguent qui accentuent leur complexité : l'imbrication entre la conjoncture agricole et la conjoncture industrielle, d'une part, le lien entre les conjonctures sectorielles et la conjoncture générale, d'autre part.* »

Les économistes contemporains de Juglar ne placent pourtant guère la crise au cœur de leurs préoccupations. L'économie classique, alors triomphante, communie dans la loi de Say (1882), penseur libéral lyonnais, pour qui « *des produits s'échangent contre des produits* », l'offre créant sa propre demande. Des crises passagères peuvent apparaître, mais elles ne sont que le fait d'une inadéquation momentanée entre offre et demande : par exemple, abondance de grain au-delà du Massif central, pénurie en deçà, conformément à l'état des transports du temps. Mais tout doit finir par s'ajuster *via* le mécanisme autorégulateur du prix. C'est le statisticien russe Kondratiev qui, dès 1925, suggère que « *l'existence des fluctuations longues cycliques de la conjoncture est très probable* » (Verley, 1981). Il appartiendra à Schumpeter de proposer une fresque historique des cycles et des crises dans *Business Cycles* paru en 1939.

Les crises sont inéluctables et, *in fine*, salvatrices pour la machine capitaliste. Régulièrement, des entrepreneurs innovateurs, véritables héros aventuriers de l'histoire économique, bouleversent l'ordre productif existant. Ils déclenchent un véritable « big bang » en pulvérisant ce qui était devenu une « routine » immanquablement frappée de rendements décroissants du fait de l'épuisement progressif des innovations majeures qui sous-tendent tout l'appareil productif. C'est la « *destruction créatrice* » chère à l'économiste autrichien. Ce serait folie que de vouloir renoncer à l'innovation, mais les désordres qu'apporte une innovation majeure (machine à vapeur, chemin de fer, électricité…) sont patents. La destruction n'est qu'une étape ; les économistes, tel Sauvy (1980 ; 2000), ont depuis théorisé le schéma du déversement montrant que, dans un deuxième

temps, la crise se révèle « créatrice » de nouveaux emplois. Le progrès technique, reflet de l'innovation schumpétérienne, permet des gains de productivité et le glissement des actifs de l'agriculture vers l'industrie, puis vers les services. Pour autant, ceux que Schumpeter appelle « *les éléments vieillis* » du capitalisme craignent pour leurs marchés et leurs emplois et tentent toujours de s'opposer aux innovations dont ils ont clairement perçu l'adversité, et absolument pas l'opportunité… Mais, si la théorie du déversement est manifestement vraie, rien ne dit que les créations d'emploi correspondront aux profils des postes détruits par la nouvelle organisation du travail.

On retrouve trace de ce débat entre économistes et historiens, tels Cahuc ou Marseille, pour qui les crises sont des moments de mutation douloureux mais obligés de l'évolution économique, débouchant sur un jeu à somme positive en termes d'emplois (cf. par exemple Debonneuil et Cahuc, 2004). D'autres, tel Daniel Cohen, estiment que la crise actuelle est unique en ce qu'elle laisse hors de la logique productive quantité de main d'œuvre non qualifiée à laquelle il faudra trouver une fonction. Les crises apparaissent donc comme un épisode aigu et douloureux de l'« évolution économique » (Schumpeter, 1911 ; rééd. 1934 ; rééd. partielle 1987). Si les symptômes persistent, les observateurs, tel Hector Denis [2] il y a un siècle, parlent de dépression : « *le mot dépression exprime une décroissance de vitesse et d'intensité dans le mouvement social de la richesse, c'est comme un retrait lent, graduel de la vie, dont les effets s'aggravent par sa prolongation même, et dont on n'entrevoit pas l'issue […] La dépression est rigoureusement une crise prolongée, une rupture de l'équilibre économique dont les causes générales persistent.* »

Il y a historiquement deux exemples de dépressions caractérisées : la grande dépression de la fin du XIXe siècle – des années 1874 aux années 1894 – et la grande dépression sans cesse étudiée des années 1930. Prenons l'exemple de la dépression plus méconnue de la fin de siècle. Elle correspond à un plateau dans l'histoire longue de la croissance française : après une croissance brillante de trente années [3], le niveau de 1874 n'est durablement dépassé qu'à partir de 1897. À l'échelle européenne, « *durant ces 21 à 23 années, on est en présence d'une quasi-stagnation du PNB/H, celui-ci n'ayant progressé que de 0,1 % par an* » souligne feu Paul Bairoch (1997, vol. II, p. 244). Les signes « dépressifs » sont manifestes en termes de volumes et aussi de prix : -35 % entre 1870 et 1895 selon les calculs de Lévy-Leboyer (1970). Un îlot de forte croissance au milieu de cet océan étale : les États-Unis dont les taux de croissance de la production industrielle avoisinent les 4 % par an contre à peine plus de 1 % en France [4]. Pourquoi les États-Unis sont-ils à l'écart de ce mouvement baissier ? Capital humain d'un pays fortement attractif qui double sa population de 1870 à 1910, construction et parachèvement du marché intérieur, exportations de céréales…

En 1910, « *le pays le plus riche* [au regard du PNB/H], *[…] ce sont les États-Unis. De surcroît, les États-Unis étant alors un pays très peuplé (92 millions d'habitants), ils sont aussi, et de loin, la principale puissance économique du monde, représentant à eux seuls près d'un cinquième du potentiel économique mondial* » rappelait Bairoch (1997, vol. II, p. 256). Le formulaire de recensement américain de 1900 évoquait sans ambages le support de croissance du marché intérieur et la « *capacité de consommation plus étendue que celle de n'importe quelle autre nation* » (Kaspi, 1969 ; rééd. 1983).

De fait, pour l'ensemble des pays développés, la triste fin de siècle correspondrait à la mue d'un capitalisme qui change de secteurs moteurs de croissance. Comme l'avait assez bien campé Schumpeter, l'ère de la machine à vapeur, de la sidérurgie, du chemin de fer – trois innovations majeures qui avaient soutenu la croissance du premier cycle Kondratiev depuis 1842 – prenait fin. À compter de 1897, on entrerait selon l'économiste autrichien dans le second cycle Kondratiev épaulé cette fois par les secteurs nouveaux de l'électricité, de la chimie, du moteur à explosion et de l'automobile. Les crises sont donc des moments inéluctables d'une évolution économique « cyclique ».

Rappelons que Schumpeter articule le temps long Kondratiev d'un demi-siècle – avec une phase « A » haussière et une phase « B » baissière d'un quart de siècle environ –, le temps moyen des cycles Juglar d'une dizaine d'années, et le temps court des cycles Kitchin liés aux mouvements de stocks de trois à quatre ans.

La crise ne serait-elle que le changement de contenu, la deuxième révolution industrielle succédant à la première révolution industrielle ? Pour l'historien Patrick Verley (1997, p. 107), la crise est alors d'autant plus profonde qu'il y a changement synchrone de contenu et contenant : « *Ce passage progressif d'une croissance "smithienne" à une croissance "schumpétérienne" met désormais en place des mécanismes cumulatifs qui poussent à augmenter la production, par développement autonome du progrès technique, par réinvestissement systématique des profits ou par une rationalité de gestion qui, du fait de l'augmentation de la taille des entreprises, incite à un fonctionnement plus régulier et moins soumis à l'exécution des ordres de la clientèle.* »

Ce tableau clinique permet-il d'expliquer certains des symptômes de la maladie de nos économies actuelles ? Plusieurs évolutions des économies des pays développés depuis 1974 sont paradoxales. La stagflation que Bouvier (1979) qualifie d'« *extraordinaire nouveauté* » et de « *symptôme apparemment grave : auparavant, avant la Seconde Guerre mondiale, comme avant la Première, les prix baissaient pendant les crises ; et cette baisse était un élément de rééquilibrage, de régulation, puis de reprise ultérieure. Désormais, depuis les années 1960, et depuis la crise de 1974-1975, même les difficultés économiques lourdes ne mettent pas un frein à l'inflation. Nous sommes dans l'ère de l'inflation sans fin.* » La croissance depuis 1974 est moins « *piteuse* » (Baverez, 1998) que « *glorieuse* » [5] même si elle ne correspond qu'imparfaitement au schème schumpétérien : à côté des NTIC (Nouvelles Technologies de l'information et de la communication), de vieux secteurs – tels l'automobile, le pétrole ou la chimie – sont des fers de lance de la mondialisation et de la performance économique…

Résumons-nous : les crises sont consubstantielles au capitalisme, « cycliques » – entendons : régulières –, d'autant plus longues qu'elles correspondent à une mutation profonde des ressorts de croissance. Est-ce à dire néanmoins que les crises ont sans cesse été subies comme le risque à payer de la croissance ?

Les crises, un risque endossé par le capitalisme

Robert Boyer (2004, p. 75) et l'école de la « régulation », d'origine marxiste, proposent une lecture des crises qui correspondrait à une rupture du mode de régulation : « *Fidèle à la tradition marxiste, la théorie de la régulation considère que le profil cyclique de la conjoncture résulte des caractéristiques mêmes des formes institutionnelles que sont la concurrence et le rapport salarial : tendance à la suraccumulation pendant l'expansion, puis retournement et ajustement des déséquilibres ainsi apparus durant la phase de récession, de dépression ou de crise.* »

Autant les « régulationnistes » accordent une place importante aux crises, autant leur approche est complexe et délicate à manipuler. Nous prendrons donc le terme de « régulation », entré dans la langue française en 1842 [6], soit avant les crises importantes du capitalisme, dans son sens commun de « lissage », d'« équilibrage ». La reconstitution honnête du passé permet d'avancer que les acteurs, comme des médecins inquiets de la fièvre, ont essayé d'élaborer des mécanismes de régulation, largement empiriques au XIXe siècle. Une régulation *a priori* tout d'abord. Ainsi des codes napoléoniens – Code civil de 1804, Code du commerce de 1807 – qui « *donnèrent des cadres de fonctionnement stables et unifiés* » souligne Verley (1997, p. 311).

La codification de la loi participait des « *masses de granite* » chères à l'Empereur : bref, éloigner tout désordre, en matière de crise économique aussi. Le contrôle drastique des sociétés anonymes, soumises à l'autorisation préalable du Conseil d'État jusqu'en

1867 qui réclamait une mise de capital très importante, peut s'interpréter comme la marque d'une volonté « prudentielle » avant l'heure, comme une thérapie préventive de la déconfiture des grandes entreprises. L'idée peut, certes, faire sourire un juriste spécialisé en droit du travail d'aujourd'hui, mais on peut aussi parler d'une première intervention de l'État visant à réguler le marché – encore très libre – du travail en France au XIXe siècle. Citons-en quelques jalons : interdiction du travail des enfants en 1841, droit de grève en 1864, liberté syndicale en 1884, loi sur les accidents du travail de 1898, loi sur le repos hebdomadaire dominical de 1906…

Comme dans l'Allemagne de Bismarck qui à la fin du XIXe siècle invente le premier modèle d'État-providence, il s'agit d'éviter les crises sociales et de bâtir un compromis de croissance acceptable de tous à la sortie de la grande dépression où l'État endosse les risques du nouveau paradigme productif : « *Risque, tel est le mot-clé qui amène à fonder un droit nouveau qui assure un "compromis" entre le monde du travail dont les marges de manœuvre sont progressivement dévorées par les progrès de la grande industrie et un monde patronal qui a besoin de "tenir son monde" en main, en lui assurant la sécurité pour mieux le fixer.* » (Marseille, 2001).

Une régulation *a posteriori* également : « *C'est aussi au cours de la dépression des années 1880 et 1890 que le risque lié à la perte involontaire du travail va commencer à être pris en compte, le livre publié par William Beveridge,* Unemployment : a Problem of Industry*, marquant à cet égard un nouveau tournant dans l'élaboration du compromis social rendu nécessaire par le développement de l'industrie organisée et l'instauration du rapport salarial moderne.* » (Marseille, 2001). Une régulation « immédiate » enfin, décidée sous la pression de l'événement, directement consécutive des crises économiques du moment. On peut citer la création des ateliers nationaux en 1848 afin de réguler le « chômage » [7], le plan Freycinet en 1879 de construction de voies secondaires de chemin de fer destiné à relancer l'activité, ou la création du service de la répression des fraudes dépendant du ministère des Finances par Clémenceau pour juguler la crise de surproduction viticole du Languedoc (Côte, 2000) en « *normant* » le vin afin de punir les « *pinardiers* » (Stanziani, 2003). Bouvier et Caron articulent très justement l'histoire du premier XXe siècle autour du triptyque « Guerre, crises, guerre (1914-1949) » [8]. Les guerres et la crise de 1929 constituent effectivement un tel choc (exogène ou endogène) que l'État est promu régulateur en dernier ressort et forcé d'intervenir pour rétablir le fonctionnement singulièrement grippé du marché.

L'actuelle crise des *subprimes* appelle au même raisonnement : Qui à part l'État peut « cantonner » le risque et permettre au système financier un nouveau mode de régulation ? (Lorenzi, 2008). Remise en perspective, la (dé)régulation financière instaurée au milieu des années 1990 marque l'échec de l'après-Glass-Steagall Act de Roosevelt de 1933 qui, rappelons-le, séparait les risques des banques d'affaires des banques de dépôts : selon Joseph Stiglitz (2003 ; rééd. 2005), dans un tel système, « *les investisseurs étaient au moins assurés que, si une firme avait des problèmes, elle aurait du mal à emprunter* ». Et de fait, c'est le souvenir de l'impasse de marché des années 1930 qui avait présidé à la régulation macroéconomique du capitalisme des Trente Glorieuses. Salaires élevés assurant stabilité économique et sociale, négociation collective acceptée de tous, investissements et déficits publics contra-cycliques, le compromis fordiste mêlait finalement, de façon sinon harmonieuse du moins efficace, État et marché.

En 1972, Samuelson estimait que les crises cycliques du capitalisme étaient définitivement vaincues, quand Carré, Dubois et Malinvaud soulignaient que l'« *extraordinaire développement* [de la France] *ne sembl[ait] pas devoir se ralentir sensiblement avant pas mal d'années* » [9]. À l'inverse des années 1930, la crise entamée en 1973 voit « *le retour en force des valeurs libérales dans le monde des années 1980* » (Asselain, 1996, p. 29), celles-la mêmes qui ont encouragé la mondialisation et la fluidité des échanges. « *Le génie financier précède toujours la chute* » prophétisait Galbraith. Ce ne sont pourtant ni les nouvelles

technologies, ni la mondialisation, ni le système financier qui ont amené à la crise actuelle : nous venons là d'énumérer trois puissants leviers de croissance du dernier quart de siècle.

Pour l'économiste Jean-Hervé Lorenzi (2008), « *le mot clef est l'excès : dans les cinq dernières années, on a assisté à l'emballement d'un système incontrôlé, […] période de toutes les folies, marquée par la dérive de la titrisation.* » Peut-être que pour éviter ces poussées de fièvre et les risques de convulsions économiques qui s'y sont attachés, l'État-thérapeute devra remettre à plat le protocole de prise en charge des économies dont les symptômes ont dépassé le stade viral pour atteindre le risque épidémique. Peut-être vivons-nous la fin d'un cycle de l'offre et le retour non pas de la dépense publique mais de la défense publique de la croissance.

La leçon d'histoire de Jean Bouvier (1969) sur *Le krach de l'Union générale* paraît, comme dans un manuel de médecine, décrire le tableau clinique de l'évolution commune des crises financières. Citant l'économiste Léon Say (1882), Bouvier montre la logique suicidaire des firmes qui aboutit au krach : « *L'impossibilité dans laquelle on s'est trouvés de liquider les opérations de Bourse d'une banque qui spéculait sur ses propres actions n'est qu'un fait particulier. Le fond de l'affaire c'est que depuis deux ans la France avait mis ses épargnes dans des entreprises improductives ou imaginaires, et qu'elle les avait perdues.* » Sociétés financières (ou autres) qui rachètent leurs propres actions dans le but de maintenir artificiellement leur cours, spéculation sur les produits titrisés finalement invendables… Et Bouvier de dégager la portée de l'événement, l'inéluctable évolution de la maladie : « *Mais au-delà des phénomènes boursiers, monétaires et financiers, derrière eux et après eux, se produisent les véritables "excès" : ceux de l'appareil de production progressivement gagné par la paralysie de la dépression – par une paralysie régressive. Ici apparaissent les déséquilibres fondamentaux.* » Le krach n'est donc qu'un pic de la fièvre spéculative qui révèle des faiblesses latentes de l'organisme économique.

Conclusion

« *Laissez-nous faire, protégez-nous beaucoup* » écrivait un manufacturier de coton de Bourges à l'intendant du commerce en 1786 [10]. Ce « petit fait vrai », dont les historiens sont friands, est-il si dépassé et contradictoire que cela ? Les crises du capitalisme sont régulières, et d'autant mieux acceptées que le capitalisme sort ragaillardi de chacune des crises maladives qu'il a rencontrées : « *Le système fabrique, sous la pression de la société, ses anticorps.* » (Minc, 2004).
La question est de savoir si l'histoire économique permet de repérer des cas de guérison spontanée, si l'historien peut préconiser l'automédication ou l'intervention de l'État-médecin selon des protocoles qui peuvent aller du *placebo* (« La prospérité est au coin de la rue. ») à l'homéopathie (le crédit d'impôt ciblé sur les ménages américains surendettés), à l'urgence (éviter l'effet domino des faillites en chaîne, maintenir opérationnel le système de crédit), à la prise en charge pasteurienne (cantonner le risque des mauvaises dettes titrisées en les mettant en quarantaine du marché), à la recherche d'une thérapie innovante certainement.

Ce que l'historien peut avancer avec quelque certitude, c'est que le risque de mortalité du capitalisme est quasi nul, les Cassandre tels Marx ou Schumpeter ayant été démentis. Ce qui n'empêche ni l'apparition de symptômes imprévus ni une convalescence à la durée inconnue.

Notes

1. Joseph Schumpeter, Capitalisme, socialisme et démocratie, *1ère éd., Londres, G. Allen and Unwin Ltd, 1942, rééd. Payot, Paris, 1951, p. 159, cité par Jacques Marseille, « Nouvelles lectures sur les avenirs flous de la longue crise »,* Vingtième Siècle. Revue d'Histoire, *n° 69, 2001.*

2. Hector Denis, économiste belge, La dépression économique et sociale (1895)*, cité par Jacques Marseille, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? »,* L'Histoire*, n° 172, 1993, rééd. in Jacques Marseille (sd),* Puissance et faiblesses de la crise industrielle. XIX-XXe siècles*, Seuil, Points, 1997, pp. 109-110.*

3. « Les "Trente Glorieuses" du XIXe siècle » selon Jacques Marseille, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? », L'Histoire*, n° 172, 1993, rééd. in Jacques Marseille (sd),* Puissance et faiblesses de la crise industrielle. XIX-XXe siècles*, Seuil, Points, 1997, p. 110.*

4. Jacques Marseille, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? », L'Histoire*, n° 172, 1993, rééd. in Jacques Marseille (sd),* Puissance et faiblesses de la crise industrielle. XIX-XXe siècles*, Seuil, Points, 1997, p.126.*

5. Jacques Marseille, « Nos vingt glorieuses », XXe siècle. Revue d'Histoire*, n° 52, octobre-décembre, 1996 ; ou* La guerre des deux France. Celle qui avance et celle qui freine*, 1ère éd. 2004, rééd. Perrin, coll. Tempus, (1ère partie « Les nouvelles trente glorieuses »).*

6. Selon Le Petit Robert *qui propose la définition suivante : «* Le fait de maintenir en équilibre *».*

7. Robert Salais ou Christian Topalov (in Naissance du chômeur. 1880-1910*, Paris, A. Michel, 1994) rappellent que le mot n'entre dans les catégories mentales et statistiques qu'à la fin du XIXe siècle qui parlait de « morte saison », de « sans ouvrage », même si la réalité économique du chômage est, elle, incontestable.*

8. Jean Bouvier et François Caron, « Guerre, crise, guerre 1914-1949 », in Fernand Braudel et Ernest Labrousse, Histoire économique et sociale de la France*, tome IV, 1-2, 1880-1950,* La croissance industrielle. Le temps des guerres mondiales et de la Grande Crise*, PUF, 1980, rééd. Quadrige, 1993.*

9. J.-J. Carré, P. Dubois, E. Malinvaud, La croissance française*, Le Seuil, 1972, cité par Jean-Charles Asselain, « Croissance économique et retournements de tendance au XXe siècle. Une mise en perspective de la "crise" actuelle »,* XXe siècle. Revue d'Histoire*, n° 52, octobre-décembre, 1996, p. 19.*

10. Cité par Patrick Verley, Jean-Luc Mayaud, « En l'an 2001, le XIXe siècle à redécouvrir pour les historiens-économistes ? », Revue d'Histoire du XIXe siècle*, 2001.*

Bibliographie

ASSELAIN Jean-Charles, « Croissance économique et retournements de tendance au XXe siècle. Une mise en perspective de la "crise" actuelle », *XXe siècle. Revue d'Histoire*, n° 52, octobre-décembre, 1996.

BAIROCH Paul, *Victoires et déboires. Histoire économique et sociale du monde du XVIe siècle à nos jours*, trois volumes, Folio Histoire, 1997.

BAVEREZ Nicolas, *Les Trente Piteuses*, 1ère éd. 1998, rééd. Champs de Flammarion, 1998.

BOUVIER Jean, *Le krach de l'Union générale (1878-1885)*, Paris, PUF, 1960, pp.280 sqq.

BOUVIER Jean, « Sur les origines de la crise économique mondiale », *L'Histoire*, septembre, 1979.

BOYER Robert, *Théorie de la régulation. Tome 1 : Les fondamentaux*, La Découverte, Repères, 2004.

BRAUDEL Fernand, « La longue durée », *Annales ESC*, octobre-décembre 1958, reprint in *Écrits sur l'Histoire*, Paris, Flammarion, 1969, pp. 41-51.

CÔTE Sébastien, « Répression des fraudes. Les raisins de la colère », *Enjeux*, novembre, 2000.

DEBONNEUIL Michèle ; CAHUC Pierre, *Productivité et emploi dans le tertiaire*, rapport du CAE, La Documentation française, 2004.

JUGLAR Clément, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, Paris, 1862, p.1-9.

KASPI André, *Histoire des États-Unis*, éd. A. Colin, U, 1969, rééd. 1983, p.109.

LABROUSSE Ernest, *La crise de l'économie française à la fin de l'Ancien Régime et au début de la Révolution*, PUF, Paris, 1944.

LABROUSSE Ernest, « À livre ouvert sur les élans et les vicissitudes des croissances », *Histoire économique et sociale de la France*, tome III, 1789-1880, 1ère éd. 1976, rééd. PUF, Quadrige, 1993, pp. 1002 sqq.

LÉVY-LEBOYER Maurice, « L'héritage de Simiand », *Revue historique*, n° 493, 1970.

LÉVY-LEBOYER Maurice ; BOURGUIGNON François, *L'économie française au XIXe siècle. Analyse macro-économique*, Economica, 1980.

LORENZI Jean-Hervé, « Est-il encore temps d'éviter la dépression mondiale ? », *Le Monde*, 21 mars, 2008.

MADDISON Angus, *L'économie mondiale. Une perspective millénaire*, OCDE, 2001.

MARSEILLE Jacques, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? », *L'Histoire,* n° 172, 1993.

MARSEILLE Jacques, « Nouvelles lectures sur les avenirs flous de la longue crise », *XXe Siècle. Revue d'histoire*, n° 69, 2001.

MINC Alain, *Les prophètes du bonheur. Une histoire personnelle de la pensée économique*, Grasset, 2004, p.158.

SAUVY Alfred, *La machine et le chômage*, Dunod, 1980, reprint in *La vieillesse des nations*, Gallimard, Tel, 2000.

SAY Léon, *Journal des économistes,* 15 novembre, 1882.

SCHUMPETER, *La théorie de l'évolution économique*, 1ère éd. 1911, rééd. Dalloz 1934, et rééd. partielle dans la *Revue française d'économie*, volume 2, n° 4, 1987.

STANZIANI Alessandro, « Action économique et contentieux judiciaires. Le cas du plâtrage du vin en France. 1851-1905 », *Genèses*, n° 50, mars, 2003.

STIGLITZ Joseph, *Quand le capitalisme perd la tête*, Fayard, 2003, rééd. Poche, 2005, p. 288.

VERLEY Patrick, « Quelques extraits d'articles de Kondratiev », *Recherches et travaux. Bulletin n° 10. Institut d'histoire économique et sociale*, Paris I, novembre, 1981.

VERLEY Patrick, *L'échelle du Monde. Essai sur l'industrialisation de l'Occident*, Gallimard, NRF, Essais, 1997.

VERLEY Patrick, *La Révolution industrielle*, Folio Histoire, 1997, p. 311.

VERLEY Patrick, *Nouvelle histoire économique de la France contemporaine. Tome 2 : l'industrialisation (1830-1914)*, La Découverte, Repères, 1ère éd. 1989, rééd 2003, pp.10-11.

Le retour des crises financières est-il inéluctable ?

André Straus

Chargé de recherches, CNRS, Paris 1

Plutôt que de répondre de façon péremptoire à la question posée dans son titre, cet article pose trois interrogations :

- Peut-on prévoir des fluctuations ou des perturbations qui soient autre chose que des accidents, autrement dit, du hasard ?

- Dans quelle mesure certaines innovations financières sont-elles le produit de crises financières ?

- Quelle est l'importance du phénomène d'oubli dans la récurrence des crises financières ?

Il est apparemment paradoxal de demander à des historiens d'anticiper le futur. Le cas est un peu particulier dans le cas de l'historien-économiste. Bien que l'économie se soit développée à partir de l'histoire, les deux disciplines ont fondamentalement des attitudes différentes devant la réalité qu'il s'agit d'analyser. Pour l'historien, la « flèche du temps » lui dicte que ses objets d'étude sont uniques. Ce qui s'est passé ne s'est passé qu'une fois et ne se reproduira jamais. L'économiste recherche des lois, des régularités. À moins de ne considérer l'histoire que comme une simple chronique, l'historien économiste doit s'efforcer d'identifier des périodes du passé suffisamment longues pour pouvoir y déceler des régularités dans le fonctionnement des économies qu'il étudie, sans céder à la tentation toutefois de leur conférer un caractère de « lois » (Popper, 1957). Les problèmes posés par cette question sont innombrables. Pour n'en citer que quelques-uns, une réflexion sur cette question voudrait que la définition de la crise financière soit donnée, que « la finance » elle-même soit définie, que ses rapports éventuels avec le « cycle » économique soient cernés, que la nature exogène ou endogène de la crise financière soit discutée ou encore que l'apparition de « systèmes financiers » soit datée et expliquée. On ne sera donc pas surpris si, dans le cadre de cette brève note, je me limite à envisager trois points :

- la prédictibilité des crises financières ;
- les rapports entre innovations financières et crises financières ;
- enfin, la formation des bulles et les comportements d'oubli.

Crises financières, cycles, fluctuations et prédictibilité

Que doit-on entendre par crises financières ? Les définitions sont fort nombreuses entre celle d'Allen et Gale (2001), celle d'Aglietta (2005), de Bordo *et alii* (2001), celle d'Eichengreen et Portes (1989) ou encore celle de Lutfalla (2001).

Pour limiter notre champ de réflexion, disons, premièrement, qu'il faut que le degré de « mobiliérisation » de l'économie ait atteint un niveau suffisamment élevé

pour pouvoir identifier les crises financières, et, deuxièmement, que dans l'optique qui sous-tend notre papier, nous supposerons acquise l'idée d'un certain « rapport » entre « cycles » ou « fluctuations » de l'économie et crises financières (Aglietta, 2001 ; Boyer, Dehove, Plihon, 2004).

La « cyclicité » des économies est un vieux problème. Dans les économies à dominante agricole, les « sociétés immobiles » dont parlait Leroy-Ladurie, les crises économiques étaient rythmées par les aléas climatiques, aux temps « des vaches grasses » succédait celui « des vaches maigres ». C.E. Labrousse avait tenté de théoriser l'évolution des crises en même temps que celle des cycles. À ce « cycle » de nature agricole correspondait des crises de subsistance, et ce sont eux qui rythmaient la vie des économies tant que l'agriculture resta prépondérante. Peu à peu, cependant, tandis que l'industrie prenait son autonomie, les cycles devinrent des cycles des affaires, mis en évidence par Juglar (1862), d'une durée de 7 à 10 ans, considérés par lui comme inéluctables dans le développement de l'économie et dont les signes se lisaient dans la sphère de la monnaie et du crédit. Ces cycles des affaires de « l'époque classique » ont parfois donné lieu à des lectures d'un mécanisme simpliste dans leur datation, ce qui a contribué à les déconsidérer. Au point que certains historiens ont eu tendance à substituer au terme de « cycle » (Juglar, Kondratieff, Kitchin), celui de « fluctuation ». De plus, la majeure partie de l'historiographie française, qui reprochait aux études concernant le cycle son caractère mécaniciste et son peu d'actualité, a préféré s'intéresser pendant les Trente Glorieuses aux phénomènes de croissance. Cette attitude a commencé, lentement, à changer avec le retournement de la conjoncture (la « rupture de 1974 », pour reprendre l'expression de Paul Dubois). Et le « cycle » semble être redevenu un sujet digne d'intérêt [1].

Le meilleur exemple en est l'*Histoire économique et sociale de la France* dans laquelle les contributions d'E. Labrousse, F. Braudel, J. Bouvier et M. Lévy-Leboyer sont d'une importance tout à fait particulière. La recherche étant fille de son temps, les développements récents de la théorie économique, comme la (ou les) théorie(s) de la croissance endogène, cherchent à réintégrer cycles et croissance dans une même approche de la dynamique de l'économie. Ils réhabilitent ainsi Schumpeter qui insistait sur le fait qu'il n'est de croissance que cyclique. Chaque cycle observable présente certes une individualité historique qui oblige l'analyste à rechercher ses causes spécifiques. Il n'en est pas moins vrai que le déroulement du cycle se confond avec l'histoire du capitalisme. De plus, les théoriciens de la croissance endogène cherchent, dans ce cadre, à réintégrer la finance et l'économie réelle (Aghion, Howitt, 2001). Cela étant, l'étude des cycles ou des fluctuations passés (évidemment) permet-elle – si l'on peut mettre en évidence leur existence – la projection dans le futur ? Et qu'en est-il en matière de finance ?

Pour les mathématiciens ou les physiciens qui se sont penchés sur les phénomènes financiers, les intuitions initiales proviennent d'une perspective comparative. Les chroniques temporelles des cours de bourse, du pétrole du vingtième siècle ou du prix des céréales au dix-huitième siècle ont la même « allure ». De là, leur est venue l'idée de tenter, comme en physique, de modéliser des situations complexes, *a priori* imprévisibles, en modifiant la notion de prédiction et en inventant de nouveaux instruments de description statistique. « *Au lieu de dire "le cours du CAC 40 dans huit jours sera de 1988" on dira "avec une probabilité de 95 %, le cours du CAC 40, dans huit jours, sera compris entre 1986 et 1990"* » (Dacunha-Castelle, 1996). On trouve à l'origine de ce courant général de pensée Louis Bachelier (rééd. 1984) lorsqu'il soutient en 1900, sous la direction de Poincaré, sa thèse « Théorie de la spéculation ». Son travail s'appuie sur deux principes fondamentaux :

- premièrement, puisque pour un cours coté, il y a autant de vendeurs que d'acheteurs, le marché n'a pas d'anticipation à la hausse ou à la baisse ;
- deuxièmement, le marché est équitable et l'espérance mathématique du cours est le cours réel.

Bachelier, qui pense pouvoir étudier de manière statique la loi de probabilité des variations de cours à un instant donné, va identifier la distribution du cours vrai en résolvant l'équation de convolution par transformation de Fourier ; il obtient ainsi une famille de densités gaussiennes centrées sur le cours vrai dont la variance est proportionnelle au temps. Il obtient ce résultat essentiel qu'il suffit d'un paramètre pour

identifier la distribution : la volatilité. Pour convaincre de l'intérêt de sa modélisation, Bachelier va la relier à la théorie des jeux de hasard alors à la mode. Il montre que l'on peut modéliser l'incertain sur les mouvements de l'action par la marche au hasard et que la probabilité de la diffusion du cours entre ses deux plus proches voisins satisfait l'équation de la chaleur – qui sera introduite par Einstein en 1905 pour modéliser la position des particules soumises à des chocs aléatoires. On donne aujourd'hui au mouvement sous-jacent le nom de mouvement brownien. Bachelier ne fera pas école en mathématiques pendant longtemps jusqu'à ce que, en réponse à des problèmes physiques, ou de prévision météorologique, mathématiciens, statisticiens ou probabilistes reprennent les hypothèses de Bachelier et, par étape, les développent dans un sens qui va aboutir aux analyses modernes des systèmes dynamiques. Une étape importante a été la confrontation de la réalité des cours sur les marchés avec les gaussiennes établies par Bachelier et la distribution des prix empiriquement constatés sur un marché. Celle-ci présente une queue de Pareto où la décroissance en loi de la probabilité des extrêmes est lente [2]. Cela est d'autant plus vrai que la période considérée est courte. Des mouvements d'intense volatilité sont suivis d'accalmies plus ou moins longues : c'est d'une importance particulière dans le domaine financier.

Le désir de la prédiction est aussi ancien que l'humanité, mais l'accroissement du mouvement et de l'instabilité qui l'ont accompagné a augmenté ce désir, dont la réalisation semblait facilitée par les considérables progrès de l'informatique. Certes, l'outil même a ses propres limites : n'en ressort que ce qui a été rentré d'une manière formalisée. Ce n'est donc pas un hasard si les scientifiques parlent de « systèmes » dynamiques. D'abord développés en réponse à des problèmes météorologiques ou physiques, les scientifiques en sont venus à tenter de résoudre des problèmes qui semblaient pendant longtemps ne pas se poser : stabilité périodique des astres, rythmes des saisons... Le monde, en effet, semblait rythmé et périodique. Avec l'évolution des instruments de mesure, des mentalités se détachant peu à peu d'un déterminisme théologique, la notion d'incertain, sa conscience, sa mesure ont gagné du terrain. Le phénomène de périodicité n'en a pas été affaibli mais la possibilité de grippages donnant naissance à des comportements erratiques est devenue plus claire. Pour faire court, c'est ce constat qui a donné naissance, en un temps assez long , à la théorie des systèmes de chaos déterministes. L'évolution de ce type de théorisation a gagné récemment les domaines des comportements collectifs. Le monde économique dans lequel nous vivons est devenu de plus en plus instable : la rapidité des transports, la transmission presque instantanée de l'information, la mondialisation de l'économie rendent la société plus instable. Pour David Ruelle (2000) « *sans doute jusqu'à présent l'imprédictibilité du futur n'a affecté aussi globalement notre civilisation toute entière* ». Donc « faire une prévision » sera désormais préciser le futur en diminuant autant que possible, sans pour autant la supprimer, la part du hasard, ce qui ne peut se faire qu'en exploitant au mieux l'information provenant du passé. « *Prévoir ressortit ainsi alors à la statistique* » (Dacunha-Castelle, 1996). Et cela suppose la modélisation. En économie, un aspect large consensus existe aujourd'hui sur le fait que, à cause de l'impossibilité de contrôler suffisamment tous les facteurs qui entrent en jeu, il n'est guère possible de s'en tenir à des modèles déterministes pour décrire et, surtout, pour prédire l'évolution des phénomènes. L'aléatoire est le recours et il faut tenter de construire des modèles de prévision en univers incertain utilisant la dépendance entre passé et présent au sens probabiliste du terme. Cependant, l'inconvénient de ces modèles probabilistes est que leur pouvoir explicatif peut être très pauvre. En revanche, leur avantage est de se dégager du cadre souvent inadéquat de la mécanique. Construire un modèle de l'évolution boursière ou du taux d'endettement global, ou des seuls ménages, consiste avant toute chose à analyser la mémoire du phénomène que l'on suppose présenter une certaine récurrence. C'est ce modèle qui traduit la forme particulière entre le présent et tout le passé. Du moins le passé utile à la prévision mathématique. Cette mémoire qui, dans le cas du cycle, est susceptible de porter sur sept, huit ou dix ans peut suffire à la prédiction à condition qu'elle reste invariante au cours du temps. La vraie valeur du phénomène étudié lors de la dernière séquence sera aussi fonction de l'ajout d'un aléa indépendant du

passé, le bruit d'innovation, synthétisant tout ce qui est « nouveau » à ce moment-là. Le modèle ainsi construit est stationnaire. Cette qualité dépend d'une période historique donnée dont la durée est largement d'ordre pragmatique (Popper, 1957). En extrayant du mouvement réel par des méthodes statistiques une tendance de moyen terme, on peut juger si le phénomène étudié, la forme de la « mémoire » de la différence, est à peu près invariant sur la période. Ainsi, si la forme du phénomène est celle d'un cycle, par exemple un cycle des comportements financiers, la connaissance de la période constituant le cycle peut suffire à la prédiction à condition d'avoir pondéré les différents temps constituant le cycle en fonction de la connaissance que l'on a du cycle passé. Mais cela exige qu'il n'y ait pas de changement brutal de l'économie.

Dans un premier temps, pour prévoir l'évolution de l'économie, on a cherché à incorporer un grand nombre de variables dans les modèles ; ce faisant, la description du passé était bonne, semblant avoir réduit le hasard au minimum alors qu'il était intégré dans les paramètres du modèle : ce que montrent les valeurs différentes prises par ces paramètres lorsqu'on les estimait sur des sous-périodes. Trop bien décrire, en prenant en compte trop de mémoire, peut ainsi conduire à minimiser l'innovation du mouvement présent et donc nuire à la qualité de la prévision. Pour l'historien-économiste, pour lequel de toute évidence les régimes économiques diffèrent avec le temps, qui chercherait à prévoir l'éventuelle survenue d'une crise financière et qui ne connaît que le passé, il fallait donc en première approche considérer que le futur présenterait la même stationnarité que celle qu'il avait dégagée dans la période passée, rejetant alors l'éventuel imprévu structurel qui aurait amené à terme la modification des paramètres. En présence de « rupture du modèle », il faudra un certain temps pour élaborer un nouveau modèle. Auquel cas, l'élaboration de nouveaux modèles présentant une stationnarité ainsi que leur éventuelle aptitude à la prévision prendra du temps. Cependant, il existe un vaste ensemble de travaux statistiques et économétriques relatifs aux changements structurels des modèles linéaires, limités à un seul changement (voir par exemple un *survey* par Bhattacharya, 1994) ou à des changements structurels multiples (Bai, Perron, 1998) qui pourraient peut-être aider l'historien avide de jouer les Nostradamus. On a fait allusion plus haut aux développements théoriques depuis les années 1970 des systèmes dynamiques non linéaires. Les modèles qui peuvent en être issus semblent pouvoir prendre en compte des phénomènes complexes qui semblent relever à la fois, dans le cadre de périodes historiques à délimiter, de phénomènes déterministes et de comportements qui semblent aléatoires. L'objet de cette approche dynamique est constitué par les propriétés globales des systèmes complexes, c'est-à-dire sur la coordination entre les différents éléments qui les composent. L'idée centrale est celle de l'émergence du comportement, à partir des propriétés du système, des paramètres environnementaux et du temps. Cette émergence exprime l'apparition de propriétés nouvelles apparaissant du fait de l'agrégation d'éléments au sein d'un ensemble et qui peuvent, en retour, inhiber certaines propriétés des éléments constitutifs À condition de donner au terme « dynamique » son sens de l'évolution dans le temps, il s'agit bien d'une étude de la morphogenèse des systèmes. Le développement des modèles aléatoires en mathématiques a permis de mettre en évidence dans un certain nombre de cas des « *attracteurs* » (Lorenz, 1963), appelés aussi « *attracteurs étranges* » par Ruelle et Takens (1971) notamment, et qui sont, pour ainsi dire, les coordinations préférentielles vers lesquelles tend à revenir le système dans son évolution, permettant de parler de « *chaos déterministe* ». La théorie du chaos permet ainsi de distinguer entre les structures sous-jacentes qui apparaissent aléatoires ou imprévisibles en termes d'analyse traditionnelle, mais qui sont en réalité des processus déterministes non linéaires identifiables et les structures sous-jacentes qui contiennent des composantes stochastiques. Surtout, cette théorie s'applique particulièrement bien à des systèmes « ouverts » dans lesquels l'ordre et la complexité s'accroissent en fonction du temps.

Pour l'historien, elle présente en particulier trois aspects intéressants. Tout d'abord, elle étudie des systèmes complexes, au sens de l'hétérogénéité des éléments qui les composent, individus, groupes sociaux, régions qui peuvent être redevables d'analyses spécifiques en termes de niveaux d'agrégation ou de

temporalité, et donc être redevables de diverses déterminations (pensons ici aux divers « cycles » de l'analyse économique classique), soit en termes d'« attracteurs » (en fait de degrés de liberté du système), la coexistence de plusieurs d'entre eux dont l'un serait à un certain moment prépondérant, puis plus. Cette idée pourrait permettre de justifier des analyses historiques (et des tentatives de prévision) par niveaux, non seulement micro/macro, mais aussi à des niveaux intermédiaires, par exemple selon le degré de monétarisation ou de financiarisation des agents, et donc d'approcher les comportements financiers de manière spécifique. En second lieu, cette approche s'intéresse à des systèmes ouverts et cela peut signifier l'élargissement du champ de l'économie. Stuart Kaufman produit par exemple un modèle qui présente une transition d'un régime régulier vers une dynamique « chaotique » [7] par la seule augmentation du nombre des voisins avec lesquels il peut y avoir des interactions : « *une société avec des échanges réduits peut se maintenir dans un état quasi stationnaire, sans progrès mais sans grande catastrophe non plus, alors que l'accroissement des échanges permet de passer tout à coup à une dynamique beaucoup plus riche et complexe. Ainsi, il serait bien possible que la révolution industrielle, qui a commencé vers le milieu du dix-huitième siècle en Angleterre, et un peu plus tard en France et en Allemagne, soit fondamentalement due à cet accroissement des échanges plutôt qu'à telle ou telle invention ou amélioration technique. S'agissant de "révolution", il n'est pas absurde de penser à une transition dans un sens qui se rapproche des sciences exactes. Cette transition serait alors due à une modification quantitative d'un paramètre (le nombre moyen des échanges) plutôt qu'à un changement qualitatif, comme celui qu'apporte une innovation technique* » (Bergé, Pomeau, Dubois-Gance, 1994). Je pense ici aux phases d'internationalisation de l'économie (1880-1914 ou 1980 à nos jours) et des marchés financiers, dont il serait nécessaire de rappeler, de manière précise et non « à la louche », les caractères historiques. Enfin, cette approche permet de tenter de cerner le pourquoi des changements de paramètres d'ordre sous l'impact des modifications des changements des paramètres de contrôle. Ici s'arrête forcément dans le cadre de cette note ces réflexions très rapides qui peuvent paraître soit insuffisantes, soit trop connues, soit les deux ensemble.

En réalité, le problème qui m'a été posé comme historien est celui de l'horizon de la prédiction. Et, sans pouvoir ici, faute d'espace, apporter de preuves scientifiques, il apparaît clair que la validité temporelle de la prédiction en matière financière est très courte ou bien très longue. Le résultat de cette brève réflexion sera donc le suivant, décevant : non, je ne peux prédire à trois, six ou dix ans qu'il y aura une crise financière, notamment parce que je ne crois pas avoir les moyens d'identifier les « pseudorégularités » de moyen terme ; mais oui, je pense qu'il y aura des crises financières dans le futur parce que notre « système » est un système dissipatif entretenu tant qu'existera le système solaire et parce que je crois que finance et économie sont difficilement dissociables.

Mais si l'histoire n'est pas prévisible, la construction de modèles cherchant à la prédire est-elle pour autant inutile ? Je pense paradoxalement que non. Et cela par réflexion et par analogie :

- d'abord, tenter de prévoir, c'est mettre en jeu des variables qui, si leur évolution ou le système dont elles font partie ne répondent pas à la prévision, permettent de tenter le contrôle et la correction de la dynamique du système ; mais c'est ici le métier, non d'historiens, mais d'économistes ou de « conseillers des princes » ;
- ensuite, parce que l'erreur peut éventuellement, par effet d'apprentissage, aider à l'amélioration dans la formulation des hypothèses qui ont fondé l'effort de prédiction et donc, étonnamment, à une meilleure compréhension de notre passé historique.

Les innovations financières et les crises

La prévision ou ses tentatives ont pourtant été mises en cause récemment lors de la crise financière et déjà en 1987 (*cf.* rapport Brady, 1987) à travers les innovations traduites par les modèles de prévision issus de la théorie du chaos pour couvrir les risques sur les marchés. Est-ce pour autant à ces instruments nouveaux, à ces innovations

financières qu'il faut attribuer la présente crise ou celle de 1987 ? Il faut, à mon sens, prendre au sérieux les propos de Nicole El Karoui : « *Nos modèles sont faits pour fonctionner dans des situations ordinaires, pour des quantités raisonnables de produits vendus, dans un contexte d'activité standard pour couper des pertes de 3 à 5 %. Pas pour des périodes de surchauffe, de bulle. Un système qui marche pour couvrir 50 millions ne marche pas pour 500, car un modèle n'explique pas tout. Les mathématiciens auraient peut-être dû mieux préciser que leurs modèles étaient frustes. Ils n'ont peut-être pas assez signalé le risque que faisait porter un très petit pourcentage de produits très risqués dans des produits structurés. Dans ce sens, les mathématiques sont un maillon de la crise ; mais pas le maillon décisif. Le maillon décisif est la formation d'une bulle. La vraie question est donc de savoir pourquoi on laisse des bulles se former.* » Elle ajoute : « *Je ne peux pas croire qu'on ne savait pas qu'outre-Atlantique il y avait beaucoup trop d'argent investi dans les* "subprimes*". Ces produits permettaient aux institutions financières de* "booster*" leur activité à une période où les taux étaient très bas. Les agences de notation sont aussi en cause. On ne sait pas comment elles font leur* "rating" *.Il faut aussi éduquer au risque et mieux informer sur les possibles erreurs des modèles. La crise nous oblige à analyser des phénomènes jamais vus. Car chaque krach est différent du précédent* ».

James C. Van Horne (1985) insiste, lui, sur la fabrication d'innovations financières comme industrie. Certains produits, dit-il, sont vendus comme tel, alors qu'ils ne présentent de nouveauté qu'à la marge ou pas de nouveauté du tout. Il est compréhensible que le promoteur d'une « innovation » souhaite réaliser un profit sans se soucier de savoir si ce qu'il vend représente quelque chose de consistant. Que de nouvelles idées continuent à développer de nouveaux produits ou procédés financiers n'est pas surprenant ; ce qu'il l'est plus, c'est d'arriver à faire passer comme innovants des produits ou des procédés qui ne le sont pas. Est-ce un effet de « bulle » qui permet à toutes sortes d'idées de prétendre au statut d'innovation ? Entrent en jeu ici, d'une part, les fabricants d'innovations (ici les scientifiques) et, d'autre part, leurs utilisateurs (les hommes de marché). Il paraît clair que pendant un certain temps au moins leurs intérêts convergent. Les uns sont d'ailleurs souvent employés par les autres.

Pour en revenir à la valeur prédictive des modèles, et ce, quels que soient l'échelle de temps et l'horizon de la prévision désirée en réalité, comme le dit Jean-Philippe Bouchaud (2008), il est nécessaire de travailler à la compréhension détaillée du mécanisme intime de formation des prix, de la dynamique des ordres à l'impact des transactions, et – peut-on ajouter – de la viscosité des comportements et de l'inertie des structures : « *Ce domaine dit de la "microstructure des marchés" en est encore à ses balbutiements, mais devrait connaître, grâce à l'analyse des données financières ultra haute fréquence, des développements très importants dans les années à venir.* » Il importe, me semble-t-il, d'élargir le sens habituel du terme « *microstructure des marchés* » et d'y inclure une connaissance microéconomique précise du fonctionnement concret des marchés de l'argent – qu'il s'agisse des marchés de titres ou de l'activité des banques – dans toute leur épaisseur historique et dans leur diversité, et non de se contenter de mesures trop agrégées.

« *Parmi les innovations qui ont permis d'utiliser plus intensivement les facteurs de production dans la première industrialisation, […] en France on omet souvent d'y inclure les institutions bancaires. […] Les capitaux ne manquent pas, devaient indiquer les Péreire, mais on ne cherche pas à en diriger l'emploi; à les attirer vers des centres pour, de là, les répandre dans les diverses branches de la production, suivant les besoins que chacun éprouve. C'est l'office des banques et la France n'en a pas.* » (Lévy-Leboyer, 1993). C'est donc un vrai problème que celui d'étudier les innovations financières. Or, sur le sujet, les travaux empiriques émanant d'économistes ont été très peu nombreux (Scott Frame, White, 2004). La fonction première d'un système financier consiste en l'allocation et le déploiement dans l'espace et le temps des ressources économiques ; cela englobe l'existence d'un système et de moyens de paiement, le transfert des agents en excédent vers les agents à déficit, ainsi que l'éventuel remboursement des débiteurs vers leurs créanciers, le rassemblement des épargnes en vue d'une utilisation ultérieure, ainsi que la réduction du risque à travers l'assurance et la diversification. L'activité d'un système financier se déroule dans un environnement caractérisé par des problèmes d'asymétrie d'information

et d'incertitude quant aux états futurs du monde. Pour des agents risquophobes, ces risques représentent un coût.

Certes, mais alors se posent deux questions. La première est celle du pourquoi de l'apparition des innovations financières. C'est la réflexion que soulève William L. Silber [3] à partir d'une approche microéconomique. Il s'agit pour lui de desserrer les contraintes financières imposées aux firmes, contraintes internes, comme les contraintes de liquidité que l'on retrouve fréquemment dans les entreprises financières, contraintes externes, qui peuvent procéder soit des réglementations en vigueur, soit des marchés qui en définissant les paramètres de la demande et de l'offre déterminent, par là même, les outils disponibles pour les entreprises. De nouvelles sources de fonds sont mobilisées, de nouvelles opportunités d'emplois sont trouvées, lorsque des changements exogènes dans l'environnement conduisent à la construction de nouveaux outils. Pour Silber, c'est lorsque le coût d'adaptation aux contraintes existantes devient trop élevé que se trouvent stimulées les innovations financières. Celles-ci ont en effet un coût et elles se développent lorsque le coût dérivé de ces contraintes deviendra supérieur à celui de la mise au point de nouveaux produits ou de nouveaux procédés. C'est alors qu'une invention financière deviendra innovation. On peut grouper les innovations financières en nouveaux produits, en nouveaux services, en nouveaux processus de production ou encore en nouvelles formes organisationnelles. On s'est beaucoup intéressé à l'apparition de nouvelles idées mais beaucoup moins à leur adoption et à leur diffusion. Pour sortir de l'abstraction, il paraît utile de se pencher sur l'histoire des innovations financières et de leurs effets dans un cas concret, celui de la France au dix-neuvième siècle, et de voir les éventuels rapports que ces innovations ont pu entretenir avec les emballements et les crises financières.

Le financement de la première industrialisation en France s'est longtemps heurté à une certaine inadaptation du système de crédit. L'instrument bancaire qui existait alors, le billet, n'a été qu'un substitut tardif au numéraire ; le chèque n'a été différencié juridiquement de la lettre de change qu'en 1865 et ne s'est propagé en milieu urbain qu'après l'établissement par dix-huit banques d'une chambre de compensation en 1871 – exemple d'une innovation financière ponctuelle destinée à avoir une grande efficacité – soit un siècle après l'Angleterre. La domination de la Haute Banque : de vingt à trente banques vers 1840 – héritières de vieilles maisons de commission et de change, originaires de Rhénanie et de Suisse, établies à Paris au dix-septième siècle –, leur nombre s'est accru sensiblement après les troubles de la Révolution par l'arrivée de nouvelles firmes. Le blocus continental puis la réouverture du commerce atlantique a incité des entreprises continentales à créer une filiale parisienne. Des changeurs de Londres se sont fait représenter sur le continent à cause des transferts de fonds occasionnés par les opérations militaires. Enfin, le déplacement du centre de gravité de l'activité économique a pu conduire des banques spécialisées dans la gestion des capitaux à venir trouver dans la capitale les emplois qu'elles ne trouvaient plus dans les années 1810-1925 à Francfort, Lausanne, ou même à Gênes et Barcelone. Ces banquiers ont incontestablement joué un rôle utile grâce à l'importance de leur fortune personnelle et de leur fonds social qui leur ont permis d'intervenir sur les marchés en tant que négociants ou armateurs, ce qui était pour beaucoup leur vocation initiale. Et, de plus en plus, ils ont agi à titre de garants des opérations des autres contre commissions, vendant pour le compte de tiers produits, titres ou devises, ou accordant des crédits d'acceptation, utilisables par lettre de change, ce qui était la manière habituelle de financement des entreprises. Ainsi, elles transformaient un papier commercial en instrument bancaire. À cette première fonction, les banquiers ajoutaient l'escompte des lettres de change qui les exposaient à des risques d'immobilisations, en cas d'interruption dans le flux des remises et des paiements. Cela conduisit les banquiers, de conserve avec des négociants parisiens, à créer des caisses d'escompte sous forme de commandite par actions, ayant pouvoir d'émettre des billets et jouant un rôle d'assurance mutuelle, leurs escomptes étant réservés en priorité à leurs actionnaires. Huit caisses d'escompte furent ainsi créées à Paris et à Rouen, la dernière en date étant la Banque de France, en 1800.

« *Mais ce système embryonnaire n'était viable qu'à la condition que soit organisé un véritable marché de l'argent, susceptible de mobiliser l'épargne et de la répartir entre les divers emplois, en classant les risques et les rendements*[4]. » Compte tenu du poids disproportionné de la Haute banque et de l'inorganisation du marché de l'escompte, cette adaptation du système financier mit du temps. En effet, les méthodes des marchands-banquiers n'exigeaient aucune innovation. Certes, ils étaient passés progressivement du négoce à la banque, mais sans modifier leurs manières d'opérer : l'acceptation de traites demeurait identique. On a là l'exemple de la nécessité d'une innovation organisationnelle, mais non de procédé.

En revanche, la pratique de l'escompte jusqu'alors utilisé de manière diffuse par les entreprises et les individus disposant de fonds en attente d'emploi, nécessitait un apprentissage technique : transférer à des organismes spécialisés les encaisses liquides en offrant aux détenteurs des services ou des intérêts, et ce, en ménageant des réserves. En effet, si la banque peut et doit faire fructifier les dépôts qu'elle reçoit, par exemple en les prêtant, elle peut aussi créer des dépôts en accordant des crédits. C'est l'abus de ce pouvoir de création qui conduisit à l'échec des premiers comptoirs d'escompte parisiens, dont six sur seize suspendirent leurs paiements en 1828-1830. On voit ici comment une innovation dans le métier de banquier, la pratique de l'escompte a pu par sa non-maîtrise et ses exagérations contribuer à la crise de 1828-1830.

En matière d'escompte, tout restait donc à faire pour unifier le marché. Les différents types de banque dépendant de la taille de leur marché, la Haute Banque continuait à bénéficier de l'activité exceptionnelle de la place de Paris qui jouait un rôle-pivot dans les règlements continentaux à l'époque du blocus, puis, pouvant prendre à sa charge une partie du déficit des pays méditerranéens ou nord-européens, à la fois dans leurs opérations directes avec Londres et dans celles qu'ils menaient outre-mer avec des crédits londoniens, grâce à la balance positive de la France vis-à-vis des pays anglo-saxons. Ainsi, bénéficiant des tirages auprès de tiers domiciliés chez elles par les marchands parisiens, provinciaux ou étrangers, qui leur déléguaient leurs rentrées de fonds, les maisons de la Haute Banque, qui effectuaient pour eux les paiements, disposaient de capitaux très importants, de loin supérieurs à ceux des maisons lyonnaises, alors deuxième place de France. Des ressources comme celles de la Haute Banque faisaient complètement défaut aux escompteurs parisiens qui escomptaient des effets de moindre montant en provenance de Paris ou des villes de la périphérie. Les marchés de l'escompte restaient cloisonnés, les taux pouvant valoir pour les bonnes valeurs, selon d'Esterno 3 à 3,5 % à Paris ou à Lyon, mais s'élever à 6-10 % dans certains bourgs de l'Ouest et du Centre. Le rééquilibrage entre institutions financières et entre Paris et la province allait s'effectuer avec l'apparition des banques de dépôts dans les années 1850 et 1860. On peut dire qu'ici l'innovation institutionnelle vient répondre à un besoin des marchés.

Pendant longtemps cependant, le manque d'efficacité du système de crédit français n'a pas nuit au développement de cette première phase de l'industrialisation, à cause de la faiblesse des immobilisations nécessaires en outillage, grâce aussi à l'importance et à la souplesse du crédit interentreprise. Et, pour se développer, l'importance des profits des entreprises était telle que les souscriptions ou les emprunts en capital sont restés faibles, la structure financière des entreprises restant intacte. Cependant, dans ce cadre qualitativement inchangé, certains membres de la Haute Banque et des banquiers des places rhénanes ou suisses ont, dans la première moitié du dix-neuvième siècle, pris des initiatives, à l'incitation de négociants et de notables détournés des fonds publics par la « banqueroute des deux tiers » mais aussi par le désir de trouver des placements pour leur propre compte tout en divisant leurs risques. Ils ont ainsi contribué à la création ou au développement de très grandes entreprises, notamment dans les chemins de fer – mais nous sortons ici de notre champ d'étude. Notons cependant qu'on a ici l'apparition d'innovations financières comme produits de l'initiative des banquiers. De plus, par rapport au début du siècle, les immobilisations étaient beaucoup plus lourdes et les moyens financiers se sont rapidement épuisés, surtout avec la révolution de 1848 et l'effondrement de la bourse.

C'est en réalité grâce à l'intervention de l'État – par des subventions, des crédits à très long terme, la réglementation des profits et des tarifs, et surtout par l'élargissement du marché des fonds publics que nécessitaient les besoins de l'État et auxquels furent rapidement assimilés les titres des compagnies de chemins de fer – que la crise a été surmontée, que de nouveaux moyens financiers ont été trouvés et que la participation de la Haute Banque à la construction et à la gestion des chemins de fer a pu se maintenir. La Haute Banque fut ainsi privilégiée mais elle ne représentait pas toutes les banques : le secteur dans son ensemble se heurtant à l'instabilité de son activité, cela conduisit à de nouvelles initiatives des pouvoirs publics et à la réorganisation du crédit. En effet, dans les années 1820-1840, le monde de la banque s'était peu à peu émancipé de son activité liée au négoce, à la fourniture des matières premières à l'industrie et au concours apporté à la vente des produits fabriqués. Mais, à tous les stades le rôle des banquiers était d'assumer une partie du risque commercial en se substituant en partie aux intéressés (crédits d'acceptation, activation de l'encaissement des ventes par des escomptes de traites, « concours bancaires courants » par la cession d'espèces pour le paiement des salaires, fournissement des remises de change). D'où les difficultés du secteur lorsque se grippait le flux des remises, obligeant les banques à puiser dans leurs propres liquidités, à avoir recours au réescompte là et lorsque c'était possible, ou à vendre des titres. Par deux fois, en 1830 et en 1848, malgré la fermeture de la bourse pour éviter la panique, malgré l'autorisation donnée à la Banque de France d'escompter des effets non timbrés, malgré la prorogation des échéances, le blocage du crédit a été général : en 1830-1841, 252 banquiers ou courtiers ont fait faillite ; 829 en 1846-1848 pour une moyenne annuelle de 110 pour l'ensemble des années 1820-1845. Certes, avec plus ou moins de détermination, les pouvoirs publics sont intervenus, ce qui peut expliquer la moindre intensité de la crise de 1830. Mais, quoi qu'il en soit, la paralysie du crédit à deux reprises conduisait à une réforme des institutions, donc à une reprise des innovations. Certaines initiatives sont venues des utilisateurs. Les projets nombreux dans les années 1830 s'accordaient sur la nécessité de donner une base plus stable au crédit et d'en assouplir les règles. L'expérience des Caisses de crédit – dans leur diversité de moyens – a eu un premier intérêt, celui de faire comprendre les risques du crédit parce qu'elles ont commis la faute d'immobiliser leurs capitaux et parce que le volume de leurs escomptes était trop élevé par rapport à leurs capitaux propres – cela grâce aux facilités de réescompte de la Banque de France, comportement abandonné par les maisons de la Haute Banque par crainte d'avoir à rembourser les traites endossées retournées impayées en cas de crise. Un grand nombre de ces caisses n'ont pas survécu à la crise.

À l'initiative cette fois des pouvoirs publics, des réformes d'urgence ont été engagées pour réanimer le crédit. Elles ont abouti à créer un système composite :
- comptoirs nationaux d'escompte, à l'imitation de ceux de 1830, créés sous forme de sociétés anonymes avec un capital partagé à égalité entre l'État, la ville et les particuliers avec la mission exclusive, limitée dans le temps, d'escompter des effets à deux signatures et de durée variable ;
- magasins généraux dans les principales villes (49), destinés à recevoir des marchandises invendues et à fournir des récépissés de dépôt, acceptés par la Banque de France en guise de deuxième signature ;
- sous-comptoirs, à capital privé, destinés à prendre ces warrants en nantissement et leur substituer des traites escomptables dans un comptoir d'escompte ; le développement des sous-comptoirs dont le capital était souscrit par des membres d'un seul corps professionnel resta limité à la capitale, servant en réalité de garant solidaire pour les crédits ouverts par le Comptoir d'escompte parisien dans les branches intéressées.

Mais, avec son caractère composite, le système paraît avoir fonctionné de manière efficace ; le but immédiat, désencombrer le marché et réamorcer la consommation après la crise, a été atteint. Pour donner une base plus solide à ces banques, notamment au Comptoir d'escompte parisien dont les opérations n'avaient en réalité été possibles que grâce aux concours de la Banque de France, de nouveaux statuts furent élaborés qui visaient certes à le libérer de la tutelle et de la participation de l'État, à diversifier ses opérations,

mais aussi à le protéger des erreurs qui avaient entraîné la ruine des premières caisses commerciales. Les mesures adoptées par les comptoirs furent un plein succès puisqu'ils assumaient en 1855-1860 44 % des escomptes, les 56 % restant le fait des caisses commerciales qui avaient poursuivi leurs opérations. Ici, c'est suite à la crise financière de 1848 que des innovations organisationnelles permirent d'avancer vers la construction d'un marché plus efficace du crédit commercial.

Dans le domaine des crédits à long terme, là aussi, l'intervention gouvernementale fut décisive. Ajournée jusqu'en 1852, sans doute parce que l'urgence était d'apurer la situation héritée de la crise, elle aboutit à la création du Crédit foncier, du Crédit mobilier, au renforcement du Comptoir. Mais, nous nous écartons de notre propos. Notons cependant que le Crédit foncier en vint lui aussi à faire des prêts à court terme, pratiquer des avances sur titres et ouvrir des comptes courants.

Surtout, une réorganisation – la troisième depuis 1830 – des établissements de crédit fut entreprise en 1858 qui allait permettre la fondation du Crédit industriel et commercial – CIC – (1859), de la Société de dépôts et comptes courants (1863), du Crédit lyonnais (1863) et de la Société générale (1864), renforçant ainsi le nombre et la puissance des grandes banques (le Comptoir d'escompte ayant doublé son capital en 1861). Cette réorganisation tendait à corriger l'inégalité d'accès au crédit. Les sociétés de banque avaient été créées pour aider les grandes entreprises (comme les chemins de fer) mais négligeaient toutes les autres entreprises. Le CIC obtint la création sur le modèle anglais d'un établissement destiné à recueillir les encaisses des entreprises, contre un taux d'intérêt, et à en faire profiter la circulation et la production par des engagements de court terme. Il se proposait d'offrir des facilités de recouvrement, d'escompte, de paiement, d'exécuter des ordres de bourse, d'ouvrir des avances sur titres publics ou sur warrants, de prêter son concours à l'émission de titres de tiers, sur commission. Pour élargir la collecte de ses dépôts, le CIC multiplia les intermédiaires. Il ouvrit huit succursales parisiennes, réorganisa le Sous-comptoir de l'industrie et du commerce, qui essaima dans huit villes de province, établit des filiales. Ce groupe auquel il faut associer le Crédit lyonnais, en assurant sur une base collective de nombreux services à la clientèle, fut l'instrument d'une réelle démocratisation du crédit. La situation des banques françaises vers la fin des années 1860 était à peu près stabilisée. Sur le plan structurel, on trouvait un groupe de grandes banques au sommet du système bancaire dont le poids dépassait de beaucoup les entreprises de taille moyenne. Cet écart ira grandissant par la suite jusqu'en plein vingtième siècle. Vers 1880, la part des quatre grands établissements de crédit représentait entre 25 et 30 % du capital bancaire consacré au crédit commercial. Cette concentration du crédit, essentiellement commercial, s'est faite sous le coup des interventions gouvernementales, souvent à la suite de crises financières qui avaient provoqué un grippage et parfois une véritable paralysie du système des paiements. Mais elle a aussi correspondu au développement de la commercialisation, de la monétisation de l'économie et du décloisonnement des marchés qui a accompagné la croissance.

Ainsi, il apparaît dans le cas du marché du crédit en France du début du dix-neuvième siècle jusqu'aux années 1880 :
- que l'innovation financière majeure qu'a constituée la mise sur pied des institutions bancaires nouvelles – qui ont structuré pour longtemps le système bancaire français – a été un processus de longue durée ;
- que cette innovation a procédé par tâtonnements, par suite de tentatives et d'échecs, car une innovation financière réussie est rarement quelque chose d'entièrement nouveau ;
- qu'elle a incontestablement correspondu à un besoin fondamental, puisque le crédit commercial qu'il fallait sécuriser, homogénéiser et dont il fallait baisser le coût, était à cette époque-là la forme essentielle de financement de l'économie à côté de l'autofinancement ;
- qu'elle a été une construction conjointe des agents, négociants ou banquiers et de l'administration ;
- que si la lente mise en place d'un marché du crédit commercial a pu par moment se traduire par des excès conduisant à des crises, l'innovation est intervenue la plupart du temps à la suite de crises financières.

Bulles et comportements d'oubli

Les économistes depuis Cantillon (1997) se sont posé la question de savoir dans quelle mesure les marchés financiers étaient ou non rationnels, ou à quelle fréquence se présentaient des phénomènes de surévaluation ou de sous-évaluation des actifs qui y sont traités par rapport aux fondamentaux sous-jacents. Cela pose en premier lieu la question des « bulles » financières. « *La vraie question est de savoir pourquoi on laisse des bulles se former.* » (Nicole El Karoui). Pour Minsky, la formation d'une bulle commence par un « *déplacement* » du système économique lié à un choc qui lui est extérieur. Quelle que soit son origine, s'il est d'une ampleur suffisante, il modifiera les centres de profit dans au moins un secteur important ; de nouvelles sources de profit apparaîtront tandis que d'autres péricliteront. Cela modifiera le courant des investissements, et si les nouvelles opportunités apparaissent suffisamment importantes, l'investissement croîtra, nourri par une augmentation du crédit bancaire. Si la demande devient supérieure à l'offre de biens ou d'actifs financiers, les prix vont augmenter avec comme conséquences possibles le développement des investissements productifs et commerciaux, une surestimation des rendements attendus, une spéculation « pure » (achat pour revendre avec une plus-value), un développement des achats à terme, une extension de l'« euphorie » à des ménages ou des entreprises jusqu'alors étrangers à ces pratiques. Lorsque le boom se poursuit, il arrive que certains opérateurs décident de prendre leurs bénéfices, la hausse peut plafonner, les nouveaux entrants ne faisant que remplacer les sortants. Il peut s'ensuivre une période incertaine de « détresse financière » qui, sous le coup d'un choc, comme une faillite, des malversations venant aux oreilles du public, la baisse du prix de l'actif surestimé peut entraîner une course à la liquidité qui peut alors dégénérer en débâcle si le volume de monnaie en circulation n'est pas suffisant pour permettre à tous les acteurs de réaliser les plus-values attendues. Kindleberger (1978) – qui s'interroge sur la validité du modèle de Minsky – examine les critiques « keynésiennes » et « monétaristes » qui en ont été faites, comme les synthèses les plus récentes, les juge sans doute moins erronées qu'incomplètes et insiste finalement sur la « *pertinence* » du modèle « *tout en reconnaissant les limites d'une analyse historique* ». Il est séduisant d'imaginer que tout « déplacement » dans l'économie, est générateur de nouvelles asymétries d'information et, partant, d'innovations financières qui visent à améliorer l'efficacité du système financier.

André Orléan (2001) se penche sur le développement de la « bulle », en soulignant la négligence dans laquelle la théorie financière traditionnelle a tenu ces mécanismes de dynamiques collectives, avec pour origine l'identification du collectif à l'irrationnel. C'est selon lui confondre prise de risque avec irrationalité. Comme l'écrit Kindleberger (1978) « *Les marchés peuvent en certaines occasions se comporter d'une manière déstabilisatrice, globalement irrationnelle, même si chaque participant se comporte rationnellement.* »

André Orléan met en avant trois formes de mimétisme qui peuvent expliquer au niveau microéconomique le comportement des participants à une bulle :
- le mimétisme informationnel qui repose sur la critique du caractère efficient du marché : si le prix d'un actif sur un marché reflète correctement toute l'information quant à cet actif, tous les opérateurs se comporteront en passagers clandestins, aucun ne cherchera à s'informer et le prix cessera de résumer l'information disponible puisqu'il n'y aura plus d'information ;
- le mimétisme autoréférentiel : il faut être dans le marché qu'il ait tort ou raison ;
- le mimétisme normatif : la tendance du marché haussier acquiert valeur de légitimité puisqu'elle est le produit d'un consensus et le mimétisme normatif devient autoréalisateur.

Un autre point vaut d'être soulevé. Il concerne l'un des aspects du retour récurrent des crises financières. Éric Barthalon (2001) signale deux articles de Maurice Allais, « Forgetfulness and Interest » et « The Psychological Rate of Interest », tous deux parus, dans *Journal of Money, Credit and Banking*, respectivement en 1972 et 1974. Dans ces deux articles, consacrés au taux d'intérêt et à la demande de monnaie,

Allais considère que, à côté des valeurs réelles des variables économiques et financières, il existe des valeurs psychologiques qui dépendent à tout moment du passé et que la mémoire du passé participe à notre représentation du présent et à nos anticipations de l'avenir. Allais suppose aussi que l'oubli du passé et l'actualisation du futur sont deux opérations symétriques effectuées au même rythme. Le poids du passé diminue avec le temps physique, la pondération des observations passées diminuant avec leur éloignement, de la même façon que l'éloignement dans le futur diminue la valeur à recevoir d'un placement. De plus, Allais considère que le taux d'oubli n'est pas constant dans le temps mais qu'il croît de plus en plus vite au fur et à mesure qu'augmente le taux de croissance mémorisé. Plus l'expérience nous enseigne que nous sommes en présence d'un phénomène d'expansion rapide, plus nous oublions rapidement le passé. Dans le cadre de son analyse, testant son modèle sur des données anglaises du dix-neuvième siècle, il trouve que le taux logarithmique d'oubli « instantané » est de 4,8 %. Allais suggère lui-même l'application à d'autres domaines que celui de la demande de monnaie et l'on peut penser ici au marché financier. Il est possible cependant ne pas le suivre lorsqu'il pense que cette valeur est une constante psychologique universelle à l'instar des constantes physiques, affirmant notamment : « *les résultats obtenus montrent que tout se passe comme si, indépendamment du cadre institutionnel des situations historiques particulières et des aspirations individuelles, les gens réagissaient de la même manière, pour ainsi dire mécaniquement, à des séquences complexes d'évènements* » (1997).

On pourrait certes penser que les institutions publiques (les administrations) ou privées (les entreprises) – à la différence des individus intervenant sur les marchés –, qui dans les périodes récentes compte tenu du *turn over* n'ont sans doute pas connu plus d'une vraie crise financière durant leur période d'activité, sont à même de conserver une mémoire des bulles et des crises du passé. Ce serait leur conférer :

- une permanence qu'elles n'ont pas toujours ;
- une neutralité dans le cadre de la dynamique conjoncturelle qu'elles ne semblent pas toujours posséder [5] ;
- un intérêt pour le passé que leurs responsables n'ont pas toujours compris (comme le montrent encore trop souvent le désintérêt pour la conservation des archives ou la recherche historique).

Car il est évident que « *si les crises sont oubliées, c'est aussi parce qu'elles ne sont pas apprises* [5] ». La place faite à l'enseignement de l'histoire économique et financière réduite à la portion congrue peut expliquer que les opérateurs ne soient pas en mesure de reconnaître les symptômes caractéristiques des bulles « *car, c'est bien pendant la phase ascendante que commence la crise* [5] ». Aussi est-ce avec intérêt qu'on peut lire dans le rapport sur « Les crises financières : analyses et propositions » du Conseil d'analyse économique (Boyer, Dehove, 2004) parmi les propositions faites par les auteurs « *pour une meilleure régulation financière nationale et internationale […] donner une place plus grande à l'enseignement de l'histoire des crises financières auprès de tous les opérateurs financiers : banquiers, agences de notation, gestionnaire de portefeuilles, comptables, directeurs financiers, traders…* [6] »

Conclusion : la nécessaire périodisation

« *Les sociétés ont les crises de leurs structures* » disait Ernest Labrousse. On me permettra, en ces temps où la pensée de Schumpeter (1954) retrouve ses lettres de noblesse, de terminer en le citant : « *Ce qui distingue l'économiste "scientifique" de tous ceux qui réfléchissent, parlent ou écrivent sur des sujets économiques, c'est une maîtrise des techniques que nous classons sous trois rubriques : histoire, statistique et "théorie" […] Parmi ces trois domaines fondamentaux, l'histoire économique – qui inclut les faits actuels – est de loin le plus important […] Si, recommençant mon œuvre d'économiste, je recevais l'ordre de n'étudier que l'un des trois domaines, tout en conservant la liberté de choix, c'est l'histoire économique que je choisirais. Et cela pour trois raisons. D'abord, la matière de l'économie réside essentiellement dans un processus unique à travers le temps historique. Personne ne peut espérer comprendre les phénomènes économiques […] à moins de posséder une maîtrise*

convenable des faits historiques. Ensuite, l'exposé historique ne peut être purement économique […] Enfin il faut alléguer, je pense, le fait que la plupart des erreurs communément commises en analyse économique sont dues au manque d'expérience historique plus souvent qu'à toute autre insuffisance de l'outillage de l'économiste. ».

Pour conclure cependant sur quelques mots personnels, je dirai ceci : l'utilité de l'histoire économique est sous-estimée, notamment en matière financière, même lorsque par naïveté – j'espère – certaines contributions qui se prétendent historiques s'essaient à faire tenir l'histoire économique du monde sur « une tête d'épingle », et cela, sur une très longue durée. L'historien ne sait pas ce que sont les « faits stylisés ». Le travail historique est long et ardu, mais indispensable à la compréhension du passé et à l'éclairage du présent, et ce serait un procès bien mal placé et très ingénu que d'imaginer que c'est l'incapacité à formaliser, ou à calculer, qui conduit l'historien à faire son métier, humblement mais avec détermination.

Notes

1. En France, ce phénomène de désintérêt était aussi le cas des économistes : « À la fin des années quatre-vingts, l'existence de cycles économiques était une question qui valait à peine d'être débattue. *», Jean-Paul Fitoussi et Philippe Sigogne,* Les cycles économiques*, Presses de la fondation nationale des sciences politiques, 1994, « Introduction ».*

2. Voir par exemple les travaux de Benoît Mandelbrot ou de Daniel Zajdenweber.

3. « Recent Structural change in the capital markets. The process of Financial Innovation », The American Economic Review*, vol. 73, n° 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Fifth annual Meeting of the American Economic Association, May, 1983, où il résume son chapitre « Towards a theory of financial Innovation » in* Financial Innovation*, Lexington : D.C. Heath & Co, 1975.*

4. Lévy-Leboyer dans Braudel, Labrousse, 1993. L'essentiel de l'information utilisée ici provient de nombreux travaux d'historiens, que je connais ; mais j'ai utilisé – par commodité et compte tenu des délais impartis – la remarquable synthèse de ces travaux (comme de ceux qui lui sont propres) exposée par Maurice Lévy-Leboyer dans Braudel, Labrousse (voir bibliographie), sans bien sûr que cette référence puisse m'exempter d'erreurs, maladresses ou incompréhensions.

5. Voir la littérature déjà ancienne sur les « cycles électoraux » ou les phénomènes de collusion entre certains milieux d'affaires et les administrations.

6. Et, dans le même ordre d'idées, voir depuis un certain nombre d'années des institutions financières (Banque de France), des organisations professionnelles (FFSA, Fédération française des sociétés d'assurances) créer des Comités d'histoire et encourager les entreprises à ouvrir leurs archives et les étudiants à y travailler.

7. Au sens où le système explore le maximum possible d'états de son espace de configuration, alors que, au contraire, il se maintient dans une très petite partie de cet espace s'il est dans un régime non « chaotique » à faible nombre de connexions.

Bibliographie

AGHION, Philippe ; HOWITT, Peter, *Théorie de la croissance endogène*, Dunod, Paris, 2000.

AGLIETTA, Michel, *Macroéconomie financière*, 3e éd., La Découverte, 2001.

AGLIETTA, Michel, *Macroéconomie financière, 2. Crises financières et régulation monétaire*, La Découverte, collection Repères, 2005, p. 5 et suiv.

ALLAIS, Maurice, « An Outline of My Main Contributions to Economic Science », *The American Economic Review*, vol. 87, n° 6, Nobel Lectures and 1997 Survey of Members.

ALLEN, Franklin ; GALE, Douglas, *Comparing financial Systems*, MIT Press, chapitre 9, 2001, p. 271.

BACHELIER, Louis, Théorie de la spéculation, (Thèse), *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, 3e série, tome 17, pp 21-86, Paris, Gauthier-Villars, 1900. Réédité par Jacques Gabay, 1984.

BAI, Jushan ; PERRON, Pierre, « Estimating and testing Linear Models with Multiple Structural Changes », *Econometrica*, 1998.

BARTHALON, Éric, « Nouvelle économie et capacité d'oubli. Pas de bulle sans nouvelle nouveauté » in Jacques Gravereau, Jacques Trauman, éditeurs, *Crises financières*, Economica, 2001.

BERGÉ, Pierre ; POMEAU, Yves ; DUBOIS-GANCE, Monique, *Des rythmes au chaos*, éditions Odile Jacob, 1994, p. 205.

BHATTACHARYA, « Some Aspects of Change-point Analysis », in *Change Point Problems*, 1994.

BORDO, Michael ; EICHENGREEN, Barry ; KLINGEBIEL, Daniela ; ROSE, Andrew K. ; MARTINEZ PERIA, Maria Soledad, « Is the Crisis Problem Growing More Severe ? », *Economic Policy*, vol. 16, n° 32, Apr., 2001, p. 55.

BOUCHAUD, Jean-Philippe, « Physique et marchés financiers. 100 ans d'histoire parallèles », in *Maths et Finance*, Bibliothèque Tangente, HS n° 32, éditions Pole, 2008.

BOYER, Robert ; DEHOVE, Mario ; PLIHON, Dominique, *Les crises financières : analyses et propositions*, 2004, p. 72.

BRAUDEL, Fernand ; LABROUSSE Ernest (éditeurs), *Histoire économique et sociale de la France*, Presses universitaires de France, 1970-1982.

CANTILLON, Richard, *Essai sur la Nature de Commerce en Général*, Londres, chez Fletcher Gyles dans Holborn, 1755 ; Édition moderne, Paris, INED, 1952, Rééd., 1997.

DACUNHA-CASTELLE, Didier, *Chemins de l'aléatoire, Le hasard et le risque dans la société moderne*, Flammarion, 1996, pp. 98-99.

EICHENGREEN, Barry J. ; PORTES, Richard, « The Anatomy of financial Crises », NBER Working Papers Series vol. W2126, August, 1989.

EL KAROUI, Nicole, *Le Monde*, 29 mars 2008. Propos recueillis par Annie Kahn

JUGLAR, Clément, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 1862.

KINDLEBERGER, Charles P., *Manias, Panics and Crashes - A history of financial crises*, John Willey and Sons, New York, 1978.

LÉVY-LEBOYER, Maurice, in Fernand Braudel, Ernest Labrousse, *Histoire économique et sociale de la France*, tome 3, premier volume, « Le crédit et la monnaie : l'évolution institutionnelle », 1993, p. 347, 348.

LORENZ, Edward N., « Deterministic Non Periodic Flow », *Journal of the Atmospheric Sciences*, vol. 20, Issue 2 , March, 1963, pp. 130-141.

LUTFALLA, Michel, « Les crises financières : des accidents fréquents » in Jacques Gravereau, Jacques Trauman, éditeurs, *Crises financières*, Economica, 2001.

ORLÉAN, André, « Psychologie des marchés. Comprendre les foules spéculatives » in Jacques Gravereau, Jacques Trauman, éditeurs, *Crises financières*, Economica, 2001.

POPPER, Karl, *The Poverty of Historicism*, 1957.

RUELLE, David, « Chaos, imprédictibilité et hasard », conférence de vulgarisation donnée en 2000 par l'auteur à l'Université de tous les savoirs, puis publiée dans : *Qu'est-ce que l'Univers ?*, éd. Y. Michaud, Odile Jacob, 2000.

RUELLE, David ; TAKENS Floris, « On the nature of turbulence », communications in Mathematical Physics, vol. 20, Number 3, ("strange" attractors, p. 170), 1971, pp. 167-192.

SCHUMPETER, Joseph A., *Histoire de l'analyse économique, L'âge des fondateurs*, édition française, Gallimard, tome 1, ch. 2, 1954, pp. 36-37.

SCOTT FRAME, W. ; WHITE, Lawrence J., « Empirical studies of Financial Innovation : Lots of Talk, Little Action ? », *Journal of Economic Literature*, Vol. XLII, March, 2004, pp. 116-144.

VAN HORNE, James C., « Of financial Innovations and Excesses », *The Journal of Finance*, Jul., 1985, p. 626.

Cycles, crises et guerres : développer la finance en attendant la prochaine

Pierre-Charles Pradier

Directeur, UFR 02, Économie, université Paris 1 Panthéon Sorbonne

La crise advient quand la prévention des risques a été défaillante. Elle constitue aussi un moment normal du cycle économique d'après les théories qui en rendent compte. Dans un univers économique où les connaissances incertaines se focalisent sur les éléments récurrents et sur les dangers potentiels, les crises qui participent donc des deux devraient envahir le débat public. C'est le cas : on rencontre des crises à tous les coins de rue – où naguère on croisait la prospérité – sans bien savoir de quoi on parle. Le fait est que la plupart des prétendues « crises » de ces dernières années n'ont de portée que locale : elles atteignent un pays, parfois un groupe de pays, un marché ou un instrument financier. Quand le marché immobilier et le système de paiement de l'économie dominante sont atteints, comme il advient avec la crise des « subprimes *», on peut s'attendre à quelque chose d'un peu plus corsé : le ton des commentateurs est alors aussi alarmiste qu'au moment du* bug *de l'an 2000. Ne serions-nous donc pas dans un nouveau phantasme de crise ?*

Dans les pages qui suivent, nous allons nous employer à distinguer la crise cyclique de la crise majeure avant de nous intéresser aux modalités de l'organisation actuelle : en l'absence de contestation du leadership *américain, il n'y aura pas de crise majeure.*

La dialectique du nécessaire et de l'accident : au hasard

La théorie des crises obsède depuis plus d'un siècle. Dès le *Manifeste*, Marx et Engels (1848) y voyaient un signe de la condamnation du capitalisme et un argument pour « vendre » leur critique : « *Les rapports bourgeois de production et d'échange, de propriété… la société bourgeoise moderne, qui a fait surgir de si puissants moyens de production et d'échange, ressemble au sorcier qui ne sait plus dominer les puissances infernales qu'il a évoquées. […] Il suffit de mentionner les crises commerciales qui, par leur retour périodique, remettent en question et menacent de plus en plus l'existence de la société bourgeoise.* »

Après eux, des penseurs de toutes tendances ont contribué à la théorie des cycles. Si on considère la triade à l'origine des trois modèles canoniques, alors que Juglar émargeait chez Guillaumin avec les libéraux français, Mitchell [1] était un institutionnaliste américain

modéré, et Kondratieff un statisticien soviétique victime des purges staliniennes après avoir soutenu la Nouvelle Politique économique (NEP : *Novaya ékonomitcheskaya palitika*). Inutile donc d'ajouter Schumpeter ou Hayek pour obtenir un échantillon représentatif de la profession. Même si les explications diffèrent, tout le monde s'accorde sur l'existence des cycles. Même si les interprétations divergent, tout le monde s'accorde sur les crises.

Ainsi, la crise de 1974, qui n'était qu'un ralentissement de la croissance à un rythme pourtant supérieur à ce qu'avait connu toute l'histoire de l'humanité jusque-là, était-elle encore une crise ! … une crise pour les gauchistes qui trouvaient l'occasion d'agiter les peurs millénaristes et d'appeler le messie venu de l'Est, pour les conservateurs qui trouvaient enfin un argument pour resserrer les boulons d'une machine qui partait à vau-l'eau dans les grèves et les AG, pour les hommes d'État qui s'indignaient de l'impuissance des économistes, pour les jeunes économistes qui trouvaient prétexte à attaquer les vieux afin de monter en chaire, pour les journalistes qui cherchent à vendre du papier…

On peut distinguer deux types d'explications applicables à la crise : d'une part, la recherche de causes spécifiques, d'autre part, une théorie générale des cycles. La première dimension comprend donc l'étude des enchaînements causaux qui conduisent d'une défaillance locale à l'effondrement général avec un caractère monographique évident. Au contraire, la théorie des cycles, en articulant plusieurs dispositifs de périodicité différente, peut reproduire n'importe quel schéma, n'importe quelle série statistique sans recourir à des causes particulières. Si une explication devait logiquement exclure l'autre, l'idée que la crise procède à la fois d'un déterminisme endogène (le cycle) et d'une défaillance de contrôle *via* un élément déclencheur se prête aux démonstrations brillantes. On articule les éléments structurels, donc l'Histoire des peuples, à l'enquête et à la petite histoire, et on a le scénario d'un film hollywoodien où l'individu entretient une relation dialectique à l'humanité. Cette illusion de l'action héroïque a le mérite d'écarter le fatalisme : la dialectique du protagoniste et du mouvement de l'histoire justifie heureusement les démarches préventives. Toutefois, il ne faut pas se faire d'illusion sur leur contenu objectif. La « rencontre de séries causales distinctes » – qu'elles soient une superposition de cycles d'amplitude et de périodicité différente ou qu'elles souffrent l'adjonction de causes particulières – correspond à la définition que Cournot (1851) donnait du « hasard » : « *Il faut, pour bien s'entendre, s'attacher exclusivement à ce qu'il y a de fondamental et de catégorique dans la notion du hasard, à savoir, à l'idée de l'indépendance ou de la non-solidarité entre diverses séries de causes.* » (p. 32).

Les grandes crises résultent donc du hasard et, comme pour les krachs boursiers, on sait depuis les travaux de Mandelbrot que par « hasard » il faut entendre autre chose que le tirage d'une loi normale. En revanche, la chronique des vaguelettes est éligible à une représentation probabiliste classique : « *[…] 1973, c'est la crise pétrolière ; 1979-1980, une autre crise pétrolière ; 1987 voit un krach boursier et 1993 la crise qui a suivi la guerre du Golfe […] La bulle internet éclate en 2001 et, pour finir, la crise des* "subprimes" *paraît au grand jour en 2008…* » comme l'écrivait récemment Jacques Marseille qui dressait là un bel inventaire. Pour les vraies crises, on remontera plus loin dans l'histoire.

De vraies crises

L'historiographie de la crise de 1929 a suffisamment progressé pour nous donner l'occasion d'un point parfaitement d'actualité. Au-delà de cet exemple, on peut également s'intéresser au caractère universel de crises d'origine humaine.

La crise de 1929

La crise de 1929 est un cas d'école : dans le contexte actuel, où l'on discute du contenu des manuels d'économie, il est étonnant que les causes de la Grande Dépression et l'effet des politiques censées la combattre soient aussi mal connues des élèves… et

de leurs professeurs. En effet, la *vulgate* des années soixante, qui voyait dans les politiques prékeynésiennes du *New Deal* la raison de la sortie de la crise de sous-consommation, peut difficilement rendre compte des raisons de la crise et de son dépassement.

Fondamentalement, l'historiographie américaine récente a confirmé la thèse de Friedman et Schwartz : Eichengreen et Temin (2001) présentent la responsabilité de l'étalon-or dans la généralisation de la déflation, Bernanke (2000) démontre que ceux qui s'en affranchirent s'en sortirent mieux. D'où la supériorité apparente des totalitarismes face à la crise en attendant que la guerre ne permette de relancer pour de bon les économies. Autant dire que si la crise résulte à la fois d'une erreur de la Réserve fédérale américaine (Fed), dont la politique monétaire est trop restrictive en 1929, et d'une adhésion religieuse à l'étalon-or, la sortie de crise exige plus qu'une politique monétaire relâchée : il fallait reconstruire l'économie mondiale sur des bases nouvelles. Abandonnons donc momentanément l'analyse des causes prochaines pour nous intéresser aux causes structurelles, comme le proposent les régulationnistes.

Il apparaît alors que la caractéristique fondamentale des années vingt est le changement d'échelle de la production industrielle. La « régulation concurrentielle » n'est plus suffisante pour un pays qui a les moyens d'approvisionner le monde. En effet, les États-Unis ne dominent plus seulement le continent, comme Monroe le proclamait en 1823 : ils ont vocation à produire pour le monde entier, comme les deux guerres l'ont prouvé. Toutefois, il ne paraît pas possible de sortir les pays européens d'une logique malthusienne de concurrence déflationniste. Il faut leur imposer la méthode américaine en matière de fixation du rapport salarial. Le système de Bretton Woods constitue l'épilogue de la Grande Dépression : l'étalon-or avait été la cause de la crise (en transmettant la déflation), l'étalon-dollar sera le moyen de la prospérité (en diffusant le rapport salarial fordiste).

Dans l'analyse de la crise de 1929, l'opposition entre facteurs structurels et locaux paraît stérile car les analyses se complètent. La Grande Dépression n'est-elle pas toutefois exceptionnelle, unique ?

Des crises d'Ancien Régime

On a déjà dit que la singularité des crises excluait toute généralité. Cela semble plus vrai encore dans le cas des crises d'Ancien Régime, qui paraissent toujours avoir une origine naturelle ou climatique, alors que les crises modernes seules résulteraient de l'action humaine. L'exemple de l'île de Pâques est maintenant suffisamment connu pour montrer que la nature n'est que ce qu'on en fait, mais on peut le répéter à l'envi. Par exemple, à Pise au XIIIe s. : après une période d'apogée, la ville toscane connaît une crise brutale lors des années 1280 avec déprise agricole, récession des comptoirs (mines de fer de l'île d'Elbe, présence de ses capitaines à Bougie et en Sardaigne), déclin démographique. Le livre d'Yves Renouard nous permet de saisir plus précisément les aspects de cette histoire.

D'abord la crise d'agricole est complexe : le commerce maritime a permis de valoriser l'avantage comparatif de Pise dans la production des cuirs. Bientôt le *contado* pisan voit le recul des cultures vivrières au profit de l'élevage des moutons : un mouvement de spéculation effrénée sur les terres agricoles provoque une hausse rapide du prix de celles-ci. Cette crise des valeurs économiques se double d'une crise politique : l'*ars lanae* s'affranchit de l'*Ordo mercatorum* et bouleverse l'équilibre institutionnel organique complexe qui tend alors vers la personnalisation du pouvoir. La compétition économique avec Gênes se fait plus agressive. La bataille de la Meloria, en 1284, voit la défaite de Pise dont plusieurs milliers d'hommes sont fait prisonniers. Ce choc démographique révèle le déséquilibre de la croissance du XIIIe s. : le recul de la culture dans le *contado* a entraîné la prolifération de la malaria, et Pise sombre rapidement dans une spirale déclinante. Démographie, production, commerce sont en déclin ainsi, bien sûr, que les prix des terres qui ne trouvent plus preneur.

La crise pisane est fort instructive car elle révèle finalement une modernité inattendue : des trajectoires de prix familières, une croissance inflationniste, un déclin qui s'accompagne d'un effondrement des valeurs des actifs patrimoniaux. Dans les deux cas, la dynamique des prix révèle le dynamisme de l'économie

et la pertinence des modèles de développement, plus ou moins durable. L'intérêt de cet exemple est de nous montrer que, contrairement à une légende tenace, l'humanité n'est pas entrée dans une ère nouvelle avec la Révolution industrielle, une ère de cycles endogènes qui rompraient avec le caractère routinier des économies d'Ancien Régime. Bien sûr, les économies agricoles sont soumises à des phénomènes cycliques en grande partie liés au climat – et ces cycles eux-mêmes, entre les taches solaires et les glaciations, peuvent présenter le même schéma d'imbrication que les autres – mais l'important est bien dans la soutenabilité des modèles de développement que les crises révèlent, jusque sur les champs de bataille où se décident finalement les nouveaux équilibres économiques.

La prochaine : avec ou sans guerre ?

Comme en 1284 la concurrence entre les cités italiennes avait conduit à la guerre qui sanctionna l'échec de Pise, 1929 exige un arbitrage par les armes. Et 2008 ?

De Wall Street à Bretton Woods

L'étalon-dollar issu de Bretton Woods constituait donc la véritable porte de sortie de la Grande Dépression. Toutefois, d'autres projets d'organisation économique du monde existaient. On a même eu l'occasion de les voir à l'œuvre : états-serfs mis à la corvée par le Reich ou glacis de satellites de l'Empire rouge… Avant d'organiser une aimable conférence en Nouvelle-Angleterre, les Américains avaient dû montrer leur supériorité. Encore les Soviétiques ont-ils eu besoin de quelques arguments supplémentaires pour admettre leur défaite. Pour autant, la puissance soviétique n'a jamais offert une alternative crédible au *leadership* américain. La menace qu'elle exerçait était seulement de l'ordre du terrorisme et il fallait une solide intoxication pour croire, même en 1956, que l'URSS de Khrouchtchev nous enterrerait tous ; elle qui n'a même pas su offrir une sépulture aux esclaves immolés à sa grandeur, du Canal de la mer Blanche au premier BAM, en attendant que le sarcophage de Tchernobyl ne concurrence le mausolée de Lénine. Cela dit, les modalités de l'organisation américaine ne sont pas toujours bien comprises.

L'essence de l'étalon-dollar est d'autoriser aux États-Unis un déficit illimité qui alimente la croissance mondiale. En contrepartie, la multiplication des balance-dollars fait peser une menace inflationniste permanente sur le centre du système. Si les salaires s'emballent, comme au début des années soixante-dix, alors l'inflation peut déraper sérieusement ; mais s'ils sont contenus, seuls les prix des actifs augmentent régulièrement. Ce phénomène particulier aux États-Unis a reçu un nom cabalistique : on parle en effet de « l'énigme de la prime de risque » pour désigner la supériorité du rendement des actions sur celui des placements non risqués (les bons du Trésor, par exemple). Non seulement le rendement des actions (et des autres actifs patrimoniaux) est beaucoup plus élevé que celui des placements sans risques, mais la prime de risque (différence entre ces rendements) dépasse tout ce que les théories économiques raisonnables laissent attendre. Depuis vingt ans, cette énigme a suscité une littérature théorique aussi profuse (Mehra-Prescott, 2003) que décevante : on y explore surtout les caractères idiosyncratiques de la décision financière et les évolutions du droit fiscal, alors que ce qui est en cause c'est l'équilibre de la société américaine, en particulier, et du monde, en général.

Prix à la consommation, prix des biens capitaux

La divergence entre les prix à la consommation et les prix d'actifs pourrait conduire à des tensions sociales, comme une nouvelle « crise des ciseaux ». On n'en est pas là pour autant et les discours alarmistes rappelant en France la situation de l'hiver 1954 sont inappropriés : le parc immobilier actuel n'est pas sinistré après 40 ans de blocage des loyers, comme c'était le cas alors, et comme on peut le voir

à Cuba par exemple. Au contraire, l'inflation des valeurs d'actifs produit une relance du bâtiment après les ralentissements de la fin des années soixante-dix et des années quatre-vingt-dix. Plus encore, la hausse des actifs immobiliers traduit la confiance dans l'avenir, comme l'avaient si justement montré Fitoussi et Guillebaud dans *Le débat interdit*. Il ne faut d'ailleurs pas sous-estimer la valeur morale des valeurs économiques : si la propriété de la résidence principale est largement diffusée, le mouvement des prix d'actifs traduit une espèce de reconnaissance internationale de la valeur des vies passées à travailler pour aménager des logements avec goût, à agrandir et embellir les villes. Des excès sont évidemment possibles et on a en mémoire la bulle japonaise des années quatre-vingts ; les conséquences sociologiques ne sont en général pas négligeables : à Paris, les étrangers fortunés évincent les héritiers français désargentés. Un mouvement de long terme de réévaluation des propriétés au détriment des salaires engendrerait des transformations radicales et probablement des troubles sociaux : on pourrait alors parler de crise. Mais les signes de cette crise n'apparaissent pas dans les économies développées et, de ce point de vue, la Chine semble plus menacée que les États-Unis.

La Chine est aujourd'hui dans une situation étonnante : d'un côté, 45 % de sa population travaille dans l'agriculture, de l'autre, les surplus à l'export s'accumulent et la production industrielle croît de 25 % par an. Les sources de tensions sont à la fois celles des économies soumises à de fortes migrations internes et celles des économies fortement ouvertes. Pour l'instant, les droits de propriété privée, récemment encadrés par la loi du 8 mars 2007, n'ont donné lieu qu'à des histoires spectaculaires de « maisons-clous », comme à Chongqing. Le génie chinois permet de gérer actuellement les flux de capitaux avec la fermeté qui a prévalu en matière de mouvements de population ou de démographie. Pour l'instant, les étrangers sont maintenus à l'écart de la propriété de la terre et des entreprises cotées en bourse ; une grande partie des réserves de change sont contrôlées par l'État ou le fonds souverain si bien qu'elles contribuent assez peu à la fièvre immobilière. Avec le temps et la montée des aspirations, il n'est pas certain que l'État puisse continuer à piloter aussi directement l'économie. D'ici là, on aura beaucoup reparlé de la demande chinoise : sur les marchés des matières premières, elle bouleverse les prix, et si chaque Chinois adoptait le mode de vie américain, la planète serait invivable ! Pourtant cet avenir inquiétant est fort lointain : la *Pax Americana* nous protège.

Leadership américain et marchés financiers

Aujourd'hui, malgré la flambée des matières premières, le déficit commercial américain et l'éclatement d'une nouvelle bulle d'actifs, le mode de fonctionnement de l'économie mondiale n'a fondamentalement pas changé. Contrairement à l'opinion éclairée de Patrick Artus, l'abondance de liquidité qui permet cette inflation n'est pas seulement due au laxisme des banques centrales. Elle découle de la nature même du système hérité de l'étalon-dollar : Jacques Rueff dénonçait déjà cette machine inflationniste qui a soutenu la croissance mondiale depuis plus de soixante ans. Tant que le dollar reste au centre du système, les crises régulières se dérouleront selon le modèle décrit par Juglar et répété par Marseille : la seule inconnue est de savoir où et quand arrivera la prochaine crise. Que faire en attendant ? Certainement pas garantir l'intervention des autorités : une telle annonce favoriserait le relâchement et encouragerait le « risque moral ». Au contraire, on a vu qu'une culture de la responsabilité et de l'action permet autant que possible de maîtriser les risques. Un autre aspect de la prévention des crises réside dans l'innovation financière. La diversification est une technique traditionnelle de mitigation du risque en l'absence d'assurance. Le besoin de créer de nouveaux supports de richesse pour les mettre à l'abri de la crise récurrente est, en lui-même, moteur de progrès même s'il engendre des difficultés comme on le voit actuellement.

Même ainsi conçu, et pourvu d'avantages aussi importants que la croissance potentiellement illimitée, le système n'est pas à l'abri de la crise générale. Non parce que les déficits américains auront atteint un niveau objectivement insupportable, parce que la

finance serait trop rapace ou trop peu transparente : c'est une religiosité qui confine à la superstition de croire que la nature sanctionne l'*hybris* et les autres fautes morales ! En revanche, les déficits et l'organisation de la finance conduisent à un partage mondial des richesses produites. C'est cet état de fait qui pourrait être remis en cause à la suite d'une longue marche de l'économie chinoise. Même s'il existe tous les arguments rationnels pour équilibrer les comptes, on peine à croire que la fin d'un tel équilibre se fera pacifiquement, comme l'a montré pour la dernière fois la crise de 1929. À moins que la supériorité et le génie chinois ne soient de léguer au monde un empire de paix…

Note

1. C'est la jalousie de Schumpeter qui fait attribuer à Kitchin l'invention du cycle des affaires à l'étude duquel Mitchell a consacré sa vie.

Bibliographie

BERNANKE, B., *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

COURNOT, A. A., *Essai sur les fondements de nos connaissances et sur les caractères de la critique philosophique*, Paris, Hachette, 1851.

EICHENGREEN, B. ; TEMIN, P., « Counterfactual Histories of the Great Depression », octobre, 2001.

MARSEILLE, J., « 1929, la crise de référence », entretien avec *Le Monde 2*, 19 avril, 2008, pp. 62-63.

MARX, K. ; ENGELS, F., *Manifeste du Parti communiste,* trad. Laura Lafargue, 1893, 1848.

MEHRA, R. ; PRESCOTT, E.C., « The equity premium in retrospect », *in* Constantinides G.M. et *al.*, *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam/Boston, Elsevier/North-Hollan ; pagination empruntée à la version NBER WP 9525, 2003.

RENOUARD, Y., *Les villes d'Italie de la fin du Xe s. au début du XIVe s.*, Paris, SEDES. 1969.

Les crises financières sont-elles évitables ?

Dominique Lacoue-Labarthe

Professeur de Sciences économiques à l'université Montesquieu Bordeaux IV, Lare-efi [1]

Le retour plus ou moins régulier de crises financières nous reporte au moins au XVIIIe siècle, ou même avant. Parmi les cas célèbres [2] *figurent la faillite de la Compagnie du Mississipi, l'échec de la Banque générale et de la Banque royale de Law en 1719-1720, la faillite de l'Ayr Bank anglaise en 1772, etc. En fait, ces épisodes de nature diverse ne correspondent pas tous à des crises financières au sens où les économistes entendent aujourd'hui cette expression, parce que les perturbations sont restées cantonnées dans la sphère financière. Au contraire, les crises financières systémiques ont un impact direct sur l'activité économique réelle.*

La crise financière, née de la dépréciation des crédits logement à risque – les « subprimes *» – aux États-Unis, a réveillé depuis 2007 une opinion bien établie selon laquelle cette crise, comme celles qui l'ont précédée, était inévitable. Le mécanisme serait le suivant : pour résoudre une crise financière et sortir de la récession qui l'accompagne, les banques centrales alimentent les marchés en liquidités afin d'éviter l'effondrement des crédits dont les entreprises ont besoin pour financer les investissements. Mais, en maintenant trop longtemps des taux d'intérêt bas et des facilités d'endettement abondantes, les autorités monétaires créent les conditions d'une nouvelle bulle qui enfle avant d'éclater à son tour. À nouveau, les autorités de supervision voudront résoudre la crise, notamment en réglementant plus strictement le secteur d'activité sinistré. Les agents se tourneront alors vers d'autres actifs encore sous-évalués et peu surveillés. Les crises s'entraînent ainsi les unes et les autres* [3] *sans que rien ne permette de les éviter. En outre, leurs modes de résolution ne feraient qu'accroître la gravité de la crise suivante et le coût collectif des interventions publiques.*

La crise financière joue un double rôle. Utilement, elle permet d'apurer les dettes impayées et d'éliminer les institutions insolvables soit par fermeture, soit par restructuration et consolidation. En revanche, dans son rôle néfaste, la crise financière affecte l'activité réelle, provoquant récession et chômage, voire la déflation comme aux États-Unis pendant la Grande Dépression ou au Japon pendant la décennie 1990 perdue. Aujourd'hui, la crainte d'une crise systémique est omniprésente et suscite de la part des régulateurs des réactions que l'on peut juger parfois inappropriées. Ces derniers cherchent, vainement jusqu'ici, les moyens d'enrayer l'enchaînement des crises.

Les crises financières réelles

Les crises et le cycle conjoncturel

La plupart des pays industrialisés ont été fortement affectés par les crises financières du XIXe siècle jusqu'à la Grande Dépression. Des économistes historiens retiennent parfois une distinction, proposée par Anna Schwartz [4], entre les pseudocrises et les crises financières réelles.

Les *pseudocrises financières* sont circonstancielles et localisées ; elles sont marquées soit par la chute du prix d'une matière première (ainsi le coton au XIXe siècle), celui de l'immobilier (résidentiel ou commercial) ou encore du cours de certaines actions ou obligations (par exemple des compagnies de chemin de fer), ou également par la détresse de grandes firmes non financières, de collectivités publiques ou de débiteurs souverains. Un des traits caractéristiques de ces épisodes est la ruée bancaire, une situation dans laquelle les déposants d'une banque échangent leurs dépôts contre des espèces légales. Ce fut le cas par exemple aux États-Unis en 1884 avec la faillite de la Marine National Bank et du courtier Grant & Ward, ou en Angleterre en 1890 avec les défaillances de la Barings et de Decker & Howell, ou encore en France avec la ruée sur la Société générale en 1914.

Les *crises financières réelles* sont au contraire des phénomènes d'ampleur macroéconomique à dimension systémique. Les États-Unis ont connu quatorze crises réelles majeures depuis la fin du XVIIIe siècle [5]. L'Angleterre en a subi huit [6], la France [7] et l'Italie quatre, l'Autriche et le Japon trois, l'Allemagne et la Russie deux, etc. Ces crises ont des répercussions sur l'allocation des ressources en fonds disponibles aux occasions d'investissements profitables.

L'interprétation généralement retenue associe directement les crises financières aux cycles conjoncturels. Les crises bancaires se situent peu après le point de retournement, à l'amorce de la récession ou de la dépression. L'emballement du crédit et l'endettement excessif des agents non financiers ont nourri l'investissement et la croissance. La plupart des crises ont commencé par la détérioration du bilan des banques, une forte hausse des taux d'intérêt, une chute importante du marché boursier et un accroissement de l'incertitude résultant de la faillite d'une importante firme financière ou non financière [8]. Les entreprises deviennent incapables de rembourser leurs emprunts. À leur tour, les banques, victimes de ces défaillances, sont ciblées par des déposants qui soupçonnent leur insolvabilité. La ruée devient panique et atteint l'ensemble des établissements, aussi bien les banques illiquides et insolvables que des établissements rendus illiquides par la panique mais pourtant solvables. La défaillance conduit les banques à déposer leur bilan si elles sont dans l'impossibilité de se refinancer. Dans la mesure où les paniques atteignent des banques saines, il apparaît des effets externes négatifs aux dépens des déposants dont le blocage des fonds empêche la poursuite des transactions. Le marché du crédit s'effondre et le bon fonctionnement du système des paiements connaît des ruptures irréversibles.

L'efficacité des remèdes classiques

Dès les premières crises financières réelles, l'Europe et les États-Unis ont cherché à enrayer leurs conséquences. Leur expérience respective a été très différente et l'apprentissage s'est échelonné sur plus d'un siècle, avec quelques succès et beaucoup d'échecs. L'Europe, suivant l'expérience anglaise, a eu recours à trois moyens principaux : la politique de taux d'intérêt, l'intervention de prêteur en dernier ressort par la banque centrale, le sauvetage de banques par solidarité de place sous la garantie de l'État. Les États-Unis, dépourvus de banque centrale jusqu'en 1914, ont fait des choix très différents de ceux de l'Angleterre. Ils ont inventé la charte bancaire, la politique de ratios prudentiels, l'assurance dépôt et la création privée de liquidité par les systèmes de paiement privés.

La Banque d'Angleterre a joué un rôle pionnier lorsqu'elle a commencé à relever le *bank rate*, le taux des avances aux *discount houses*, organisatrices du refinancement des *joint stock banks*, pour ralentir la progression du crédit. Mais, ce faisant, elle prenait le risque de faire baisser le cours des titres et des actifs financiers en capital avec une répercussion sur la richesse nette des agents par au moins trois canaux :
- des moins-values et la dépréciation des titres à long terme ;
- la baisse de la valeur des garanties offertes pour contracter de nouveaux emprunts ;
- enfin, l'effet du renchérissement du service de la dette si le niveau général des prix baissait à la suite du ralentissement de la croissance monétaire.

Il a toujours été difficile pour la banque centrale de concilier une politique de taux, destinée à stabiliser les prix et l'activité macroéconomique, avec une politique bancaire de stabilité financière. La même hausse des taux d'intérêt peut être souhaitable sur le plan conjoncturel, mais indésirable pour la stabilité financière par ses effets de richesse négatifs. La banque centrale se doit pourtant parfois de résoudre prioritairement les crises de liquidité. Agissant comme prêteur en dernier ressort, elle est conduite à fournir au marché la liquidité nécessaire au bon déroulement des transactions quand, sous l'effet de l'incertitude, aucun établissement financier n'accepte plus de prêter aux banques défaillantes. La baisse des taux d'intérêt accompagne généralement l'abondance de liquidités et réduit la probabilité d'une récession, mais elle favorise les tensions inflationnistes.

La faillite de grandes banques considérées comme trop importantes pour que leur disparition éventuelle n'affecte pas l'ensemble du système bancaire et le renom de la place financière, en raison de l'efficacité limitée du prêteur en dernier ressort, conduit l'État lui-même à intervenir (sauvetage de la Banque d'Alsace et de Lorraine en 1930 par exemple). La banque centrale, avec la garantie du Trésor, se voit confier la mission d'organiser la solidarité de place : elle forme un consortium qui réunit les actionnaires des établissements défaillants et sollicite leur apport pour recapitaliser les banques en difficulté. Si nécessaire, l'État convoque un syndicat de banques non actionnaires pour organiser un prêt auquel il apporte sa garantie. En dernier recours, il organise une restructuration de la banque défaillante avec un rachat par une autre, ou un rapprochement (adossement) capitalistique (restructuration de la Banque nationale du commerce en 1932). L'apport en capital par l'État lui-même sur des ressources du budget – parfois remboursé à très long terme – voire la nationalisation avec indemnisation des actionnaires (Northern Rock en 2008) sont les solutions ultimes.

Les États-Unis, dépourvus de prêteur en dernier ressort entre 1836 et 1914, ont cherché d'autres moyens de préserver la stabilité financière dans une économie caractérisée par la multiplicité de petites banques locales à un seul guichet et l'absence d'un marché monétaire centralisé. La délivrance d'une charte par les commissions bancaires des états fédérés permettait d'exercer un certain contrôle de qualité, bien que d'une efficacité limitée, sur l'accès et l'exercice de la profession bancaire. Dans certains états, un fonds de garantie des dépôts a été créé pour conforter les banques qui acceptaient de respecter des ratios prudentiels (minimum de capital par rapport aux dépôts, ou aux crédits distribués). Les banquiers eux-mêmes se sont organisés au sein de Clearinghouse Associations pour assurer la bonne fin des paiements. Une solidarité de place [9] y a été instaurée au cours de paniques bancaires, comme celles de 1893 et 1907, à travers l'émission de *loan certificates* pour pallier l'absence de liquidité. Cette solidarité a permis parfois de rétablir la confiance. Enfin, un dernier dispositif original a été imaginé dans le cadre du National Banking System lorsque l'autorité fédérale de supervision, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), imposa aux banques nationales, conformément aux dispositions du Vreeland Aldrich Act de 1907, de constituer des réserves obligatoires en liquidités et non plus en bons du Trésor.

Malgré ce déploiement de dispositifs imaginatifs, les crises financières réelles se sont succédé sans que les moyens classiques ou nouveaux puissent en éviter le retour. Il faut dire que le couplage entre charte

bancaire et coefficients prudentiels a subi bien des changements dans le temps. Les fonds d'assurance des dépôts des différents états fédérés ont tous fait faillite. Les *loan certificates* ont été refusés par la NYCA aux *trust companies* qui concurrençaient les banques sans être assujetties aux mêmes contraintes prudentielles. Même les réserves obligatoires, une fois imposées aux banques nationales (mais pas aux banques à charte d'état), sont restées inertes et l'OCC n'a pas su faire varier leur coefficient au cours des phases du cycle.

La résurgence des crises financières

Les crises financières de grande ampleur, à fort impact sur l'activité réelle, qui avaient disparu depuis la Grande Dépression des années trente, sont réapparues dans les années 1970. Ces crises ont d'abord été perçues comme des évènements ponctuels liés aux difficultés de maîtrise des actifs financiers nouveaux par des opérateurs peu conscients de la montée des risques inhérents à ces instruments. Il y a eu aussi, à nouveau, de grandes crises systémiques.

Une multiplication de crises sectorielles

Tour à tour, les marchés de nombreux actifs financiers ont été affectés par l'instabilité, la chute des prix et la faillite d'établissements financiers. La liste des principaux sinistres reflète leur vulnérabilité, surtout quand il ne s'agit pas de banques en général bien surveillées et contrôlées. La panique bancaire s'est raréfiée. La disparition de la liquidité sur des marchés de refinancement se produit souvent avec une impossibilité soudaine de renouveler les émissions de certificats de dépôt ou de billets de trésorerie, le blocage des marchés interbancaires et des systèmes de paiement. La chute du prix des actifs, leur volatilité, mais aussi le risque opérationnel et la fraude figurent parmi les facteurs récurrents des défaillances. La déréglementation mal maîtrisée, la permissivité et l'indulgence des superviseurs, la capture des régulateurs qui se font les défenseurs des intérêts des régulés, le risque moral consécutif à des sauvetages inopportuns sur argent public… tous ces facteurs ont accentué les désordres de marché et l'instabilité financière.

Ainsi, la faillite de la Penn Central Railroad Co a inauguré aux États-Unis en 1970 le retour des crises financières et a conduit à l'effondrement du marché du *commercial paper*. Le flottement du dollar et sa volatilité accrue ont nourri les positions de change extravagantes et la faillite de la Bankhaus Herstatt de Cologne en 1974. Sa fermeture précipitée par le superviseur bancaire allemand BakRed a provoqué le blocage du système de paiements américain, CHIPS. La Franklin National Bank, la Westdeutschelandesbank Girozentrale, l'UBS, entre autres, ont connu aussi de sévères pertes de change. La *secondary banking crisis* britannique, en 1974, a suivi la chute des prix de l'immobilier commercial saturé de nouvelles constructions à Londres. Des défaillances en série ont affecté les banques américaines régionales qui concentraient trop leurs engagements (Penn Square Bank 1982, Continental Illinois 1984, First Republic Bancorp Texas, MCorp Dallas en 1988, Bank of New England 1991). En 1985, une panne d'ordinateur à la Bank of New York, important *primary broker*, a paralysé le système de règlement/livraison du marché des *Fed funds*. Au risque opérationnel, s'est ajoutée la dissimulation des pertes par des courtiers ou des *traders* mégalomanes [10]. La politique d'indulgence systématique envers les S&L américaines (*saving and loan associations)* a conduit à la faillite leur autorité de gestion de l'assurance dépôt en 1989. La faillite de la Drexel Burnham Lambert et la crise des *junk bonds* en 1990 ont ruiné nombre de maisons de titres et de banques d'investissement. Le blanchiment d'argent a conduit à la ruine le groupe émirati BCCI en 1991 et disloqué les fragiles systèmes d'assurance dépôt à Londres ou au Luxembourg qui n'ont pu endiguer les pertes.

La déconfiture des S&L dans les années 1980 a découlé de la déréglementation de leurs activités

traditionnelles censée compenser l'érosion de leurs marges de taux d'intérêt. Les banques publiques d'Espagne (Banesto, 1984), d'Italie (Banco di Napoli, 1996), de France (dans les années 1990, Crédit lyonnais, Crédit foncier, Comptoir des entrepreneurs, Sociétés de développement régional, banques nationalisées comme Indosuez, la Bred, la Société marseillaise de crédit, Worms, etc.), insuffisamment préparées à la libéralisation financière et à la concurrence, se sont lancées dans des activités risquées pour compenser leurs pertes et ne sont parvenues que difficilement à satisfaire aux nouvelles exigences du contrôle prudentiel (ratio européen de solvabilité). Les anciennes banques d'État en Europe centrale et orientale, croulant sous les créances irrécouvrables, ont été privatisées, de manière plus ou moins fictive dans certains cas, pour les adosser à des groupes bancaires occidentaux plus solides. Partout, ces établissements ont fait l'objet de coûteux sauvetages publics s'accompagnant de restructuration et de consolidation au profit d'établissements à statut coopératif ou mutualiste.

Les fonds collectifs d'investissement à leur tour ont connu des déboires, qu'il s'agisse de fonds de pension ou de sociétés d'assurance vie devenus insolvables (Equity Life en Angleterre). Les *hedge funds* ont essuyé des échecs dans de hasardeuses spéculations, comme LTCM (Long Term Capital Management) et la spéculation sur les GKO (obligations russes à haut rendement en 1998), ou Amaranth et ses erreurs d'anticipation sur le prix de l'énergie en 2006.

L'enchaînement des crises financières systémiques

Les crises ont atteint aussi d'autres pays. Beaucoup ont pris une ampleur systémique, surtout dans les pays émergents. Parmi ces épisodes, on relève notamment l'effondrement de systèmes bancaires latino-américains et africains dans les années 1970-1980, la crise de la dette souveraine en Amérique latine en 1982, la crise des pays asiatiques de 1997, la banqueroute russe de la dette publique, des banques et des *hedge funds* en 1998, l'effondrement du système bancaire turc en 2000, le moratoire sur la dette argentine en 2001, la grande déflation japonaise des années 1990 et 2000. L'enquête du Fonds monétaire international (FMI) [11] estime que 131 pays sur 181 États membres ont connu des problèmes bancaires graves entre 1980 et 1995. Le coût moyen par pays de chacune de ces crises a été évalué à quelque 12 % du PIB annuel moyen des pays respectifs. Ce coût s'est accru jusqu'à 40 % dans certains cas dans les années 1990. Par comparaison, la crise des banques et des S&L (*Savings and Loans*) américaines n'a coûté que 3,2 % du PIB. Pour la France, le montant des sauvetages publics n'a pas été divulgué ; il n'est d'ailleurs pas sûr qu'il ait même été calculé.

Dans les pays industrialisés, notamment aux États-Unis, les crises réelles liées à l'immobilier commercial en 1991, aux défauts des émergents et à la faillite de LTCM en 1998, à la chute des actions des sociétés liées aux technologies de l'information en 2001, et la crise des crédits logement à risque en 2007, ont révélé dans leur enchaînement une prise de risque accrue par les institutions financières et de nouveaux mécanismes de redistribution des risques en dehors des banques commerciales.

Avec la chute de l'inflation, les taux d'intérêt ont beaucoup baissé depuis les années 1980 dans les pays industrialisés. La croissance de l'endettement a commencé chaque fois dans un contexte de taux d'intérêt bas. Les revenus en intérêts des prêts traditionnels sont devenus moins attractifs. Pour les banques, la recherche de gains en capital s'est substituée aux rentrées régulières de revenus d'intérêts. Elles se sont livrées à une course à la rentabilité financière sans précédent où les taux requis pour maintenir leur rang atteignent des normes inédites supérieures à 15-20 %. La productivité (*ROA-return on assets*) [12], c'est-à-dire le profit engendré par chaque unité d'actif engagé par la banque, est relativement faible (de l'ordre de 1,5 à 2 % en moyenne) et n'évolue que lentement. Pour obtenir une rentabilité financière (*ROE-return on equity*) élevée, un profit maximum engendré par chaque unité de fonds propres, il n'y a guère d'autre moyen que d'accroître autant que

possible le multiplicateur de fonds propres (le nombre d'unités d'actifs créés par unité de capitaux propres), en utilisant le levier d'endettement. Pour y parvenir, si *ROA* est constant, l'établissement peut racheter ses propres actions, distribuer plus de dividendes, créer plus d'actifs en s'endettant davantage par émission de certificats de dépôt ou de *commercial paper*, ou encore substituer dans son bilan des titres structurés aux crédits traditionnels.

Les banques ont argué qu'elles avaient aussi appris à maîtriser les risques de marché par l'utilisation des instruments financiers dérivés, contrats *forward*, *futures*, *options*, *swaps*. Même le risque de contrepartie peut être couvert par les dérivés de crédit qui s'apparentent plus à des contrats d'assurance qu'à des couvertures de prix. Les banques ont ainsi redistribué les risques qu'elles créent par leurs engagements (*origination*) [13]. Elles ne nourrissent plus elles-mêmes les crédits, créances non négociables par nature, mais leur titrisation les convertit en actifs liquides à long terme beaucoup plus rémunérateurs puisqu'ils incorporent des gains en capital. Les banques développent alors, pour valoriser les actifs, tous les procédés imaginables de démultiplication de l'effet de levier. Les rehaussements imbriqués de garanties, les notations flatteuses permettent d'adosser aux créances initiales de nouveaux actifs utilisables comme du capital, sur lequel peuvent se greffer de nouvelles émissions de dette, et ainsi de suite. Ces risques déplacés hors bilan, fractionnés et restructurés de manière opaque, sont logés dans des structures de cantonnement *ad hoc*, SIV (*structured investment vehicles*) ou *conduits*, qui isolent en principe la banque du risque de faillite. Toutefois, la vente des titres ainsi créés, les CDO (*collateralized debt obligations*) de RMBS *(residential mortgage backed securities*) par exemple, distribue les risques entre un grand nombre d'investisseurs peu conscients de leur contenu et de leur ampleur.

Lorsque le prix du sous-jacent chute, tout l'édifice des actifs financiers à effet de levier s'effondre.

Les politiques de stabilisation financière

Les moyens de prévention et de résolution des crises financières et bancaires se sont perfectionnés et systématisés. Le Comité de Bâle a multiplié les recommandations internationales : le concordat de 1974 établit le principe de la responsabilité des autorités du pays d'origine d'une banque internationale dont les succursales installées à l'étranger sont défaillantes. En 1988, le Comité a proposé la convergence des réglementations prudentielles des différents pays et, pour les banques à activité internationale, un minimum de 8 % de fonds propres en proportion des actifs pondérés par leur risque (ratio Cooke). Le Comité a contribué à la formation de systèmes nationaux de supervision bancaire rigoureux en diffusant depuis 1997 les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*. L'accord Bâle II de 2006 a généralisé les ratios d'adéquation du capital aux risques de crédit, de marché et opérationnel, et validé les modèles d'évaluation (par les banques elles-mêmes) des probabilités de pertes inattendues. Mais, globalement, les fonds propres des banques qui atteignaient 8,5 % des actifs en 2007 sont tombés à 7,3 % au début 2008, ce qui ne renforce sûrement pas la stabilité financière.

Dans la crise financière américaine, les montages complexes font intervenir un nombre croissant d'opérateurs non bancaires, souvent moins rigoureux dans leur gestion, en tout cas peu ou mal surveillés par les régulateurs. Les *mortgage finance companies*, qui distribuent des prêts au logement résidentiel sans toujours vérifier le revenu des emprunteurs, ne sont pas assujetties à une charte, ni au contrôle prudentiel. Les rehausseurs de crédit *monoline* sont des sociétés d'assurances, sous-capitalisées par rapport aux banques vu le volume de leurs engagements. Les SIV ne sont que des fonds communs de créances sans personnalité juridique ni fonds propres. Leurs *sponsors*, responsables plus ou moins attentifs de leur refinancement, changent au gré des difficultés entre banques commerciales, banques d'investissement, *mutual funds* ou même *hedge funds*. Le seul régulateur

commun à ces instruments et montages complexes est la Securities and Exchange Commission (SEC), et non pas les régulateurs bancaires. Or, la SEC ne dispose d'aucun moyen pour déceler et encore moins traiter une crise systémique. Les régulateurs bancaires (Fed, OCC, FDIC), mieux armés pour ce rôle, ne peuvent intervenir puisque les institutions concernées ne sont pas des banques. La multiplicité des régulateurs trouve ici ses limites.

Les banques centrales se sont efforcé de préserver leur crédit dans des opérations de sauvetage de banques défaillantes. Elles se cantonnent à leur rôle de prêteur en dernier ressort. Mais entre la politique activiste de la Fed qui réduit fortement ses taux d'intérêt, la Banque d'Angleterre qui les diminue mollement, la BCE qui les laisse inchangés ou la Banque de Suède qui les augmente, force est de relever un manque évident de coordination. De toute façon, les banques centrales peuvent, au mieux, résoudre des crises de liquidité mais pas des crises de solvabilité.

Ce dernier rôle échoit à l'État lui-même à travers des opérations de recapitalisation avec garantie publique. Les sauvetages de banques, même celles reconnues *too big to fail*, avaient disparu depuis le *bailout* de la Continental Illinois en 1984, mais la reprise de la banque d'investissement Bear Stearns assistée par la Fed en 2008 crée un étrange précédent. La nationalisation de la Northern Rock, le renflouement par les *Länder* allemands de banques publiques (Sachsen LandesBank, Westdeutsche LB) au moyen d'aides d'État ravivent cette pratique pourtant condamnable au regard du traité européen (article 87). Cependant, si l'État ne sauve plus qu'occasionnellement les banques de dépôt défaillantes, en organisant leur rachat plutôt que leur fermeture, la banque centrale se fait prêteur en dernier ressort pour pratiquement tous les intermédiaires financiers non bancaires en détresse : maisons de titres, *prime brokers*, caisses d'épargne (S&L), *hedge funds*, *mortgage finance companies*, banques d'investissement (Bear Stearns). Un pas de plus peut encore être franchi si demain les États ressuscitent, afin de restaurer la stabilité financière, les anciennes *bridge banks* (Reconstruction Finance Corporation de 1934, Resolution Trust Corp. de 1989, Consortium de réalisation de 1995) pour résorber les titres dépréciés de la crise des « *subprimes* ».

Ainsi, la clé de l'enchaînement des crises financières paraît bien résider dans l'impossibilité de mettre en œuvre des mesures préventives et coercitives, car les profits réalisés par les agents qui participent au grand jeu de la valorisation des actifs dans les périodes d'euphorie les rendent aveugles à la montée des risques. Aucune autorité, jusqu'à présent, n'a réussi à imposer à l'avance des comportements prudents pour tenter de prévenir les effets des désastres futurs.

Notes

1. Laboratoire d'Analyse et de recherche économiques – Économie et finance internationales

2. C.P Kindleberger, Manias, panics and crashes. A history of financial crises*, Basic Books, 1978, (traduction française, PAU, 1994) ; J.K. Galbraith,* A short history of financial euphoria*, Knoxville, Tennessee, Whittle, 1990, (traduction française, Le Seuil, 1992).*

3. Voir par exemple : C. Goodhart & P. J. R. Delargy, « Financial Crises : Plus ça change, plus c'est la même chose », International Finance*, vol.1 (2), 261-87, December1998 ; P. Artus,* Les incendiaires - les banques centrales dépassées par la mondialisation*, Perrin, 2007.*

4. Les contributions les plus classiques ont été réunies par Michael Bordo dans Financial crises*, Aldershot, Edward Elgar, deux volumes, 1992.* Voir aussi *S. Altdorfer, B. Koechler & M. Duckenfield, eds,* History of financial desasters, 1763-1995, *London, Pickering & Chatto, 3 volumes, 2006*

5. Avant la guerre civile, crises de 1793, 1797, 1810, 1815, 1819, 1825, 1833, 1837, 1839, 1847, 1857 (Ohio Life Insurance & Trust Company). Après l'instauration du National Banking Act (1863), crises de 1873 (Warehouse Security ; Jay Cooke ; Union Trust), 1893 (National Cordage Trust Company), 1907 (Knickerbocker Trust Co; Trust Company of America). Depuis la création du Système de réserve fédérale en 1913, quatre paniques bancaires se sont

produites en 1930 (Bank of the United States), 1932 (banques de Chicago) et 1933.

6. 1793, 1797, 1810, 1825, 1837, 1847, 1857, 1866 (Overend Gurney).

7. 1847-1848, 1857, 1864, 1882 (Union générale et banques lyonnaises). La France a aussi connu trois vagues de paniques bancaires de 1930 à 1932 au cours desquelles quelque 40 % des établissements bancaires et financiers ont disparu. Voir notre article : « La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficientes ? Une étude exploratoire des années 1930 », Revue d'économie politique, *115 (5), 2005, 633-656.*

8. F.S. Mishkin, C. Bordes, P.-C. Hautcoeur & D. Lacoue-Labarthe, Monnaie, banque et marchés financiers, *8e édition, Paris, Pearson, 2007, chapitre 8.*

9. John Pierpont Morgan en a été l'organisateur spontané, en dehors de toute sollicitation de l'État, lors de la panique de 1907. Voir R. F. Bruner & S. D. Carr, The panic of 1907 – Lessons learned from the market's perfect storm, *Hoboken N. J., Wiley, 2007.*

10. Parmi les rogue traders *célèbres, T. Iguchi a fait perdre 1,1 milliard de dollars chez Daiwa à New York ; N. Leeson à Singapour 1,3 à la Barings en 1995 ; Y. Hamanaka 2,6 à la Sumitomo Corp en 1996 ; J. Rusnak 691 millions chez Allied Irish en 2002. Le record appartient pour le moment à J. Kerviel, la Société générale ayant annoncé 4,9 milliards d'euros de pertes en 2008.*

11. C.-J. Lindgren, G. Garcia & M. Saal, Bank soundness and macroeconomic policy, *Washington, IMF, 1997.*

12. Coefficient de rendement ROA = profit net après impôt/actifs. Coefficient de rentabilité ROE = profit net après impôt/fonds propres. Multiplicateur de fonds propres EM = actifs/fonds propres (Une mesure de l'effet de levier). Par construction, ROE = ROA x EM. Si ROA est constant, quand les fonds propres diminuent pour des actifs constants ou quand les actifs augmentent pour des fonds propres inchangés, EM s'accroît, ROE augmente.

13. Le modèle traditionnel de la banque se résume par la formule «buy-and-hold»: acheter un actif et le détenir, avec son rendement et ses risques, jusqu'à sa maturité; un nouveau type de comportement «originate-to-distribute», conduit la banque à créer un actif, moyennant commissions, et à en transférer les risques sur d'autres agents, tout en gardant un droit sur son rendement.

1929 ET 2007, DEUX CRISES VOISINES, DEUX SORTS DISTINCTS

Jean-Luc Proutat

Économiste, Compagnie financière Edmond de Rothschild

Qui chercherait à établir des connexions entre la crise dite des « subprimes *» et celle de 1929 n'aurait qu'à lire ou relire l'essai magistral de J. K. Galbraith (1989). Chaque page – ou presque – en recèle, et l'on s'amuserait presque, si l'affaire n'était véritablement sérieuse, à transposer les faits et gestes de l'époque sur la scène de la finance globale. À soixante-dix-huit ans d'intervalle, deux bulles d'origine américaine, l'une logée dans le marché des actions, l'autre dans celui de la dette structurée, gonflent de la même manière c'est-à-dire par abus d'effet de levier. La chose se produit sous l'œil bienveillant de la Réserve fédérale qui monte à pas comptés ses taux d'intérêt et répugne par principe à réguler une activité en plein essor, source de profits substantiels pour ceux qui la pratiquent. Les premiers remous sont mal compris car ils apparaissent sur une mer d'huile. Peu nombreux sont donc ceux, parmi les experts d'hier ou d'aujourd'hui, à y voir les prémices d'un* tsunami *financier. Bien que sujette à conjecture dans le cas présent, la destruction de valeur qui en résulte est de toutes les façons considérable. La suite reste à écrire. Notre conclusion est que, aussi pénible soit-elle, elle ne reproduira pas les enchaînements funestes des années 1930, précisément parce que ces dernières ont fait école.*

Le génie précède la chute

En 1929, écrit Galbraith (1989, p. 82), « *la découverte des merveilles de la progression géométrique frappa Wall Street avec une force comparable à celle de l'invention de la roue* ». Telle fut celle qui dilata le marché de la titrisation. Impossible de ne pas faire le parallèle entre l'enchevêtrement de sociétés *holdings* – qui, à la fin des années 1920, pullulent en bourse pour faire levier sur la valeur des actifs – et la tuyauterie mise en place au milieu des années 2000 pour recycler, entre autres choses, les crédits « *subprimes* ». Même alchimie complexe visant à transformer le plomb en or, même entreprise aboutissant à faire en sorte que le détenteur final d'un titre n'ait à peu près aucune idée de l'origine, comme de la véritable valeur, de ce qu'il possède. Même consanguinité aussi, les *holdings* de 1929 se détenant entre elles comme les banques de 2007 « sponsorisent » les conduits par lesquels elles se défont de leurs créances.

Les SIV (*structured investment vehicles*) tiennent dans la crise qui nous intéresse le même rôle que les courtiers, naguère, dans celle de 1929 : c'est par eux que la liquidité alimente puis quitte le système. Peu importe que les uns empruntent aux banques ou les autres émettent du papier commercial. Le levier qu'ils actionnent est à chaque fois considérable.

Aux États-Unis, de décembre 1927 à octobre 1929, l'encours des prêts aux *brokers* est multiplié par deux. Il représentera jusqu'à 8,5 % du PIB avant de s'effondrer. De 2004 à mi-2007, les émissions d'ABCP (*asset-backed commercial papers*) épousent la même courbe exponentielle. Elles culmineront à 900 milliards de dollars par an (6,8 % du PIB) pour, en quelques mois, cesser d'exister [1].

C'est lorsque le doute survient que le robinet se ferme. Les intermédiaires financiers ne trouvent plus à se refinancer dès lors que la qualité de ce dont ils font commerce est remise en question. Arrivent les premières ventes forcées qui alimentent la baisse du prix des actifs, celle-ci déclenchant des appels de marges qui suscitent de nouvelles ventes, etc. Ainsi crèvent les bulles. De septembre 1929 à juillet 1932, les actions perdent 85 % de leur valeur. Le tarif est à peu près le même pour ce qui concerne les titres adossés à des créances immobilières. Selon leur notation, de triple B à triple A, ces derniers ne valaient plus que 12 à 50 % du nominal en mars 2008 [2]. Aux dernières nouvelles, leur cote ne s'était pas redressée et la défiance des investisseurs avait gagné d'autres compartiments de la dette structurée : prêts à effet de levier, immobilier commercial…

De la crise financière à la dépression

Il faut donc passer des provisions pour un montant qui selon les estimations les plus crédibles dépassera les 400 milliards de dollars [3]. Ceux qui redoutent un retour aux années 1930 se souviennent sans doute que tout avait commencé par là. En 1929, les pertes ne pouvant être assumées par les courtiers, elles se répercutent sur les banques qui leur ont beaucoup prêté. Ces dernières font face à des clôtures de comptes à mesure que grandissent les doutes concernant leur propre solidité financière. Elles rationnent le crédit et contaminent ainsi la sphère réelle. Les entreprises perdent le soutien des banques, qui perdent la confiance de leurs clients. Les unes et les autres font faillite ou, à défaut, coupent leurs investissements, réduisent leurs effectifs, ce qui a pour effet de déprimer la consommation. Les volumes d'affaires baissent, les prix aussi (les produits sont bradés), si bien que les revenus nominaux font pâle figure lorsqu'ils sont mis en face des dettes. La restructuration des bilans s'accentue, jusqu'à prendre l'allure d'une fuite en avant qui ne fait qu'approfondir la récession.

Le premier enseignement tiré de cette époque est qu'il ne faut pas laisser les intermédiaires financiers s'entraîner dans la chute. Éviter le risque systémique : en organisant le sauvetage de la banque Bear Stearns, le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, a récemment prouvé sa détermination à faire appliquer cette règle – vitale à défaut d'être morale. Depuis mars 2008, les fabricants de faux billets trouvent, en outre, à les troquer contre des vrais auprès des autorités monétaires. C'est le « TSLF » (*Term Securities Lending Facility*) qui permet aux banques souhaitant se refinancer d'échanger des titres adossés à des créances contre des bons du Trésor. Dans le même esprit magnanime, la « Fed » a ouvert une ligne de crédit aux banques d'investissement et sociétés de bourse et s'est résignée à prendre en garantie des MBS (*mortage-backed securities*) et autres ABS (*asset-backed securities*) de notation moyenne, peu ou pas liquides. Les Federal Home Loans Banks, qui bénéficient du soutien implicite de l'État, accroissent aussi leurs prêts aux banques régionales en échange des mêmes collatéraux douteux. Une telle mutualisation des risques n'est pas faite pour encourager les pratiques vertueuses. Mais parce qu'elle sauvegarde la liquidité, elle introduit une rupture fondamentale dans la chaîne des événements qui, il y a soixante-dix-huit ans, avaient précipité la Grande Dépression.

Elle n'est pas la seule. Avant Keynes et sa *Théorie générale*, les vertus stabilisatrices de l'action publique sont largement ignorées. Les dépenses de l'État fédéral américain pèsent d'ailleurs d'un faible poids dans l'économie (4 à 5 % du PIB dans les années 1920, contre 20 % du PIB aujourd'hui) et augmentent peu (il faudra attendre le New Deal de 1933 pour les voir décoller). En 1930, le gouvernement n'a donc ni les capacités ni les instruments susceptibles d'atténuer le

choc consécutif à l'éclatement de la bulle. En 2008, Washington mobilise toute la vieille garde constituée lors de la Grande Dépression. Les agences gouvernementales Fannie Mae et Freddy Mac peuvent accroître jusqu'à hauteur de 200 milliards de dollars leurs rachats de créances immobilières grâce à une moindre exigence de fonds propres. De fait, elles pallient – pratiquement à elles seules – la défaillance du marché hypothécaire en refinançant plus de 90 % des nouveaux prêts. Dans le but d'endiguer les saisies, on réactive aussi la FHA (*Federal Housing Administration*). Créée en 1934, l'institution reprend et garantit les prêts accordés aux ménages à bas revenus. Ses marges de manœuvre viennent d'être élargies ; elles pourraient être portées jusqu'à 300 milliards de dollars dans le cadre du programme *FHA Secure*, ce qui permettrait de refinancer un à deux millions de prêts (Fontagne, Honthaas, Baudchon, 2008).

La flexibilité des cours de change, tout comme l'organisation supranationale du commerce, complètent la liste des garde-fous. L'approfondissement de la Grande Dépression doit en effet beaucoup au régime de l'étalon-or qui, tout en se disloquant, précipite la contraction des échanges mondiaux. Au début des années 1930, la production américaine s'écoule d'autant plus mal que le dollar ne baisse pas. Tout est alors mis en œuvre pour la protéger. Droits de douanes, contingentements, les tranchées creusées à l'époque sont sans commune mesure avec les coups de canifs qui, de nos jours, émaillent les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Elles ont tôt fait d'asphyxier les principaux pays partenaires commerciaux des États-Unis, entraînant dévaluations et mesures de rétorsion. Le commerce international est aspiré dans un siphon, pour reprendre une illustration célèbre donnée par la Société des Nations.

La situation actuelle est heureusement différente. Le dollar se déprécie (il a perdu 15 % de sa valeur contre toutes devises depuis le déclenchement de la crise et 35 % depuis son dernier point de 2002) ; cela n'est sans doute pas une bonne affaire pour l'Europe mais évite le pire aux États-Unis. Les flux commerciaux internationaux ne sont pas taris mais s'écoulent simplement plus lentement. Leur imbrication transnationale est d'ailleurs telle, aujourd'hui, qu'un blocage aux frontières est une hypothèse non seulement peu crédible mais, de plus, largement vide de sens.

Conclusion

Aussi pénibles soient-ils, les lendemains de fête peuvent difficilement prendre, aux États-Unis et dans le monde, le tour funeste des années 1930. Les politiques monétaire et budgétaire sont mieux armées et plus réactives. Elles atténuent les effets dépressifs des ajustements de bilan et maintiennent le filet de liquidité nécessaire à la survie du système financier. L'organisation supranationale du commerce et la flexibilité des taux de change complètent la liste des garde-fous.

Notes

1. Il y a même destruction de papier. D'après les flows of funds *de la Réserve fédérale américaine, le montant annualisé des remboursements nets d'ABCP a atteint 282 milliards de dollars au quatrième trimestre 2007.*

2. Selon les indices ABX calculés par la société Markit. Source : www.markit.com

3. Fin mars 2008, la BaFin, qui est l'autorité allemande de contrôle du secteur bancaire, évalue à 430 milliards de dollars la perte totale du secteur financier à provisionner de par le monde. Source : Der Spiegel *du 31 mars 2008.*

Bibliographie

FONTAGNÉ, A. ; HONTHAAS, E. ; BAUDCHON H., « États-Unis, les nouvelles stars de la finance », *Perspectives hebdo*, semaine du 24 au 28 mars 2008, direction des Études économiques du Crédit agricole, mars, 2008.

GALBRAITH J. K., *La crise économique de 1929*, Payot, 1989.

3.

Une crise originale

■ Philippe d'Arvisenet
La crise du *subprime* et ses répercussions

■ Christine Rifflart
La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle

■ Catherine Lubochinsky
Transfert du risque crédit : de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière

■ Jean-Paul Betbèze
Les six ressorts et les six *resorts* de la crise actuelle

La crise du « *subprime* » et ses répercussions

Philippe d'Arvisenet

Directeur des Études économiques, BNP Paribas

La crise du « subprime » *n'est pas sans rappeler à maints égards les crises du passé : un accès facile au crédit, l'augmentation de la dette, la quête de rendements élevés et son corollaire, une prise de risque toujours plus grande, une inflation des prix des actifs et l'introduction d'innovations pas toujours maîtrisées* [1]*. On va alors d'excès en excès (dette, prix…) ; puis, au déni (« le monde a changé… les problèmes… le cas échéant… sont limités… ») succèdent enfin la prise de conscience et le retour de bâton.*

De la récession immobilière à la crise du « *subprime* »

Dans la première moitié des années 2000, l'immobilier résidentiel a connu un réel essor. Avec la flambée des prix de l'immobilier, l'accessibilité au logement s'est quelque peu restreinte. Cette évolution a néanmoins été compensée temporairement par la baisse des taux d'intérêt, l'allongement de la durée du crédit et le développement de prêts à l'égard d'une clientèle qui ne présentait pas les critères habituels de solvabilité (prêts immobiliers à risque dits « *subprimes* » ; Alt-A catégorie intermédiaire entre les prêts de qualité et les prêts « *subprimes* »). Mais la capacité d'achat de logements ne s'en est pas moins nettement dégradée, entraînant un plongeon des ventes, une explosion des stocks de logements invendus et une baisse notable des prix, tandis que l'activité dans la construction résidentielle reculait sensiblement. Les mises en chantier se situent actuellement à 60 % en deçà de leur sommet. Depuis le deuxième trimestre 2006, la construction résidentielle a coûté environ un point de la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB). Le niveau des stocks, le resserrement des conditions de crédit et les incertitudes économiques qui pèsent sur la situation financière des ménages montrent que la correction n'est pas terminée.

Les prêts dits « *subprimes* » visaient initialement à permettre l'accession à une clientèle qui ne pouvait souscrire des crédits classiques. Ces prêts étaient en général assortis de conditions plus onéreuses qu'il s'agisse des coûts initiaux (commissions…) ou des coûts supportés durant la vie du prêt (intérêts, assurance, frais de renégociation…). Ils étaient distribués sur la base de ratios élevés montant du prêt/valeur du bien, les taux étaient souvent révisables (les deux tiers environ des prêts « *subprimes* ») après une période initiale de deux ou trois ans (exemple : les prêts à taux ajustables ARM 2/28 ou 3/27), avec parfois des solutions « exotiques » tels les « *interest-onl* », prêts *in fine* à amortissement différé, ou les prêts à amortissement négatif.

Certes, l'encours du crédit « *subprime* » ne représente que 1 200 millions de dollars (13 % de l'encours des prêts hypothécaires) mais ces prêts n'en ont pas moins

été pour l'essentiel octroyés, au cours des trois ou quatre dernières années, à des ménages à la solvabilité fragile et sans tenir suffisamment compte de leur aptitude à faire face aux échéances, intérêts ou principal.

Comme il fallait s'y attendre, les premières révisions des intérêts et l'alourdissement consécutif de la charge de la dette se sont traduits par une augmentation du taux de défaut [2].

Crise de la titrisation

L'essor des prêts « *subprimes* » tient, en premier lieu, à leur distribution largement réalisée par des organismes non bancaires (courtiers hypothécaires), non assujettis aux ratios de solvabilité et de liquidité applicables aux banques. Cet essor résulte, en second lieu, de la possibilité pour les prêteurs de céder le risque sur le marché par le biais de la titrisation. Il convient de noter à cet égard que les prêts présentant une note à peine supérieure à la limite, leur permettant d'être aisément titrisés, affichent des taux de défaut plus élevés que ceux dont la note est à peine inférieure à cette limite : dans le cas de ces derniers, les organismes prêteurs se sont montrés plus vigilants à l'égard de la solvabilité des emprunteurs et ont recueilli davantage d'informations à leur sujet [3]. Il est également important de souligner que le crédit immobilier a augmenté plus rapidement dans les localités où la demande de crédit non satisfaite était particulièrement élevée au début de la décennie en raison d'un fort taux de refus. Or, les revenus, comme les créations d'emplois, n'y ont pas particulièrement augmenté ces dernières années [4]. En d'autres termes, la solvabilité ne s'y est pas améliorée. La titrisation a, sans aucun doute, assoupli les contraintes qui pesaient sur la distribution du crédit et l'idée sous-jacente selon laquelle les prix allaient continuer à augmenter a amplifié le phénomène.

Les taux de défaut ont considérablement augmenté depuis deux ans. Bien sûr, la diminution récente des taux de marché (les révisions se font en général sur la base du LIBOR 6 mois) rend moins préoccupante la montée en puissance des ajustements de taux de l'automne 2007 à la fin 2008. Cependant, la chute des prix de l'immobilier – inhérente au niveau élevé des stocks – contribue naturellement à accroître le nombre de cas où la valeur du collatéral devient inférieure au principal restant dû, et à encourager les défauts.

La multiplication des saisies et le resserrement des critères d'octroi des prêts hypothécaires (qui freine la demande de crédit déjà faible) renforcent les pressions à la baisse sur les prix des logements.

La crise financière remet en cause le modèle actuel d'externalisation des risques

Contrairement aux attentes de beaucoup, la diffusion du risque sur un large éventail d'investisseurs n'a pas contribué à renforcer le système financier.

En fait, la dispersion des risques est allée de pair avec une montée des interrogations du type « Qui détient quoi ? » renforçant les incertitudes sur le niveau réel des risques intégrés dans les ABS (*asset backed securities*) ou titres adossés à des actifs (à commencer par les RMBS, *residential mortgage-backed security*). L'asymétrie d'information, qui caractérise classiquement la relation débiteur/emprunteur, a été diffusée sur les marchés. Et comme d'habitude, lorsqu'une situation devient à ce point incertaine, on assiste à un accroissement de l'aversion pour le risque.

Le marché des RMBS s'est asséché comme en témoigne par exemple le repli massif des indices ABX : les créances titrisées « *subprimes* » ont été amputées de la majeure partie de leur valeur initiale. Le mouvement est allé bien au-delà de ce que suggèrerait un calcul fondé sur des hypothèses – même très pessimistes – de taux de défaut et de taux de récupération en cas de défaut.

La situation n'a pas tardé à toucher le segment de l'*Asset backed commercial paper* (ABCP) et les véhicules *ad hoc* (*conduits* ou SIV). Ces véhicules hors-bilan étaient censés bénéficier non seulement du

rendement des actifs titrisés mais également d'une marge de transformation dans la mesure où la maturité de leurs passifs était bien plus courte que celle de leurs actifs. À l'exposition au risque de taux d'intérêt, s'est ajouté un risque de liquidité.

Lorsque ce dernier se matérialise, les financements ne peuvent être reconduits : avec la montée des incertitudes, les investisseurs perdent confiance ; ils ne souhaitent pas renoncer à leurs liquidités et se tournent vers les bons du Trésor. Le financement par le biais de papier commercial adossé à des actifs devient ainsi impossible du fait du désengagement des investisseurs. Dans ces conditions, les véhicules *ad hoc* sont incités à céder leurs actifs à prix cassés sur un marché perturbé. Les *conduits* peuvent recourir à une ligne de crédit de substitution, éventuellement accordée par la banque « sponsor », auquel cas une réintermédiation se met en place avec des conséquences évidentes sur les bilans des banques gonflés par des actifs dont les marchés se sont asséchés et, partant, sur leur aptitude/disposition à accorder des prêts.

Retombées

On observe le même phénomène sur le marché interbancaire où l'écart entre les taux monétaires et les taux interbancaires à trois mois demeure anormalement élevé depuis l'été dernier. Une situation peut-être moins imputable à l'absence de confiance – souvent invoquée – entre les banques qu'au renforcement de la contrainte de liquidité consécutive à l'arrêt du financement par le marché à court terme.

La crise s'est répercutée sur les rehausseurs de crédit, dits « assureurs *monoline* ». Dans leur rôle traditionnel, ces derniers font bénéficier les émetteurs publics (essentiellement des collectivités locales…) de la qualité de leur *rating*. Ils ont étendu leur activité à l'apport de garantie à des tranches *senior* de structures de titrisation (CDO par exemple), d'où les interrogations sur leur aptitude à résister à une crise de grande ampleur et sur leur solidité financière : la confiance a été ébranlée.

Autant de facteurs qui ont contribué à un resserrement global des conditions du crédit sur le marché, comme dans le secteur bancaire.

S'agissant du marché, l'élargissement récent des *spreads* de crédit en constitue une bonne illustration. Ainsi qu'il ressort de l'indice CDX (titres présentant la qualité d'un bon placement à cinq ans), le coût d'une protection pour une position de 10 millions de dollars, qui s'élevait à 50 000 dollars au printemps dernier, atteint désormais 170 000 dollars. Même évolution pour l'indice CDX *crossover* : la protection pour 10 000 000 de dollars d'obligations *corporate* à haut rendement s'est significativement renchérie ces derniers mois, passant de 150 000 dollars US au printemps dernier à 425 000 dollars US à présent.

Quant au crédit bancaire, la dernière enquête de la Fed (la Réserve fédérale américaine) auprès des *Senior Loans Officers* fait état d'un durcissement des critères d'octroi de crédit dans un large éventail de segments : prêts résidentiels – comme il fallait s'y attendre – mais aussi cartes de crédit, crédit automobile, prêts hypothécaires non résidentiels, prêts commerciaux et industriels. Alors que les intentions de resserrement n'ont pas atteint un niveau comparable dans la zone euro, l'enquête trimestrielle de la Banque centrale européenne (BCE) reflète la même tendance.

Il n'en fallait pas davantage pour entraîner une augmentation du coût du capital, avec un impact négatif sur les bilans… et une hausse des *spreads*… Les éléments d'un cercle vicieux se sont ainsi réunis. À cet égard, on peut établir un parallèle avec la crise de la dette souveraine des années 1980. Avec l'accroissement de la dette, les *spreads* s'élargissent, la dette se renchérit, l'économie ralentit, les recettes publiques diminuent et les déficits se creusent, d'où une augmentation de la dette, un élargissement des *spreads* et ainsi de suite… [5]

Tout récemment, en mars, la crise faisait de nouvelles victimes : plusieurs *hedge funds* et courtiers, après la dépréciation des actifs pris en garantie par leurs organismes prêteurs, ont dû faire face à des appels de marge. Pour éviter une nouvelle vague de liquidations sur des marchés en déroute et la matérialisation d'un risque de système, la Fed a mis en place un dispositif d'échange d'actifs de bonne qualité

(mais peu liquides) contre des *Treasuries* apportées en garantie (à l'instar de liquidités). La Fed a par ailleurs apporté son appui au sauvetage de Bear Sterns en couvrant le risque pris par l'acquéreur JP Morgan à hauteur de 29 milliards de dollars.

Soulignons enfin que l'application de la comptabilisation en valeur de marché s'est révélée être déstabilisante (méthode IAS/IFRS, *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standard*). Elle a largement contribué aux pertes enregistrées sur des actifs cotés sur un marché en crise. Sans doute la méthode a-t-elle pour but d'accroître la transparence et de répondre au souci d'éviter l'apparition soudaine de pertes, mais elle pose problème lorsque la valorisation comptable des actifs s'écarte de leur valeur fondamentale. Elle entraîne des niveaux de provisionnements dont l'annonce renforce la dévalorisation des actifs. Les dépréciations d'actifs (comptabilisées en pertes de *trading*) ont en fait aggravé les turbulences, fragilisant les bilans et exerçant des pressions à la hausse sur les *spreads*, alors qu'elles n'avaient bien souvent rien à voir avec des pertes économiques et aucun lien avec le segment « *subprime* ». On peut imaginer quelles auraient été les conséquences de la crise de la dette souveraine en 1982 (défaillance du Mexique et de nombreux autres États) si les règles de l'évaluation au cours du marché avaient été appliquées (le marché des *Brady Bonds* n'est apparu que plus tard).

Quid des origines véritables de la crise actuelle [6]. Au début des années 2000, les craintes de déflation ont poussé la Fed à abaisser les taux à un niveau extrêmement bas. Les rendements des obligations du Trésor ont connu la même évolution à la faveur de la forte demande des pays émergents amenés à investir des réserves de change en gonflement rapide. Cette situation a contribué à maintenir les taux longs à un niveau bas alors même que la Fed avait engagé sa politique de normalisation (le fameux « *conundrum* ») et à renforcer la liquidité. Tous ces facteurs constituaient, d'une part, une invitation à emprunter toujours plus et, d'autre part, un encouragement à rechercher des rendements plus élevés, autrement dit à accepter davantage de risques. Il s'en est suivi une hausse des prix des actifs et un effet de richesse positif qui a ainsi soutenu la demande intérieure et les importations, d'où une aggravation des déficits et un accroissement des afflux de capitaux… qui ont à leur tour déprimé les rendements. Par ailleurs, la part des importations en provenance de pays à faibles coûts de production a augmenté par rapport à la demande intérieure, exerçant des pressions à la baisse sur l'inflation domestique ; la politique monétaire a dès lors pu rester accommodante, encourageant ainsi la demande, les importations.

Mais cet épisode de « mondialisation heureuse » est arrivé à son terme. En effet, avec la forte croissance des marchés émergents, les prix des matières se sont envolés, aggravant les inquiétudes à l'égard de l'inflation ; la politique monétaire est devenue légèrement restrictive aux États-Unis et les taux du marché ont augmenté : la fête était finie.

Résoudre la crise financière est naturellement une priorité absolue pour la Fed et le Trésor. L'argent public est indirectement (pour l'heure) mis à contribution. La Fed a accepté de s'exposer au risque de crédit en élargissant la gamme des collatéraux qu'elle a acceptés et en portant secours à un *broker*. Les agences (Fannie Mae et Freddie Mac) sont appelées à étendre leur activité. Des adaptations réglementaires touchant les exigences en capital, le hors-bilan, etc., sont à prévoir.

Le coût de la crise, si l'histoire peut servir de guide, pourrait largement dépasser l'estimation officielle de la facture des « *subprimes* » (quelque 400 milliards de dollars US). Les cinq grandes crises financières qui ont touché les pays industriels depuis la Seconde Guerre mondiale ont coûté entre 4 (Norvège en 1987) et 20 points de PIB (Japon dans les années 1990) selon les pays concernés [7].

L'extériorisation rapide des pertes, la solidité financière des entreprises et la réactivité de la Fed mettent les États-Unis à l'abri d'une situation « à la japonaise ».

Mais, si la baisse des taux d'intérêt n'est pas la solution *ad hoc* pour répondre à la crise financière, cette baisse paraît appelée à devoir aller plus loin afin d'éviter que la récession actuelle ne se transforme en dépression.

Notes

1. Voir sur ce point A. Krishnamurthy : « Financial innovation and stability », Colloque international de la Banque de France, 7 mars 2008. Des innovations, qui sont bénéfiques à long terme, sont fréquemment à l'origine de chocs lorsqu'elles ne sont pas acclimatées. Le défaut de Penn Central Railroad en 1970 sur un encours de 85 millions de dollars, à une période où les ratings *n'étaient pas très précis et où les lignes de support n'étaient pas développées, a créé un climat d'incertitude comparable à celui qui a suivi l'éclatement de la crise du «* subprime *» dans le domaine des CDO, instrument à la fois récent et complexe qui manque de transparence. Cela a conduit à une vague de défiance qui a poussé les investisseurs à se retirer du marché du papier commercial (CP). Le défaut de Mercury Finance en 1997 sur un encours de CP de 500 millions de dollars n'a pas eu de conséquences sur le marché. On peut aussi évoquer le krack boursier d'octobre 2007, l'incertitude qui touchait à l'incidence des nouvelles stratégies de couverture de portefeuille a eu le même effet, l'ampleur de la chute a été surprenante, les intervenants se sont retirés du marché. La faillite du* hedge fund *LTCM a provoqué un choc considérable, les* hedge funds *étaient alors dans leur phase de décollage avec un encours géré d'une centaine de milliards de dollars, leurs stratégies étaient peu diversifiées.* A contrario*, le défaut du fonds Amaranth en octobre 2006 suite à de mauvaises anticipations sur le prix des contrats sur le gaz naturel (qui l'avaient conduit à prendre des positions courtes sur certaines échéances et longues sur d'autres, avec un fort effet de levier) s'est soldé par des pertes de 6 milliards de dollars, les conséquences sur les marchés ont été limitées.*

2. Voir Philippe d'Arvisenet : « Du subprime à l'économie réelle », Societal*, 1er trimestre 2008 ; « Getting worse before getting better, coucher de soleil sur la conjoncture américaine », Societal, 2e trimestre 2008 ;* Finance internationale*, 2e édition, chapitre 4, Dunod, à paraître août 2008.*

3. A. Mian, A. Sufi – « The consequences of mortgage credit expansion : evidence from the 2007 mortgage default crisis », University of Chicago, Graduate School of Business, Working Paper n° 45, janvier 2008 – montrent que la titrisation conduit à un relâchement dans l'appréciation du risque dès lors qu'une demande de crédit bénéficie d'un score adéquat (sur la base du critère des Agencies*), facilitant sa titrisation, la collecte d'informations sur le débiteur est limitée, les prêts qui ont été consentis avec un score juste inférieur au benchmark ont fait l'objet d'une étude plus poussée de la part du prêteur et présentent* ex post *des taux de défaut inférieurs à ceux consentis avec un score juste au-dessus du benchmark.*

4. B. Keys, T. Mukheijee, A. Seru, V. Vig – « Did securitization lead to lax screening ? Evidence from subprime loans, 2001-2006 » – montrent que l'essor du crédit a été particulièrement élevé dans les localités qui présentaient dans la deuxième moitié des années 1990 une forte demande latente (taux de refus élevé). La titrisation a débouché sur un desserrement des critères de distribution de crédits, en dépit du fait que les localités concernées n'aient pas particulièrement bénéficié des effets de la reprise de la première moitié des années 2000 sur le plan des revenus ou de l'emploi.

5. Selon H. Rey : « Globalization,assets prices and the recent turmoil », communication au Colloque international de la Banque de France, 7 mars 2008. L'exposition des grandes banques américaines au risque souverain (250 % du capital des neuf Money center banks de New York) en 1982 aurait pu les conduire au défaut si la valeur de leurs créances avait été pricée *au marché. La hausse des primes de risque, liée au mouvement général de* repricing *du risque, a augmenté le coût de la protection et affaibli la situation financière des assureurs. La montée des* spreads *de crédit signifie que les investisseurs exigent des rendements plus élevés, d'où une hausse du coût du capital, une fragilisation des bilans… et une nouvelle montée des* spreads.

6. Pour plus de détails, voir Philippe d'Arvisenet : « Everybody else's fault : the roots of the crisis », Ecoweek, BNP Paribas weekly n° 08-08, Feb. 22nd, 2008.

7. Voir C. Reinhart, K. Rogoff : « Globalisation and monetary policy, overview of recent issues », à paraître dans Americain Economic Review*, 2008.*

La crise immobilière aux États-Unis : l'éclatement de la bulle

Christine Rifflart

Économiste, Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)

La crise financière qui s'est déclenchée l'été dernier sur l'ensemble des marchés est partie du segment le plus à risque du crédit hypothécaire américain. Prenant appui en 2002 sur un marché déjà tendu, le dernier cycle de l'immobilier a bénéficié de conditions exceptionnelles pour prolonger son essor. L'abondance de liquidité a dopé l'innovation financière et conduit les organismes prêteurs à une prise de risque de crédit élevée en offrant des produits attrayants à des populations pas toujours solvables. Mais, si ces organismes ont réussi à reporter le risque sur une large gamme d'investisseurs, les ménages ont dû faire face à leurs propres engagements financiers dès lors que la hausse des prix s'est terminée et que, surtout, les conditions de prêt se sont normalisées.

La crise qui s'est déclenchée à l'été 2007 sur les marchés financiers – et qui continue à mettre sous pression les principales banques centrales de la planète – trouve son origine sur le segment le plus à risque du marché du crédit hypothécaire aux États-Unis. Concentrant quelque 1 200 milliards de dollars soit 13 % de la dette hypothécaire aux mains des ménages américains, ce petit segment est celui d'où tout est parti, celui qui a révélé la folie des marchés. Diffusés à des emprunteurs peu solvables, exclus jusqu'alors du marché du crédit, ces prêts portaient en eux des risques de crédit à la hauteur de l'illusion qu'ils réveillaient chez ceux qui les contractaient. Dès lors qu'ils ont été avérés, ces risques ont révélé l'ampleur des enjeux financiers adossés à ce segment. Si les pertes encourues ne devraient pas dépasser 350 milliards de dollars, les conséquences qu'elles font peser sur le fonctionnement du système financier international restent sans commune mesure avec l'onde de choc initiale.

La crise immobilière qui sévit aux États-Unis depuis le début de l'année 2006 peut s'analyser comme l'une des crises cycliques récurrentes qui interviennent à l'approche de chaque nouvelle phase de retournement de conjoncture. Après plusieurs années de forte croissance, l'accessibilité du marché du logement se referme. La capacité d'endettement des ménages est réduite, les prix de l'immobilier augmentent fortement pour se situer à des niveaux inabordables, la politique monétaire commence à se resserrer pour contrer les effets inflationnistes de la croissance, les charges d'intérêt s'accroissent, et ce, d'autant plus vite que les prêts à taux variable se sont répandus. En bref, la situation financière des ménages est fortement dégradée sur un marché de l'immobilier excessivement tendu. Au final, les ventes de logements se replient, l'investissement résidentiel chute. L'excès de demande relativement à l'offre s'effrite jusqu'à ce que la baisse des prix et l'assainissement financier des ménages soient suffisamment avancés pour qu'une nouvelle demande solvable émerge.

Mais, au-delà de ces enchaînements propres à chaque crise, celle qui sévit aujourd'hui est particulièrement longue, violente, et surtout douloureuse pour

une partie de la population qui croyait avoir enfin concrétisé son rêve de devenir propriétaire.

Entre fin 2005 et fin 2007, l'investissement logement des ménages a baissé de 30 %, revenant à son niveau de 1998. Par ce seul effet, la croissance américaine a perdu 1,6 point sur la période. Les mises en chantier et permis de construire ont chuté chacun de près de 50 % et la tendance se poursuit à un rythme encore élevé au début de l'année 2008. Les transactions sont tombées de presque 60 % dans le neuf et de 30 % dans l'ancien. Elles sont revenues à leur tendance de long terme, laissant sur le marché un stock de logements invendus qui a doublé en trois ans. Les prix ont reculé de 20 % dans le neuf et de plus de 10 % dans l'ancien. L'indice HPI de Standard & Poors, qui tient compte au moins en partie de l'effet qualité, a baissé de 12,5 % depuis juillet 2006 et de plus de 20 % dans certaines villes (Phoenix, Las Vegas, Miami…). L'ajustement devrait donc se poursuivre encore en 2008. Du côté des crédits, les nouveaux crédits hypothécaires se contractent et la dette totale des ménages ne progresse plus que sur des rythmes de 6 % l'an, après 13 % deux ans plus tôt. Néanmoins, après avoir augmenté de plus de trente points en six ans, elle reste à plus de 100 % du revenu des ménages. Rapportée à la richesse immobilière brute, elle continue d'augmenter, signifiant que la valeur du collatéral couvre de moins en moins le montant de la dette des ménages.

Une bulle immobilière assise sur l'éclatement de la bulle des NTIC [1] de 2001

Le retournement qui s'est opéré au début de l'année 2006 intervient après une phase d'expansion historiquement longue. À la différence des autres récessions, celle de 2001 n'a que peu affecté la dynamique du secteur. L'investissement logement a connu quinze années de croissance soutenue qui se sont achevées avec un boom de la construction entre 2003 et 2005. La chute des bourses liée au dégonflement de la bulle internet, et qui avait frappé de plein fouet le secteur des entreprises, a eu pour effet d'inciter la Réserve fédérale (Fed) à mettre en place un environnement monétaire particulièrement stimulant pour en atténuer les effets sur les entreprises, et limiter la récession. Les investisseurs ont alors délaissé les actifs financiers au profit d'actifs plus rentables, notamment immobiliers. Les ménages ont pu continuer d'emprunter et donc soutenir la demande. Résultat, une nouvelle phase de reprise s'est amorcée alors que les tensions issues du cycle précédent n'avaient pas été apurées. Face à une demande accrue, les prix ont continué d'augmenter rapidement, marquant une forte accélération à partir de 2004-2005.

Liquidité du marché et innovations financières créent l'illusion chez les ménages

Ce mouvement n'aurait pu avoir lieu si des conditions exceptionnelles n'avaient pas été réunies. Le laxisme monétaire mené par la Fed jusqu'en 2004, combiné à une liquidité internationale abondante, a ouvert la voie à une concurrence extrême entre établissements de crédit ; cela va conduire à une vague d'innovations financières à l'origine de ce nouvel élan. Si, en 2003, le marché de l'immobilier commence à montrer des signes de surchauffe, l'emballement s'amorce l'année suivante, avec notamment le développement d'un marché secondaire de titres adossés aux créances hypothécaires. Actuellement, près de 56 % des prêts hypothécaires sont titrisés. L'accès à ces nouvelles sources de financement va encourager courtiers, banques et autres établissements non bancaires à trouver de nouveaux outils pour repousser les limites de l'endettement. L'offre de crédit devient de plus en plus innovante, proposant des produits « sur mesure » adaptés à tous les profils d'emprunteurs. À côté du prêt traditionnel à 30 ans et à taux fixe présent sur le

prime market (marché « sans risque »), se développe une large gamme de nouveaux produits, essentiellement à taux variable. Pour qu'un emprunteur bénéficie d'un prêt classique (*conforming loan*), l'apport personnel de l'emprunteur doit couvrir au moins 20 % du prix de l'acquisition, les charges de remboursement ne doivent pas excéder 25 % des revenus, le montant du prêt ne peut dépasser un certain plafond (417 000 dollars en 2007) ; enfin, la qualité de l'emprunteur doit être bonne. Mais, au vu du niveau des prix, les ménages peuvent de moins en moins satisfaire à ces critères. Aussi, se développent des prêts aux conditions d'appel particulièrement attrayantes. Ainsi, les *Interest Only mortgage payments* permettent de ne payer que les intérêts pendant une période fixée de trois à dix ans, puis d'entrer dans un schéma d'amortissement classique, avec des révisions annuelles de taux dans le cas d'un prêt à taux ajustable. Les *Payment Option ARM* (*Adjustable Rate Mortgage*) permettent de définir le montant des mensualités initiales. Le taux initial est très bas pendant les trois premiers mois, puis progresse sur la base d'un indice de taux (LIBOR, COFI, CMT) et d'une marge fixe pour rejoindre le taux d'intérêt en vigueur sur le marché. Dans l'hypothèse où les mensualités de la première année ne couvrent pas les intérêts dus, ceux-ci sont capitalisés (on parle alors d'amortissement négatif). En 2005, ces deux types de prêt représentent presque 30 % des émissions de prêts, après moins de 5 % en 2002. D'abord concentrés dans les États les plus chers, ils se développent progressivement sur l'ensemble du territoire. Par ailleurs, la possibilité est également donnée aux emprunteurs de contracter un prêt hypothécaire de deuxième rang (*piggyback loan* ou *junior loan*) au lieu de recourir à une assurance plus onéreuse, soit pour compenser un apport personnel insuffisant (surtout pour les primo-accédants), soit pour compléter un prêt. Dans ce cas, le ménage peut recourir à un *conforming loan* pour 80 % du financement, à un *piggiback loan* pour 15 %, et amener 5 % d'apport personnel (Combo 80/15/5), voire à un *piggyback loan* pour 20 % (combo 80/20).

Mais, surtout, le marché du crédit s'ouvre à une partie de la population qui jusqu'alors était exclue de l'accession à la propriété, soit pour des raisons de fragilité financière, un historique bancaire déjà existant, ou bien pour des discriminations raciale ou sociale – comme cela a été souligné dans des rapports officiels (entre 20 et 50 % des ménages présents sur ce segment à risque auraient été éligibles sur le *prime market)*. Ces ménages ont souvent été approchés par des courtiers hypothécaires – parfois malveillants – peu soucieux de la qualité de l'emprunteur, cherchant avant tout à gagner leur commission, ou bien par des organismes non assujettis aux contraintes de la réglementation bancaire et qui donc pouvaient s'engager sur des opérations à risque, sachant qu'ils n'avaient plus ensuite qu'à les revendre sur le marché secondaire.

L'insolvabilité des ménages apparaît avec la normalisation des conditions de crédit

De 20 % au début des années 2000, la part de ces prêts a doublé en 2004 pour atteindre 50 % du total des émissions en 2006. Les crédits les plus à risque (« *subprimes* »), encore inexistants au début des années quatre-vingt-dix, concernent 20 % de ces crédits, soit 13 % de l'encours total de prêts hypothécaires. Sept pour cent des propriétaires, soit plus de 5 millions des ménages, ont un crédit « *subprime* ». Le prêt le plus répandu sur le marché du « *subprime* » est le 2/28 *ARM* (ou le 3/27 *ARM*) dit aussi *exploding ARM*. Il a les mêmes caractéristiques qu'un *Payment Option ARM* mais la période de grâce s'étend sur deux – ou trois – ans. Le taux d'appel est ensuite révisé tous les ans. Le risque est fort de voir les mensualités exploser au terme des deux ans lors de la réinitialisation des taux, même dans l'hypothèse où les taux d'intérêt n'ont pas varié. Si le taux d'intérêt initial est de 4,5 %, l'indice de taux de 7 % et la marge de 3 %, le nouveau taux devrait passer à 7 + 3 = 10 %. Si la limite capée est de 5 %, le taux passera à 4,5 + 5 = 9,5 %. Aux crédits « *subprimes* », il faut ajouter les prêts Alt-A dont le risque de défaut est moindre. Leur part est passée de moins de 3 % entre 2001 et 2003 à 13,4 %

en 2006. Les prêts assis sur la plus-value potentielle de la partie du bien non hypothéquée représentaient 14,4 % des nouveaux prêts en 2006, contre moins de 5 % au début de la décennie. Enfin, restent les prêts garantis par l'État *via* le *Federal Housing Administration*, le *Veteran Affairs* et le *Rural Housing Service* dont la part a baissé jusqu'à 2,7 % en 2006.

Jusqu'en 2005, l'illusion a bien fonctionné. Les prix de l'immobilier augmentant de 10 à 15 % l'an depuis 2001, le développement des crédits « *subprimes* » s'était assis sur l'idée qu'ils allaient continuer d'augmenter. Dans le cas de difficultés financières, les ménages pouvaient alors rembourser leur crédit en le refinancer avec un nouveau prêt, ou bien par la revente du bien, en dégageant en plus du *cash* issu de la plus-value, réalisée ou potentielle. Les ménages sont donc devenus involontairement des investisseurs spéculateurs, avec les risques que cela comporte. Ces comportements expliquent la déconnexion croissante entre l'envolée des prix de l'immobilier et l'évolution des déterminants traditionnels : les revenus, les taux d'intérêt, la croissance démographique… La hausse des prix est de plus en plus déconnectée de ses fondamentaux. Les prix de l'immobilier seraient donc surévalués d'environ 20 à 30 %. Avec plus de 10 % de baisse déjà réalisée, l'ajustement devrait encore se poursuivre en 2008.

À partir de 2006, le retournement du marché est venu rompre ce fragile équilibre. La baisse des prix, combinée à la hausse des charges d'intérêt, et surtout l'entrée dans la période de réinitialisation des taux et de remboursement du capital (*resets*) pour les prêts non traditionnels contractés en 2004 mettent à mal la situation financière des ménages qui ne peuvent plus compter sur la vente de leur bien pour effacer leur dette. Les mensualités augmentent jusqu'à atteindre plus de 50 % du revenu des ménages. Les retards de paiement s'accélèrent. Fin 2007, 20 % des crédits « *subprimes* » à taux variable connaissent des retards de plus de six mois, contre 10 % en 2005, et presque 6 % sont entrés en procédure de saisie. Le *prime market* connaît lui aussi une montée des difficultés de paiement. En 2008, 250 milliards de dollars de prêts « *subprimes* », 29 milliards de dollars de prêts Alt-A et 82 milliards de dollars de prêts du *prime market* devraient faire l'objet de *resets*. Le nombre de défaillances devrait encore bondir cette année, laissant dans la rue des familles déjà frappées par le sceau des inégalités et, aussi, des familles issues des classes moyennes.

Le plus troublant dans cette crise immobilière est le jeu pervers auquel ont pu se livrer les organismes de crédit, souvent non bancaires, parfois peu soucieux de la solvabilité des ménages emprunteurs. Basé sur une prise de risque de plus en plus grande et sur l'hypothèse que les hausses de prix allaient se poursuivre, le gain escompté reste sous-dimensionné par rapport aux pertes observées. La diffusion du risque de crédit sur de nombreux investisseurs a, au contraire, affaibli le système financier dans son ensemble, *via* une crise de confiance généralisée vis-à-vis de tous les détenteurs de titres, tandis que les conséquences sociales de crise mettront du temps à être digérées.

Note

1. Nouvelles technologies de l'information et de la communication

TRANSFERT DU RISQUE CRÉDIT : DE L'INGÉNIOSITÉ BANCAIRE À L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE

Catherine Lubochinsky

Professeur, université Paris II

La gestion du risque de défaut autre que par le principe de mutualisation dans les bilans ne constitue pas une innovation financière récente : la titrisation des prêts hypothécaires américains date de 1970 avec l'émission, par la Government National Mortgage Association (GNMA), des premiers mortgage-backed securities *(MBS) ; l'apparition d'un marché secondaire des prêts bancaires, peu après la crise d'endettement des pays d'Amérique latine (1982), fut l'une des techniques utilisées par les banques commerciales pour redistribuer entre elles le risque crédit sur ces pays ; puis l'apparition des* Brady bonds *en 1989 ne fut que la titrisation de ces prêts sous forme d'obligations. L'innovation récente ne concerne donc pas la gestion du risque de crédit par transfert de l'actif sous-jacent mais son transfert synthétique par les dérivés de crédit. Ce sont ces derniers qui ont permis un recours massif au transfert de ce risque.*

D'un encours notionnel de quelques centaines de millions de dollars fin 1999, les dérivés de crédit dépassent les 50 000 milliards de dollars mi-2007, dont plus de 45 000 milliards pour les *crédit default swaps* (BRI [1], 2007) ! L'accélération de leur développement ne date cependant que de 2004, année où l'International Swap and Derivatives Association a standardisé leur documentation juridique.

Taille relative des dérivés de gré à gré de crédit (Encours en Mds USD)

	Positions fin juin 2004		Positions fin juin 2007	
	Encours notionnel	Valeur demarché	Encours notionnel	Valeur demarché
Dérivés de crédit	4 474	131	51 095	906
Forwards et swaps	3 842	…	49 974	…
Credit Default Swaps	…	…	45 179	768
Single name	…	…	25 104	430
Multi name	…	…	20 075	338
Options	631	…	1 121	…

Source : BRI

Comme tout instrument financier permettant d'adapter le niveau et le type de risque à ceux souhaités, les instruments de transfert du risque crédit facilitent la diversification des risques portés par les banques et donc contribuent *a priori* à l'efficience des systèmes financiers dans leur ensemble car tous les agents économiques en profitent. Cependant, si mal évalués ou mal gérés ces instruments peuvent engendrer un accroissement de l'instabilité financière ou du risque systémique, il devient nécessaire de s'interroger sur le bénéfice net attendu. Or, dans un article prémonitoire, Allen & Carletti (2006) montrent que si les banques courent un risque de liquidité qu'elles couvrent sur le marché interbancaire, le transfert du risque de crédit peut entraîner un effet de contagion entre le secteur bancaire et le secteur des assurances et, de ce fait, engendrer un risque systémique. Les évènements récents confortent cette analyse : le total des pertes et dépréciations annoncées par les banques à la suite de la crise des « *subprimes* » et de la crise de liquidité s'élève à 312 milliards de dollars entre début 2007 et fin avril 2008 (source Bloomberg). Les sociétés d'assurances révèlent d'importantes dépréciations (AIG annonce 9 milliards de dollars de dépréciations sur produits dérivés adossés à des créances hypothécaires pour le premier trimestre 2008). Aussi bien les grandes banques internationales que certaines entreprises d'assurances doivent dans l'urgence procéder à des augmentations de capital [2]. Les autorités s'interrogent sur l'efficacité de la régulation bancaire et financière…

Le risque crédit

D'une efficacité accrue de la gestion du risque à une nouvelle classe d'actifs

Les garanties accordées par les banques ou les sociétés d'assurances sont les formes les plus simples de gestion du risque de défaut d'un débiteur ; mais, depuis les années soixante-dix, les modalités de gestion de ce risque ont profondément évolué.

La première évolution est celle qui a consisté à transférer les actifs détenus par les banques. Tout d'abord en vue de favoriser l'accession à la propriété des ménages américains, le GNMA (*Government National Mortgage Association*) a été créé pour porter les créances hypothécaires bancaires en se finançant par l'émission d'obligations « garanties » par ces créances. Apparaissent ainsi les *mortgage-backed securities* ou *collaterized mortgage obligation* dont l'encours dépasse, pour les États-Unis, les 7 000 milliards de dollars fin 2007.

La technique de titrisation des créances s'est elle-même diversifiée en s'appliquant à tout type de créance bancaire permettant ainsi aux banques d'accroître leur effet de levier puisque, pour un même volume de fonds propres, elles peuvent accroître leur activité autant que la demande de crédit l'autorise. La titrisation des créances permet donc aux banques de ne plus supporter ni le risque de taux d'intérêt (pour les crédits à taux fixe) ni le risque de crédit de l'emprunteur. Les banques, censées être les plus à même de gérer les risques, ont transféré ceux-ci aux investisseurs des *asset backed securities*. Les crédits initialement générés ne rapportent finalement « que » des commissions d'origination, de structuration et de placement. C'est le *business model* appelé *originate to distribute* !

La deuxième évolution de la gestion du risque de crédit se produit au cours des années quatre-vingt-dix avec l'apparition des dérivés de crédit. Les *credit default swaps* sur débiteur unique ou débiteurs multiples (et autres variations sur ce thème) et les *total return swaps* en sont les principaux. Dès 2003, les institutions financières françaises achètent de la protection à hauteur de 54,4 % *via* ces dérivés de crédit contre 41,7 % *via* des garanties classiques (Banque de France, 2004). Le processus d'innovation s'est ensuite développé avec l'émission de titres combinant titrisation de crédits bancaires et dérivés de crédit avec les *collateralized debt obligations* synthétiques, voire les CDO de CDO (dits CDO « *squared* »), vendus en tranches plus ou moins risquées (la tranche *equity* étant la plus risquée puisque lui sont imputées les premières pertes liées au

défaut). C'est sans doute à ce stade que la mécanique s'est emballée. Le degré de complexité atteint par ces produits se heurte à une modélisation qui, aussi sophistiquée qu'elle soit, trouve ses limites dans les hypothèses initiales utilisées, en particulier sur la corrélation des défauts.

Pourquoi un tel engouement envers ces produits dérivés ? Les gains en termes d'efficacité et de rendement sont nombreux. Ils permettent de transférer le risque crédit sans transfert de l'actif sous-jacent, donc de réduire la concentration du risque de défaut en permettant de répondre aux besoins des gros emprunteurs (ce qui peut remplacer la syndication des prêts bancaires). À l'inverse, les acheteurs de risque (vendeurs de protection) améliorent la diversification de leur portefeuille, voire peuvent faire de l'effet de levier sur un crédit spécifique. Non seulement ces dérivés de crédit permettent ainsi une gestion active de portefeuille à moindre coût, mais ils permettent également de prendre des positions en cas d'anticipation de détérioration des risques et/ou d'augmentation de l'aversion au risque crédit. Dans la mesure où ils donnent accès à un risque crédit d'un actif pour certains intervenants non disponible, ils sont devenus une classe d'actifs à part entière, et ce, d'autant plus qu'ils permettent de structurer n'importe quel produit, *i.e.* d'obtenir le couple rendement/risque souhaité.

Les risques liés à la complexité des dérivés de crédit

De l'opacité à l'instabilité financière

Les dérivés de crédit comportent trois aspects potentiellement déstabilisateurs pour le système financier.

Ils posent, tout d'abord, du fait de leur complexité et de l'instabilité des corrélations des défauts, des problèmes d'évaluation et de gestion des risques qui leur sont propres. Il existe un risque de modèle et les résultats sont très sensibles aux hypothèses (sans évoquer le risque opérationnel généralement non pris en compte). Or, la gestion des risques ne relève pas d'une science exacte, les modélisations sont basées sur les comportements passés des marchés et des données historiques, ce qui ne préjuge pas de manière infaillible de l'évolution future. Il n'existe pas encore de modèle standard. Le rapport BRI (2008) s'interroge par ailleurs sur la véritable compréhension des risques par les divers intervenants sur ce marché. Les acheteurs de protection sont-ils conscients qu'ils ne font que de la substitution de risque ? Ils sont exposés à un risque opérationnel important et surtout à un risque de contrepartie ! C'est hélas le même genre d'erreur que commettent les banques : le fait d'oublier de transférer le risque de taux d'intérêt sur les ménages, en leur accordant des prêts à taux variable, réduit certes leur exposition au risque de taux mais augmente le risque de défaut de ces débiteurs… Les banques ont un avantage comparatif indéniable dans la gestion des risques, en particulier le risque de crédit dû aux asymétries d'information. Transférer le risque crédit ne fait que transférer ces asymétries d'information à des investisseurs qui n'ont pas de lien avec les emprunteurs. Certes, les agences de notation sont censées procurer au marché ce type d'information mais la crise financière récente a mis en exergue les faiblesses de leur système de notation (comme, par exemple, elles ont surestimé le taux de recouvrement des pertes en cas de défaut sur les créances hypothécaires). En particulier, l'aspect critique de l'évaluation des CDO, à la différence de la titrisation simple, est que le couple rendement/risque est très différent d'une tranche à l'autre (entre une tranche *super-senior* et une tranche *equity*, le risque peut varier de 1 à 30). Il existe donc une valeur théorique pour chaque tranche mais dont le prix de marché peut s'éloigner car leur marché secondaire est peu liquide. Et quand se greffe une crise de liquidité, ce prix va surréagir et s'éloigner véritablement de sa valeur fondamentale.

Le deuxième aspect problématique est dû au fait que les dérivés de crédit se négocient de gré à gré et,

comme pour les dérivés financiers de gré à gré, le degré de concentration des intervenants est assez élevé : une vingtaine de banques internationales sont actives mais sept à huit grandes banques internationales en sont les principaux acteurs. Cela génère deux risques importants : d'une part, un risque de liquidité et, d'autre part, un risque systémique. Le risque de liquidité apparaît si l'un des principaux participants se retire de ce segment d'activité, risque accentué pour les vendeurs d'options (certains risques sur vente d'options ne pouvant être gérés que dynamiquement par l'achat d'options d'où un nouveau risque de liquidité). Dans le cas d'un défaut de l'un des principaux participants, les conséquences peuvent être systémiques. Certes, le recours à des garanties (*collateral*) sur ce marché est quasi systématique mais son efficacité peut être singulièrement réduite si une contrepartie détient de grosses positions sur un marché peu liquide. Il est donc nécessaire de limiter la taille brute des positions.

Enfin, l'un des problèmes majeurs a été la délocalisation du risque crédit hors du système bancaire vers des établissements plus ou moins soumis à une régulation bancaire. Ce transfert des risques crédit, sans grande transparence quant aux porteurs ultimes des risques, a certainement contribué à accroître l'instabilité du système financier. Les banques ont créé des entités hors-bilan, tels que les conduits et les *structured investment vehicules* (SIV) dont l'actif est composé de créances titrisées, de produits structurés et de dérivés de crédit, et le passif d'émissions classiques de papier commercial ou de titres à moyen terme. Ce mécanisme a permis aux banques de ne pas divulguer aux régulateurs et aux investisseurs l'ampleur de leur exposition au risque crédit : ces entités étant structurées de telle sorte qu'aucune banque ne détienne la majorité du risque et du rendement, la consolidation des comptes n'était pas requise par les normes comptables IFRS [3] et US GAAP [4]. Comme les banques garantissent par ailleurs le risque de liquidité (de refinancement) de ces entités, jusqu'à 100 % pour les conduits, à 364 jours pour éviter le coût en fonds propres, ces banques ont donc conservé de manière ultime les différents risques dans l'opacité la plus totale. Il est ainsi anormal que ces entités ne soient pas soumises à l'obligation de transparence et à une régulation prudentielle. L'étude du Joint Forum de la BRI (2008) constate que ce sont les *hedge funds* qui détiennent les tranches les plus risquées des produits structurés et sont des vendeurs nets de protection *via* les dérivés de crédit. Or, les *hedge funds* sont également connus pour leur manque de transparence ! Les autres principaux vendeurs de protection sont les sociétés d'assurances, dont les *monoliners* qui, fin 2006, assuraient un montant nominal de 2 500 milliards de dollars (dont 800 millions de titres structurés). Les banques et les investisseurs ont oublié que la garantie fournie pas ces assureurs n'avait de valeur que celle de solidité financière.

Les défis des régulateurs dans une sphère financière d'une interdépendance accrue

Alan Greenspan affirmait en mai 2005, dans une vision typiquement anglo-saxonne, que les entités non régulées telles que conduits, SIV et autres véhicules sont soumises à la discipline de marché qui est plus efficace pour celles-ci que pour les banques. De ce fait, l'autorégulation « *s'est avérée bien meilleure pour contraindre une prise de risque excessive qu'une régulation publique* », sauf en cas de problème d'aléa de moralité comme par exemple une garantie d'État accordée à une dette privée. Il semble qu'une telle vision de la discipline de marché et de son efficacité doive être maintenant relativisée…

En particulier, dans la mesure où l'interdépendance entre différents types d'institutions bancaires et financières est avérée, les régulateurs et superviseurs de ces types d'institutions, nationaux et internationaux,

doivent se coordonner afin que les arbitrages de réglementations comptables et prudentielles ne soient plus possibles.

Notes

1. Banque des règlements nationaux

2. La recapitalisation des institutions financières dépasse les 200 milliards de dollars pour les cinq premiers mois de 2008, celle prévue pour AIG s'élève à 12,5 milliards de dollars

3. International Financial Reporting Standards

4. Generally accepted accounting principles in the United States

Bibliographie

ALLEN, F. ; CARLETTI, E., « Credit risk transfer and contagion », *Journal of Monetary Economics*, 53, 2006, pp. 89-111.

BANQUE DE FRANCE, « Results of the Fraench market survey of credit risk transfer instruments », *Financial Stability Review*, n° 4, June, 2004.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, 2007.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Credit risk Transfer - Developments from 2005 to 2007, Basel Committee on Banking supervision, The Joint Forum, April, 2008.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, Global Financial Stability Report, avril, 2008.

GREENSPAN, A., Remarks on Risk Transfer and Financial Stability, Annual Conference on Bank Structure, Federal Reserve Board of Chicago, May 5, 2005.

Les six ressorts et les six *resorts* de la crise actuelle

Jean-Paul Betbèze

Chef économiste, Crédit agricole

Professeur, université de Paris Panthéon-Assas

La crise que nous vivons est la combinaison d'un excès de crédit avec une cohorte d'innovations qui ont permis encore plus de financements, encore plus répartis, mais avec l'idée que cette répartition était celle d'un risque bien compris, bien disséminé et donc bien maîtrisé.

Pour comprendre ce qui s'est passé, il faut alors démonter la logique qui s'est mise en place. Une logique qui, fondamentalement, a miné la confiance des acteurs économiques dans leur système de financement.

Pour en sortir, il faut donc aider les banques à retrouver des marges, l'économie à regagner de la vigueur et les acteurs économiques à retrouver de la confiance. Rien n'est évident, ni immédiat.

C'est pour cela que divers recours sont mis en œuvre dans des doses jamais vues et selon des modalités jamais utilisées, au moins à ce niveau. Souhaitons que tout cela marche !

Nous connaissons la base de la crise actuelle : comme celle de toute crise de crédit, il y a eu trop de crédit distribué avec, en face, trop peu de fonds propres. Mais nous connaissons désormais la particularité historique de cette crise : c'est la combinaison d'une base sociale modeste, celle du crédit logement à la clientèle dite « *subprime* », avec les sophistications ultimes de la finance. Ce sont des crédits structurés et vendus selon des garanties diverses, en fonction de risques mathématiques anticipés. Quand tout va, cette dynamique augmente les profits de celui qui prête et les actifs de celui qui a emprunté. Le riche devient plus riche encore et le pauvre ne l'est plus – plus exactement, ne l'est plus autant. Mais le processus s'inverse nécessairement : les prix des maisons ne montent pas au ciel. La correction comme toujours est violente. Le riche peut alors s'appauvrir, le pauvre est ruiné. Ajoutons que, cette fois, la question des appauvris est vaste puisque personne ne sait exactement de combien il s'agit, c'est-à-dire qui a acheté effectivement quoi. La confiance disparaît, le risque systémique s'installe. Quant aux pauvres, ils posent un problème social d'ampleur nationale aux États-Unis, un problème qu'il sera forcément nécessaire de résoudre. Au-delà, il faudra organiser un retour à la normale et travailler à éviter une réapparition de ce type de crise. Il sera important de s'interroger sur sa logique, ses ressorts, autrement dit sur les limites des

règles antérieures, et en attendant agir pour l'arrêter en recourant à divers *resorts*.

Les six ressorts

Ressort 1 : une distribution hors banque

C'est par une titrisation quasi totale des crédits au logement que la crise a commencé. Les tranches les plus risquées – qui devaient normalement être gardées dans les SIV (*special investment vehicles*) – ont en effet été cédées à des fonds (*hedge funds*) désireux de rentabilité supérieure. Les fonctions de *monitoring*, classiques dans toute dynamique bancaire, ont ainsi été supprimées, à la fois parce qu'aucun crédit ne restait dans la banque originatrice et, bien souvent, parce qu'aucun engagement ne demeurait même dans le conduit (SIV). Le multiplicateur pouvait devenir infini, la rentabilité affichée était forte en fonction de risques anticipés faibles, d'autant que le risque effectif, le « sous-jacent », disparaissait. Le *return on equity* ne pouvait que monter puisque le *return* ne cessait de croître et l'*equity* nécessaire avait pratiquement disparu !

Ressort 2 : des garanties gratuites

Ce modèle « origination-distribution » s'est développé parce qu'il avait masqué les risques de l'opération. La logique complexe de la constitution de tranches de crédit était, en effet, occultée par des notes et des assurances de liquidité. Les premières venaient d'agences qui, en interne, utilisaient des modèles de risque et de corrélation pour créer des assemblages qui devaient être moins risqués que leurs composants. Les assurances venaient des *monolines*. C'étaient des entreprises spécialisées dans le rehaussement des crédits qui ne pouvaient prendre que d'excellentes signatures… qui venaient des agences de *rating*. Puisque la garantie des *monolines* avait peu de chance de se manifester, on comprend que les coûts assurantiels étaient faibles, et puisque les risques de trésorerie n'avaient pas lieu non plus de se manifester, on comprend aussi que les lignes de *back up* des banques étaient quasiment gratuites. Cependant, preuve de l'anomalie de la construction, comme le risque sous-jacent était quand même risqué (« *subprime* »), son détenteur percevait un *spread* significatif (de 50 à 100 points de base)… pour du AAA. Il y avait là combinaison d'un multiplicateur quasi infini du crédit avec un processus circulaire de certification du crédit, où la note permet l'assurance, l'assurance consolide la note, tandis que les tranches fondent la qualité des crédits structurés… et donc leurs notes.

Ressort 3 : une *price discovery* sans peine

En théorie, le prix de marché d'un bien vient de l'analyse qu'en font les parties. Chacune, côté offreurs et côté demandeurs, doit faire ce travail avant de proposer un prix de vente d'un côté, d'achat de l'autre. Dans le cas qui nous occupe, il faut donc que l'émetteur étudie, comme l'acquéreur, selon la double logique « *trust and verify* ». *Trust*, car rien n'est possible autrement, puisque la confiance est la base de la transaction. *Verify* car, même en toute bonne foi, des erreurs d'appréciation, de calcul, de montage… peuvent toujours se produire. Mais cela n'a pas eu lieu, car les garanties (ressort 2) ont eu leur effet, surtout le *rating*. La note a détourné de tout travail de *price discovery*, c'est-à-dire, en pratique, de la lecture des documents qui accompagnaient les transactions. La note est devenue l'invariant des transactions alors que les produits passaient de main en main, rendant de plus en plus difficile, sinon impossible, le processus de *trust and verify*. Le sous-jacent était devenu invisible, au sens propre, la finance s'était émancipée du réel. On comprend que, quand la confiance disparaît et la liquidité s'évanouit, ces problèmes de non-information remontent brusquement – et violemment – à la surface.

Ressort 4 : des surveillants procéduriers

Il y a deux façons de surveiller :
- la première concerne la procédure suivie, elle est essentiellement formelle et microéconomique ;
- la seconde concerne la substance de ce qui est fait et prend en compte les effets macroéconomiques des décisions, tout autant que la réalité des sous-jacents.

La logique procédurière est par nature myope. Si l'on constate ainsi que beaucoup de notes AAA sont distribuées, on se dit que les mesures sont de plus en plus correctement suivies. On ne s'interroge pas sur la vraisemblance de crédits ainsi jugés excellents, dans leur substance et non dans leur constitution. On ne s'interroge pas non plus sur l'effet macroéconomique, sur le marché, d'une telle abondance de « bon papier ».

Une logique substantielle aurait fonctionné différemment. Elle se serait interrogée d'abord sur les risques de mesure même de la note, avec la confusion entre forme et substance. Elle se serait inquiétée ensuite des risques d'interprétation des notes des agences, donc sur la vraisemblance de créer autant de produits formellement parfaits. Elle aurait bouclé sur les effets que cette abondance quantitative et qualitative pouvait créer, d'autant qu'elle était très bien « payée ». À l'évidence, tel n'a pas été le cas : le double cycle du multiplicateur de crédit et de la logique de certification a fonctionné sans limite, à l'abri des procédures, au moins un temps.

Ressort 5 : une conception analytique du risque

Bâle I et Bâle II ont un double apport considérable et positif : celui de lister et de mesurer les risques encourus par les instances bancaires et financières et de mettre des fonds propres en face. Ce fonctionnement protège des excès de la transformation bancaire, mais pas de ceux de la titrisation (à moins que cela y pousse !). Il protège aussi des risques catégoriels en fonction des crédits eux-mêmes et de la nature des risques. La réglementation de Bâle II est constituée pour dépasser et englober Bâle I dans une logique plus complète, car plus analytique encore. Mais cela ne protège pas des risques majeurs qui sont précisément ceux de l'interdépendance des facteurs de crise. Toute crise est synthèse. Ainsi, quand le ralentissement économique américain fait sentir ses premiers effets dans la construction, il pèse sur les prix des maisons. Les crédits « *subprimes* » ont donc été affaiblis par la valorisation des actifs qui les validait *in fine*, d'autant que la situation économique qui se dégradait faisait que l'on accordait des crédits (à titriser) à des populations de plus en plus fragiles. C'est alors que les agences de *rating* ont, ensemble, rapidement et fortement revu leurs positions et leurs modèles… et donc abaissé leurs notes.

Ressort 6 : une conception gaussienne des crises

La crise coagule, polarise les anticipations. Ce n'est que par beau temps qu'il y a des haussiers et des baissiers, donc qu'un prix peut se former (après analyse du produit). Quand le marché devient systématiquement haussier, l'intérêt porté à la substance diminue. Quand le marché devient baissier, le souci du sous-jacent revient, mais trop tard, mais excessivement, mais inégalement.

Trop tard, car le coût de la *price discovery* qui augmente fortement tandis que le prix ne cesse de baisser, *mark to market* oblige, pousse tous les acteurs à la vente en détresse. Cela est donc excessif et en même temps très inégal : les risques n'ont pas été bien répartis dans la période antérieure en fonction de leur prix, puisque ce prix n'était pas le bon. Des acteurs ont ainsi acheté des actifs risqués sans vraiment le savoir (se fiant au *rating* et à la finance moderne), mais en cherchant des rendements… qu'ils croyaient garantis. Or, ces acteurs qui cherchaient ces produits miracles étaient souvent fragiles. Ainsi, des risques se sont trouvés chez des acteurs qui n'en étaient pas vraiment conscients, et surtout qui n'avaient pas vraiment les moyens de l'assumer (certaines banques régionales allemandes par exemple). Au lieu de se trouver dans un cas de distribution gaussien des risques, où le « très peu probable » est à « très faible impact », l'économie

mondiale s'est trouvée dans un cas non gaussien, ou le « très peu probable » est en réalité « très cher ». Dans ce contexte, la logique du *mark to market* fonctionne plus vite, d'autant que les banques doivent réunir plus de fonds propres encore, en liaison avec leurs programmes de simulation de crise.

Concluons…

Une logique déflationniste se met donc en œuvre aux États-Unis, logique qu'il faut arrêter au plus vite. D'un côté, les prix des actifs baissent, de l'autre, le prix de la liquidité monte… D'un côté, les banques ne font plus de crédit et ont des problèmes de fonds propres, de l'autre, la confiance interbancaire s'effondre. Il faut passer des ressorts aux *resorts*.

Les six *resorts*

Resort 1 : la banque centrale, banquier en dernier *resort*

Quand la crise d'inquiétude se met en place, la Banque centrale se doit d'abord d'expliquer et de tenter de coordonner les efforts. Mais cela dure un temps limité si les difficultés se poursuivent. En effet, quand les banques commerciales ne font plus crédit – et ne se font plus crédit – une seule peut continuer à assurer la liquidité : la banque centrale. Dans un premier temps, elle permet à la liquidité de se maintenir en escomptant de plus en plus de « papier » des banques, en relâchant les règles d'acceptation. Elle prend de cette façon une part du risque bancaire mais permet aux banques de poursuivre leur activité, ce qui repousse le *credit crunch*, toujours récessionniste. On a ainsi vu la Réserve fédérale américaine (Fed) – comme la Bank of England – étendre la masse de ses encours et en réduire le prix par des baisses de taux. La Banque centrale européenne (BCE), elle, n'a pas baissé ses taux mais fortement accru ses interventions et les gammes de papiers retenues.

Resort 2 : le déficit budgétaire, socialisation en dernier *resort*

Dans le cas américain, il faut évidemment que les ménages ayant souscrit des crédits « *subprimes* » soient soutenus. Si la banque centrale demande aux banques commerciales une certaine « compréhension », elle sait que cela implique plus de pertes dans leurs livres, donc moins de rentrées fiscales. Plus encore, quand les autorités politiques décident de soutenir l'activité par des chèques aux ménages en difficulté, ce sont plus de 150 milliards de dollars qui s'ajoutent au déficit public déjà plombé par la récession.

Resort 3 : la baisse du dollar, dépréciation en dernier *resort*

Pour diminuer le coût du refinancement, la banque centrale baisse ses taux. La Fed l'a fait continûment et fortement, portant les taux dollar très au-dessous des taux euro. Outre les effets de conjoncture entre États-Unis en récession et Europe qui résiste, il n'en faut pas beaucoup plus pour que le dollar baisse. Cela permet évidemment de soutenir les exportations américaines, tandis que la récession pèse sur les importations. En termes relatifs, la situation extérieure se redresse. Quant aux exportateurs vers les États-Unis, s'ils veulent y vendre, il faut qu'ils compriment leurs marges. Dans ce contexte, et hors pétrole, la baisse du dollar n'est pas inflationniste aux États-Unis. Elle est un autre ajustement partiel du pays, non coopératif bien sûr.

Resort 4 : les fonds souverains, acheteurs en dernier *resort*

Si les prix des actifs baissent, vient toujours un temps où ils se présentent sous de meilleurs auspices. Le prix est jugé « attractif ». Mais cela est vrai si des acteurs sont liquides ou si des banques peuvent les aider. Tel n'est pas vraiment le cas aux États-Unis où les seuls acteurs liquides sont extérieurs : ce sont les

fonds souverains. Ils peuvent en effet mobiliser une part de leur *cash* dollar ou des bons du Trésor à court terme qu'ils détiennent, seuls vrais actifs liquides de l'heure.

Mais on comprend que cette intervention peut être déstabilisante en termes de droits de propriété et d'indépendance nationale. L'énergie, la communication, l'économie numérique sont partout des secteurs stratégiques. Pas la banque, au moins directement. Pas la banque, dans une certaine mesure. Il ne faut donc pas trop utiliser ce *resort* mais montrer qu'il existe et le faire fonctionner.

Resort 5 : la banque centrale, banque d'affaires en dernier *resort*

L'intervention de la Fed dans la solution de la crise de Bear Stearns va entrer dans les annales. C'est bien la Fed, avec le secrétaire d'État au Trésor, qui a opéré l'achat en un week-end de la banque en détresse par JP Morgan Chase, avec des conditions spéciales de financement et de garantie. C'est bien ainsi que les opérateurs de marché ont vu que la Fed avait sa conception du *too big to fail*, avec une implication forte. Ils en ont déduit que les prix des actifs bancaires étaient près de leur point bas, d'autant que les règles du *mark to market* s'estompaient par le recours croissant à des évaluations *level 3* (évaluations internes) et que le *resort 5* ne pouvait être trop sollicité.

Resort 6: les interventions concertées, action en dernier *resort*

La limite additive des *resorts 1* à *5* est qu'elle suppose une certaine impavidité des autres acteurs mondiaux. Or, il est peu possible d'imaginer une baisse du dollar et un creusement du déficit budgétaire américain sans réaction. La crise est d'origine américaine, elle est devenue mondiale. Sa solution sera surtout américaine, mais ne peut l'être exclusivement. C'est donc tout l'intérêt du dernier G7 Finance que d'avoir montré les limites du jeu singulier des États-Unis, avec des remarques sur la baisse du dollar, et appelé à une « opération transparence des comptes bancaires » à la fin du premier semestre 2008. À ce stade, il ne s'agit pas d'actions concertées de change, mais il s'agit de polariser les anticipations sur les prix des actifs. Il faut demander à tous de préciser les estimations et, ainsi, de faire refouler la défiance. La baisse des taux d'intérêt a atteint ses limites, comme les déficits extérieur et budgétaire américains, ou encore la baisse du dollar. Ce n'est aujourd'hui que par l'interbancaire que renaîtront les activités et les financements. Il faut donner une date pour la formation des prix, ce qui appelle un dernier futur *resort* : une logique comptable vraiment globale et stable, couplée à une gestion préventive des autorisations de crédit.

4.

Nouvelle crise nouvelle méthode ?

- Vivien Lévy-Garboua
  Gérard Maarek
  Macropsychanalyse de la crise financière

- Henri Bourguinat
  Une approche génétique de la crise

- Christian Gollier
  Liquidité, incertitude et crise

- Hubert Rodarie
  La crise de 2007 doit produire de nouveaux modèles de risque

- David Thesmar
  L'insoutenable rareté des catastrophes financières

Macropsychanalyse de la crise financière

Vivien Lévy-Garboua
Gérard Maarek

Economistes

La crise financière qui a éclaté en août 2007, la crise du « subprime », se prête à une interprétation économique simple et plutôt convaincante. Mais, comme à chaque fois qu'une bulle éclate, on est amené à se demander comment pareils excès ont été possibles et pourquoi – s'ils sont si bien analysés et qu'ils étaient si prévisibles – il ne s'est trouvé personne pour les éviter. La crise dure depuis sept à huit mois et les économistes s'emploient maintenant à donner les raisons qui en retardent autant l'issue. Leur démonstration n'est pas moins pertinente.
L'objectif ici est d'examiner les crises financières d'un point de vue différent, non pas concurrent mais complémentaire : celui qu'adopterait un observateur extérieur qui traiterait analystes, économistes et autres commentateurs, comme des protagonistes du drame, et qui s'intéresserait non à l'évolution des variables économiques et financières, mais aux états psychologiques que traversent les acteurs. On espère ainsi saisir les traits communs à toutes les crises financières et les spécificités de celle que nous vivons.
Nous avons préconisé cette approche dans un ouvrage récent (Lévy-Garboua, Maarek, 2007) sous le label de macropsychanalyse. Elle tente d'éclairer les phénomènes sociaux en faisant l'hypothèse que, comme les individus, les « groupes structurés » ont un psychisme collectif et que les concepts de la psychanalyse peuvent être – moyennant quelques adaptations – transposés à ces groupes.

La communauté financière, comme groupe structuré

Le merveilleux livre de Kindleberger (1971) – *Manias, Panics and Crashes* – offre une description des cycles financiers où il use abondamment du vocabulaire de la psychologie. Le titre de l'ouvrage comme le nom des cinq phases qu'il distingue (le déplacement, le boom, l'euphorie, la détresse financière et le krach) en témoignent. Il le fait sous forme de métaphores. Son souci est davantage celui de la précision historique que de la cohérence théorique.

On peut donner une explication plus ordonnée des mêmes phénomènes en appliquant notre grille de lecture, la macropsychanalyse, à un « groupe structuré » particulier, celui que l'on baptise usuellement du terme de « communauté financière internationale »

(CFI). Ce groupe est bien sûr très vaste, mais il est pérenne, au-delà des personnes particulières qui en font partie à un moment donné. On y trouve tous les grands acteurs de la finance, banquiers centraux et dirigeants des banques commerciales, intermédiaires et investisseurs, hommes de presse, chercheurs et enseignants, poursuivant chacun un objectif spécifique, mais œuvrant au fonctionnement de l'ensemble. Ces individus sont parfaitement conscients de leur appartenance à une communauté d'intérêts et de destin. Le terme même de CFI est révélateur à cet égard.

Regardons ce groupe comme un être vivant, doté d'un psychisme collectif. Alors, comme nous l'avons montré dans l'ouvrage déjà cité, il peut s'organiser autour de quatre instances fonctionnelles :

- le **Producteur/**ça (par analogie avec le ça de Freud) constitué par la masse des acteurs de la communauté financière : guichetiers, responsables d'agences, commerciaux, *traders*, analystes, hommes de *middle* et de *back office*, etc. Ils sont la force vitale de cet ensemble, ils innovent, ils recherchent sans cesse le profit et l'excitation du risque.
- le **Prince**/moi (par analogie avec le moi de la psychanalyse) qui cherche à canaliser la créativité, l'ambition et l'avidité du Producteur et fait en sorte que la satisfaction de ses pulsions soit socialement acceptable et compatible avec la réalité du monde extérieur. Au niveau de chacun des établissements, c'est la tâche du président-directeur général (PDG) et de ses collaborateurs que d'assurer ainsi la pérennité de leur maison. Au niveau supérieur, le Prince est constitué par les dirigeants des grandes banques centrales. Longtemps, Alan Greenspan a assumé ce *leadership*. Aujourd'hui, Ben Bernanke et Jean-Claude Trichet représentent le mieux ces patrons de la CFI. Leur objectif : une inflation maîtrisée, une croissance régulière, la stabilité des institutions et des marchés.
- le **Prêtre**/surmoi est celui qui dit la loi, celle qui a été intériorisée par le groupe comme résultante de son histoire. Il est le gardien des valeurs et veille au respect des interdits. Dans la CFI, les régulateurs, y compris les banques centrales dans leur fonction d'« enforcement », jouent ce rôle. Mais peuvent s'y adjoindre des acteurs plus symboliques, représentant l'autorité « paternelle », porteurs de l'éthique de la profession. Ils sont la « conscience » de la communauté. Warren Buffet en est le modèle le plus accompli.
- le **Professeur** enfin (qui n'a pas d'équivalent dans la métapsychologie de Freud) propose au groupe une interprétation de la réalité extérieure. Les économistes et les théoriciens de la finance sont représentatifs de cette instance. Ils scrutent sans relâche l'état des marchés et s'inquiètent de leur interaction avec le reste de l'économie.

Les stades du cycle financier

Armés de ces catégories, nous pouvons maintenant décrire le cycle financier typique, à partir de trois ingrédients : un choc initial, un objet de désir, et une croyance collective.

Le **choc initial** varie selon les circonstances. Il consiste dans un changement rapide de l'environnement extérieur. Dans le cas de la bulle des années 1996/2000, c'est clairement la révolution technologique de l'internet. S'agissant de la crise de 2007-2008, la globalisation financière a constitué le traumatisme de départ. Le dater est malaisé. Mais il est sûr que, au début des années 2000, c'est un processus achevé touchant tous les pays et tous les marchés, pouvant ainsi produire son plein effet.

L'**objet du désir** est plus facile à pointer [1]. À la fin du siècle dernier, la passion était celle des titres « dot.com » qui ont fait rêver les grands patrons, les particuliers et la communauté financière tout autant. Un véritable eldorado de liberté, de créativité et de rêve s'ouvrait à tous. En 2007, les désirs sont plus banals. Ils se portent sur la pierre et l'accession à la propriété. Un véhicule financier particulier, le crédit « *subprime* », semble réunir toutes les vertus : un fort rendement pour un risque faible. La titrisation rend sa diffusion possible à toute la planète financière.

Une **croyance collective** est indispensable pour entretenir la bulle en la dissimulant aux yeux des

acteurs. C'est un discours qui rationalise l'engouement pour l'objet du désir et permet de le prolonger contre toute évidence. Par exemple, au cours de la bulle internet, le thème dominant était celui de la « nouvelle économie ». Un changement de paradigme était en cours, disait-on, engendré par l'effet de réseau. Le nombre de clics devenait un indicateur de rentabilité financière, préférable à la valeur actualisée des revenus futurs.

Avant l'été 2007, le discours est celui de la globalisation économique et financière, de la poussée inéluctable des BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) et de la baisse durable des taux d'intérêt, dans un monde où l'inflation des prix a été chassée par la concurrence accrue des pays émergents, à faible coût de main d'œuvre. Les risques macroéconomiques comme les risques de marché paraissent bien maîtrisés.

Le cycle financier est un processus de révision de la croyance, les acteurs passant par une succession d'états psychiques :

- dans une première phase, que nous appelons la **phase maniaque**, les informations qui arrivent à la communauté financière confortent la croyance. Sa vraisemblance est sans doute surestimée et la confiance se propage, excessive. Les Producteurs en profitent. Le Prince est complice, le Prêtre voit ses convictions ébranlées par cette nouvelle croyance et il est incapable (ou n'a pas d'arguments pour le faire) de tempérer les ardeurs. Songeons au Greenspan de l'« exubérance irrationnelle » (1996) converti tardivement au nouveau paradigme (1999). Les prix montent, celui des titres internet ou celui de l'immobilier, sur la base de cette croyance et de sa validation implicite par le Prêtre et le Professeur…
- la seconde phase est celle de l'**assimilation**. Des informations viennent peu à peu contredire la croyance. Mais les Producteurs, tout entiers enchaînés à leur passion du moment, les censurent. Le Prince et le Prêtre minimisent la portée de ces nouvelles. C'est une phase de **déni**, comme celle que connaissent les psychotiques lorsqu'ils se coupent du réel en lui substituant leur propre subjectivité. En général, les Professeurs mettent en garde contre cette illusion, mais il s'en trouve toujours pour défendre la croyance, et ce sont eux que l'on écoute.
- la phase d'**adaptation/accomodation** est déclenchée par une prise de conscience brutale. En mars 2000, ce sont les mauvais résultats de sociétés technologiques ; en juin 2007, c'est le sauvetage par Bear Stearns de trois de ses *hedge funds*. L'investisseur abandonne la croyance pour un nouveau schéma explicatif. La panique qui s'empare de lui est amplifiée par un fort sentiment de culpabilité, sourd dans un premier temps, puis de plus en plus explicite et concret. Les acteurs/Producteurs essayent de se disculper et partent à la recherche de boucs émissaires. En 2000, étaient tout désignés les commissaires aux comptes négligents, les analystes *sell-side* et leurs préconisations hasardeuses. En 2008, ce sont les agences de notation et leur manque de rigueur méthodologique. Les Princes des grandes institutions (les PDG des banques comme les banquiers centraux) sont la cible de critiques virulentes et se voient quelquefois congédiés. Aujourd'hui, nous sommes au milieu du gué : la dépression s'installe, au double sens du terme (économique et psychanalytique). Au cours de cette phase « névrotique », le ça et le moi sont culpabilisés par un surmoi redevenu puissant et autoritaire, et qui est désormais en mesure d'imposer sa loi. S'installe quelquefois *« un mode de pensée que caractérisent notamment la rumination mentale, le doute, les scrupules, et qui aboutit à des inhibitions de la pensée et de l'action »* (Laplanche, Pontalis, 2002). L'obsession de la liquidité et la méfiance généralisée, qui ont paralysé le marché interbancaire cet hiver, peuvent s'interpréter en ces termes.
- la **normalisation** vient enfin pour que le cycle puisse reprendre. Elle passe par la « cure » psychanalytique, c'est-à-dire une entreprise de dévoilement des pulsions refoulées qui ont conduit au désastre : la jouissance sadique à s'approprier l'objet désiré, la volonté de « *triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir* » (J. M. Keynes). Ayant repris le chemin de l'humilité, la communauté financière est en demande de plus de régulation pour se protéger contre ses propres tentations. Le Prêtre et le corps social accordent leur pardon, puis oublient. Mais la **compulsion de répétition** est à l'œuvre. Vient un moment où dans les failles de la loi apparaît

un nouveau paradigme, un nouvel objet de désir et une nouvelle croyance pour les justifier. La ronde continue…

La crise du « *subprime* » : une perte de repères

Nous pensons que cet enchaînement est très général et s'observe dans toutes les bulles financières. Mais, s'il nous paraît rendre compte de manière saisissante de l'épisode internet, il n'explique pas complètement ce qui est à l'œuvre aujourd'hui. Circonscrite au départ à l'immobilier et aux crédits « *subprimes* », la crise actuelle paraît devoir ébranler deux piliers de la finance moderne : la maîtrise du hasard par le calcul des probabilités et le modèle de la « banque éclatée ».

La valorisation des produits complexes est en procès, pour plusieurs raisons. Parfois, elle se fonde sur des données fausses ou mal interprétées, comme ce fut le cas avec les notations des agences de *rating* (un AAA de fonds « *subprime* » n'a, en dépit des apparences, pas grand-chose à voir avec le même AAA appliqué à des obligations d'État !). Ou bien, en l'absence de prix de marché observables, elle se base sur des modèles nourris d'hypothèses mal vérifiées en période de crise : des variables d'habitude peu corrélées peuvent devenir covariantes ; l'hypothèse de normalité néglige les évènements « rares » qui précisément sont caractéristiques des périodes de fortes turbulences.

En utilisant le vocabulaire de la macropsychanalyse, on dira ici que deux instances ont failli. D'une part, le Professeur n'a peut-être pas fourni les bons outils d'analyse et a induit la communauté financière en erreur. D'autre part, le Prince a eu tort d'accorder une trop grande confiance à des modèles, toujours susceptibles de diverger. Passe encore lorsque la modélisation porte sur les propriétés stochastiques des prix et des rendements. Mais lorsque la valorisation d'un actif est le résultat d'une formule mathématique, en l'absence de marché organisé, le risque est grand de perdre tout contact avec la réalité extérieure. Or, cette pratique s'est généralisée avec le développement de produits de plus en plus complexes, vendus de gré à gré et en séries limitées. Enfermée dans son monde intérieur, la communauté financière a développé ainsi un syndrome psychotique jusqu'au moment où le réel, en l'espèce les déboires du marché immobilier américain, l'a ramenée sur terre. L'atterrissage s'avère très douloureux.

L'**accommodation**, le **déni du réel**, évoqués plus haut, sont devenus consubstantiels de la finance contemporaine.

La crise du « *subprime* » : la banque éclatée en question

La titrisation des crédits, c'est-à-dire la séparation entre production et distribution, fait que des produits « toxiques » (les mauvais crédits) se sont retrouvés éparpillés dans de très nombreux portefeuilles, principalement ceux de *hedge funds* et d'OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) monétaires. Ils sont découpés en tranches en fonction des priorités de remboursement. Ils servent de sous-jacents à des produits dérivés (CDO2 – *Collateralized debt obligations* – et 3, etc.), et sont parfois logés dans des « conduits » destinés à tirer parti au maximum du levier d'endettement ou, plus prosaïquement, à « parquer » les titres qui n'ont pu être distribués aux investisseurs finaux. Cette situation peut s'interpréter dans le langage de la psychanalyse à l'aide du concept de « **clivage** ».

Le clivage est l'une des figures essentielles de défense du psychisme contre les objets ou les situations désagréables. Il prend la forme de **clivage d'objet** et de **clivage du moi**. Le clivage de l'objet consiste à séparer l'objet du désir entre un bon et un mauvais objet (typiquement la bonne et la mauvaise mère pour un nouveau-né). Or, tout produit financier a cette double caractéristique d'être bon et mauvais à la fois, de proposer un rendement (le bon) en contrepartie d'un risque (le mauvais). Les crédits « *subprimes* »

avaient à la fois une image innovante, voire sociale, puisqu'ils faisaient accéder à la propriété des ménages pauvres, et une face sombre correspondant à une prise de risque mal maîtrisée.

Le clivage de l'objet s'accompagne en général d'un clivage du moi. Alors que, dans le refoulement, le moi repousse dans l'inconscient la sensation désagréable ou la représentation de l'objet toxique, dans le clivage, le moi laisse coexister les deux parties, mais en les isolant l'une de l'autre, chacune en relation avec une partie de lui-même (les deux parties du moi clivé) qui s'ignore : la main gauche ne sait pas ce que fait la main droite. Il y a un moi qui sait et un moi qui ne veut pas savoir.

Ce phénomène se joue à plusieurs niveaux, celui des banques comme celui de la communauté financière toute entière.

L'étage des banques. Dans les banques, la recherche d'efficacité, rendue possible par les systèmes informatiques, les moyens de communication instantanés et à longue distance, a conduit à une plus grande spécialisation. Cette spécialisation est spectaculaire dans deux secteurs de l'organisation :

- la production et la distribution s'autonomisent, du côté des crédits (c'est la titrisation), mais aussi au passif, avec la séparation entre gestion et distribution de produits d'épargne ; l'architecture ouverte se substitue aux gestions « propriétaires » dans les grands établissements.
- la vente et le contrôle deviennent indépendants. Les vendeurs sont évalués exclusivement sur leurs performances commerciales ; les contrôleurs de gestion, les auditeurs sont constitués en équipes distinctes, ayant une certaine autonomie vis-à-vis des « *front offices* ». Ils sont chargés d'apprécier la qualité des risques, la bonne facture des opérations et le respect des règles. Cette spécialisation conduit dans les établissements à la constitution de lignes hiérarchiques indépendantes, de « silos » dans l'organigramme, c'est-à-dire d'entités qui travaillent en parallèle et qui soit se parlent peu, soit ne s'entendent pas, ... dans les deux sens du terme. Dans ce contexte, les vendeurs ont deux supériorités : d'une part, ce sont eux qui font « vivre » la banque (à court terme en tout cas), qui génèrent les revenus, alors que les contrôleurs/hommes du risque apparaissent comme des freins au développement ; d'autre part, ils sont très bien rémunérés, ce qui les place assez haut dans la hiérarchie sociale de l'entreprise. Cette situation résulte davantage du rôle déterminant de cette ressource humaine dans la compétition que d'un aveuglement particulier à tel ou tel établissement. Quiconque viendrait à s'en écarter perdrait ses meilleurs éléments dans la vente et, de là, des parts de marché.

La constitution de filières séparées accompagne donc le clivage des objets jusqu'au moment où un arbitrage devient nécessaire : le « Prince », en l'occurrence un comité de crédit du siège ou le comité exécutif, doit décider en dernier ressort. C'est le moment où l'ensemble des « pulsions » de la banque, qu'elles émanent des vendeurs ou des contrôleurs de risque, doivent être confrontées au principe de réalité et transformées en actions concrètes, en décisions, ou au contraire refoulées.

Interviennent alors deux caractéristiques qui vont pousser à une décision plutôt favorable au vendeur. Dans un premier temps, le clivage du moi perdure, la banque ne souhaite pas trancher. Le choix est douloureux et angoissant. Car elle ignore ce que sera le comportement des concurrents et craint d'être pénalisée par une attitude trop frileuse. C'est ce que Chuck Prince, le PDG de Citigroup au moment de la crise du « *subprime* », a résumé dans cette phrase aussi pertinente que pathétique : il faut « *danser, tant que l'orchestre joue* ». Bien entendu, dans une telle circonstance, le Prêtre/surmoi a un rôle à jouer. S'il est faible (et il tend à être faible dans les périodes de forte activité, qu'elles soient « maniaques » ou d'« assimilation »), il ne pourra s'opposer à la force des vendeurs en cas de désaccord avec les contrôleurs. L'aléa moral (*moral hazard*) joue alors à plein.

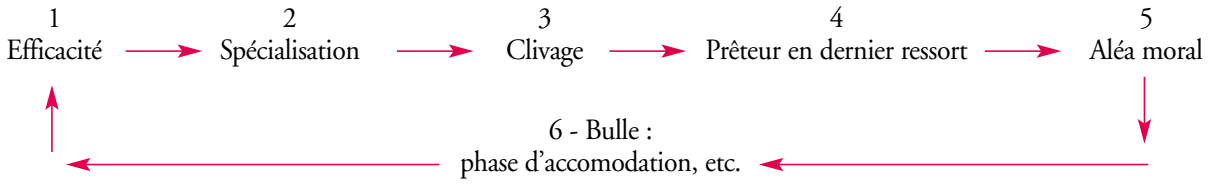
L'étage de la communauté financière. La même séquence se joue dans la communauté financière prise dans son ensemble, vue comme un groupe structuré de niveau supérieur. La recherche d'efficacité a conduit, ici aussi, à la constitution d'acteurs spécialisés, ayant des statuts divers et plus ou moins soumis au contrôle des régulateurs. Le marché hypothécaire

américain est l'archétype de cette profusion de structures spécialisées, dont certaines résultent de la bonne division du travail (au sens d'Adam Smith) et d'autres sont plus artificielles. En temps normal, la coordination entre elles se fait par le système de prix (de taux de change ou d'intérêt et de *spreads* principalement) qui, s'il fonctionne bien, assure une bonne allocation des risques entre les agents économiques. Dans une bulle en revanche, une trop faible prise en compte du risque aboutit à un excès d'endettement et, simultanément, à l'accumulation, sans états d'âme, de papiers « garantis par le béton de l'immobilier » dans des portefeuilles « tiltés ».

Lorsque survient la crise, les effets de cette mauvaise coordination par les prix (l'équivalent d'un clivage de la communauté financière) remontent vers les banques centrales, lesquelles vont chercher à résoudre des conflits découlant de décisions incompatibles. C'est, dans l'affaire Northern Rock, le trio de la FSA – *Financial Services Authority* – (le régulateur), du Trésor (l'État) et de la Banque centrale (le « prêteur en dernier ressort ») qui doit trancher. Le Prince est clairement écartelé : Mervyn King, dans le rôle du surmoi, est pour la fermeté tandis que le Trésor incarne le principe de la réalité. On ne peut, voulant sanctionner une seule banque, ruiner des milliers d'épargnants. L'image des queues des déposants venant retirer leur argent aux guichets est socialement et politiquement insoutenable. Mais comme il est déjà trop tard, le surmoi est affaibli : la FSA est un bouc émissaire idéal, accusé d'avoir laissé se dégrader la situation. L'aléa moral joue, malgré les intentions et les promesses de ne pas y céder.

Le même scénario se reproduit dans les banques centrales en Europe et aux États-Unis : les Princes de la communauté financière sont obligés, malgré leur volonté affichée, de faire jouer le « *put* Greenspan » : refinancement massif, baisse des taux d'intérêt et validation des excès antérieurs.

Au total, on a bien un enchaînement caractéristique de la bulle :



Et maintenant ?

La macropsychanalyse est un outil de suivi de la crise financière sans ambition normative : les affects exprimés par les acteurs, à travers leurs déclarations et leurs décisions, fournissent des indications précieuses qui viennent compléter l'analyse économique usuelle.

En ce printemps 2008, la phase de normalisation est seulement amorcée. Le « pardon » du surmoi, c'est-à-dire des banques centrales et des régulateurs, est acquis comme l'a montré le sauvetage spectaculaire de Bear Stearns. Cependant la « cure » est loin d'être achevée.

L'étendue de la crise est incertaine. Si elle doit aboutir à la destruction d'une fraction significative des fonds propres des banques (notamment américaines), alors la baisse des taux d'intérêt sera insuffisante pour sauver le système financier de la paralysie. Une recapitalisation massive et rapide sera nécessaire. L'apport d'argent frais pourra-t-il être seulement le fait du marché, de fonds souverains étrangers craintifs ou indésirables ? ou bien le Trésor public, c'est-à-dire le contribuable, devra-t-il mettre la main à la poche ? On n'évitera pas une réforme de la régulation bancaire, visant à colmater les brèches apparues à l'occasion de cette crise. Toutes ces questions viendront nourrir le débat pendant les prochains mois.

Comme les précédentes, cette crise sera surmontée.

Mais pour autant, on peut craindre que la tendance à la schizophrénie (le clivage) des acteurs, mal endémique de la finance moderne, ne persiste et ne fasse tôt ou tard sentir ses effets à l'occasion d'un prochain épisode spéculatif qui aura su trouver de nouvelles failles dans le dispositif réglementaire…

Note

1. La notion d'objet a un sens très particulier en psychanalyse : Cf. V. Lévy-Garboua et G. Maarek, 2007, page 31.

Bibliographie

KINDLEBERGER, R., *Manias, Panics and Crashes*, New York, Basic Books, 1971.

LAPLANCHE, J. ; PONTALIS, J.-B., *Vocabulaire de la psychanalyse*, Paris, PUF, 2002, page 284 (à l'article « névrose obsessionnelle »).

LÉVY-GARBOUA, V. ; MAAREK, G., *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, Paris, PUF, 2007.

Une approche génétique de la crise

Henri Bourguinat

Économiste, professeur émérite, LARE-Éfi [1], Bordeaux IV

Pour essayer de prendre la mesure de la crise financière, on ne saurait s'en tenir au seul « subprime » américain. Celui-ci en a incontestablement été le détonateur mais le processus de diffusion de la crise appelle, par son ampleur et les dégâts subis, un autre type d'explication. En réalité, c'est le génome de la finance, au sens d'enchaînement des éléments du matériel génétique de la finance, qui, tout entier, s'est lui-même trouvé profondément affecté. Les excès d'une titrisation échappant à tout contrôle ont, à partir d'un certain seuil, compromis la transmission des instructions et débouché sur de véritables aberrations chromosomiques.

L'analogie avec le vivant se renforce encore si l'on rapproche le mécanisme de fonctionnement et de « granularisation » du risque financier avec le cas si controversé des organismes génétiquement modifiés (OGM). On retrouve ici une proximité du risque de diffusion des pollens et des gènes avec celui de la dispersion toujours plus forte de l'aléa financier. De même en est-il pour le problème de « l'équivalence en substance ».

On peut enfin penser légitimement que, pour sortir de la crise, le décryptage du génome de la finance devrait être considéré comme le préalable inéluctable de toute réforme.

À neuf mois de son déclenchement [2], il appert désormais clairement que la crise financière sera nettement plus profonde qu'il avait été annoncé à l'origine. Les commentaires, hier livrés en boucle pour annoncer que toute hypothèse de méga-krach était exclue, se font désormais plus rares. La situation des marchés et des institutions financières est manifestement préoccupante (Adrian et Shin, 2008). Si, comme on peut le penser, on échappe finalement au collapsus, nous serons passés très près du fameux risque de « système » maintes fois évoqué par le passé (1987, 1998, 2001) mais, un peu comme la statue du commandeur dans le *Dom Juan* de Molière, jamais concrétisé.

Avec le temps qui passe, les dégâts se révèlent plus sérieux qu'on ne le pensait puisque, sans parler de la Société générale, la crise pourrait nous coûter au moins un demi-point de croissance et, sans doute, une récession aux États-Unis. Le sinistre du marché immobilier américain s'amplifie. Les pertes annoncées se révèlent souvent fort lourdes pour les banques, y compris pour les établissements les plus réputés. Au-delà, c'est toute la confiance du marché interbancaire qui tarde encore à se rétablir. Les banques continuent à ne vouloir prêter qu'à très court terme car, à plus long terme, elles craignent de continuer à rencontrer elles-mêmes des problèmes de liquidité. Partout, y compris en France, elles doivent procéder à des

milliards d'euros de dépréciation d'actifs du fait de la rétrogradation des rehausseurs de crédit (*monolines*) qui assurent leurs obligations aux États-Unis. Les fonds souverains émergents sont même appelés à la rescousse par City Bank, Barclays, UBS, et cinq grandes banques centrales ont dû s'entendre pour injecter plus de liquidité encore en modifiant le mécanisme des adjudications.

Ce qui est en fait important dans la crise financière que nous subissons, c'est d'en bien comprendre la genèse. Sans doute, le « *subprime* » américain en a-t-il été l'allumette. De même, il est peu niable que d'autres facteurs comme les opérations du LBO (*leverage buy out*) ou les erreurs des agences de notation aient joué. Mais on ne saurait imputer à ces éléments, en particulier au « *subprime* » – qui après tout n'est qu'un sous-compartiment du marché immobilier américain (10 à 12 % seulement de celui-ci et 2 % de la capitalisation boursière des États-Unis) –, un tel poids. Manifestement, il y a eu autre chose qui explique qu'on ait été au bord du blocage.

Le trouble du génome de la finance

Dans la finance, comme dans le vivant, on a bien des enchaînements multiples d'opérations élémentaires qui, par réplication, permettent la transmission d'une information. Sans doute celle-ci porte-t-elle dans ce cas sur une combinaison risque/rendement anticipée. Mais, il suffit d'un bref rappel très stylisé du concept du génome pour justifier l'analogie et pour comprendre l'origine et l'ampleur du dérèglement qui a donné lieu à la crise.

Le génome du vivant : rappel stylisé

Pour les généticiens, le génome désigne, on le sait, l'ensemble de l'information héréditaire d'un organisme qui se transmet par l'ARN et l'ADN [3]. Il contient les instructions et les gènes nécessaires au maintien de l'intégrité et à la reproduction des cellules de l'organisme. Le génome est composé de molécules d'ADN géantes qui, associées à d'autres types de molécules nommées protéines, forment les chromosomes. Or, les individus de la même espèce possèdent le même catalogue d'instructions avec des versions légèrement différentes et, dans ce sens, on peut parler du *génome humain* commun à tous les êtres humains, mais avec pour chacun son bagage propre de gènes.

Cependant, ce qui est fascinant dans le génome humain, c'est la transmission des instructions sous forme chimique par des médiations enzymatiques fines le long de chaînes constituées par les molécules d'ARN et d'ADN. Celles-ci sont organisées en double hélice avec une réplication du matériel génétique en associant deux à deux les quatre bases non pas identiques mais complémentaires avec l'apparition, sur chaque brin parental, d'un brin complémentaire (Watson et Crick, 1953). Ce sont ces séquences successives et répétées qui permettent la transmission des instructions génétiques. Le problème est qu'elles ne sont pas directement discernables comme les lettres de l'alphabet et elles doivent être ordonnées et interprétées. C'est tout le travail du séquençage qui, on le sait, est déjà très avancé pour le génome humain (95 %).

On voit que ce qui domine dans les génomes du vivant, c'est l'idée de chaînes de transmission de l'hérédité tellement complexes qu'elles exigent un décryptage avant toute velléité d'intervention ou d'utilisation. C'est aussi l'idée d'une molécule d'ADN qui est singulièrement semblable d'une personne à une autre, même s'il existe de courts segments extrêmement variables qui laissent à chaque être son schéma distinctif.

Dans ce que l'on propose d'appeler le génome de la finance, au sens d'enchaînement des éléments du matériel génétique, on rencontre bien de fortes similitudes avec le vivant. Cela permet de mieux comprendre la mutation soudaine du code génétique qui s'est produite à partir de l'emballement de la titrisation.

Une mutation génétique

Si, progressivement, on est allé vers la mise en cause du génome de la finance, c'est que le mécanisme de la titrisation s'est lui-même profondément transformé. Parti, à l'origine, de l'idée simple de transfert du risque au-delà du secteur bancaire *stricto sensu*, on est allé bien plus loin en fractionnant le risque en « brins » de plus en plus fins, en le « granularisant » – comme on aime à dire sur les marchés – et en le renvoyant toujours plus loin par rapport à l'entité ouvrant le crédit originel. Ainsi, grâce en particulier aux dérivés de crédit synthétiques, les CDO (*colletarized debt obligations*) et aux produits structurés, a-t-on de plus en plus disséminé, dispersé le risque sur d'autres entités que les banques, vers les fonds de placement ou spéculatifs, les assurances, les sociétés financières, les OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières)…

Cependant, on ne s'est pas tenu uniquement à cela. La titrisation de la deuxième génération a ajouté deux dimensions nouvelles. D'abord, le regroupement des créances. Celles-ci ont été « compactées » par « blocs » souvent hétérogènes en combinant non seulement celles du *Residential Mortgage* américain, mais aussi – dans une proportion deux tiers/un tiers – celles d'autres types de créances (crédits auto, prêts aux étudiants, cartes de crédit). Les unes et les autres aboutissaient à des assemblages par blocs de créances qui servaient d'adossement à des obligations (ABS, *asset backed securities*), elles-mêmes classées par tranches et rangées par ordre de risque croissant. Puis, au sommet, les tranches supérieures dites « *super senior* » ou « *senior* », notées de AAA à A, ainsi que les classes intermédiaires ou « mezzanines » notées de BBB à B, et enfin, les classes les plus risquées dites *equities* et non notées ; ce sont ces dernières qui prennent en premier les baisses de rendement des assemblages et donc protègent les tranches supérieures.

Par ailleurs, pour échapper aux obligations de fonds propres, l'habitude a été, pour les banques, de créer des *vehicules ad hoc* sous forme de SIV (*structural investment vehicules*) ou de « *conduits* », constitués hors bilan et généralement financés par la dette à court terme (*commercial paper*).

Dès cet instant, c'est le génome de la finance tout entier qui changeait de nature. La titrisation, de méthode féconde, d'élargissement de la base du financement, devenait une sorte de *maelström* toujours plus opaque, plus arborescent, bientôt incontrôlable. D'un côté, les obligations des CDO et la première ligne de notés ici qui avaient été adossés au « *subprime* » étaient cédés à d'autres structures, sous forme de nouveaux dérivés « au carré » ou « au cube » et, ainsi de suite… En somme, on retitrisait ce qui l'avait déjà été. Les banques qui avaient cédé leurs obligations aux SIV et « *conduits* » se chargeaient ensuite de les placer elles-mêmes pour le compte des précédents, ajoutant ainsi à la confusion et aux conflits d'intérêt. Les opérations d'achat-vente de titres, parce que très rémunératrices en commissions, donnent ainsi l'impression de s'autogénérer et de proliférer. Elles se déduisaient les unes les autres et devenaient répétitives. En raison du déséquilibre actif/passif des échéances, les SIV et « *conduits* » eux-mêmes éprouvaient bientôt de graves problèmes de liquidité solvabilité (c'était, en particulier, le cas des banques allemandes IKB et Sachsen LB, de la Northern Rock en Grande-Bretagne).

Avec les « brins » de risque du *subprime* disséminés un peu partout dans le monde, sans que l'on sache exactement où, des ensembles d'opérations voyaient se multiplier les nœuds et les bifurcations : des établissements croyaient avoir évacué des risques et bientôt les subissaient en retour – « *Évacué par la porte, le risque revenait par la fenêtre.* », a-t-on ironiquement remarqué.

C'est toute la chaîne de transmission de l'information qui ne pouvait bientôt que se trouver compromise. Les messages, en particulier sur le prix du risque en situation d'illiquidité croissante, avaient de plus en plus de mal à être décodés.

Au total, si le génome de la finance a réservé de nombreuses – et mauvaises – surprises à partir de l'été

2007, c'est que la mesure de sa complexité n'avait jamais été prise. Présentée comme une construction évolutive mais rationnelle et strictement gérée, elle s'est révélée fragile, pleine de « trous noirs » et de poussées d'adrénaline.

Les OGM et les grains du risque

L'analogie avec les OGM [4] ne peut dès lors manquer de s'imposer. Sans prendre parti sur le fond, on sait toute la controverse qui s'attache à ces organismes vivants dont le patrimoine a été modifié par génie génétique. Plus particulièrement, lorsqu'on met en cause les risques de dispersion locale des pollens et des gènes susceptibles d'entraîner la contamination des espèces naturelles, les points de vue s'affrontent sur les atteintes possibles à la biodiversité et sur les possibilités de les éviter. Faut-il interdire les OGM ? Prévoir des distances minimales de protection entre les cultures ? Réglementer les expérimentations de plein champ, etc. ?

Le principe d'équivalence en substance

Autant de questions, on le remarquera, bien proches de celles que l'on peut rencontrer dans le génome de la finance. Ici aussi à force de démultiplier les opérations et de tronçonner le risque, on l'a répandu un peu partout, souvent en des endroits tout à fait imprévus. On s'en est bien aperçu, mais un peu tard, lorsque l'onde de crise s'est répandue sur toute la planète finance. À ce moment, lorsque la contamination est devenue réalité, on a bien compris que ce qu'on avait gagné *en extension* avec l'élargissement du champ de ceux qui portent le risque, on l'avait perdu *en intensité* : toute la structure de la finance – y compris l'interbancaire – était plombée par une imprégnation progressive. C'est bien une catastrophe de ce type que redoutent dans leur domaine les adversaires des OGM.

L'analogie de la finance avec les OGM se renforce encore lorsqu'on considère l'un des vecteurs principaux de la crise financière avec la réunion par paquets de crédits de nature différente par les CDO. Lorsqu'on passe de dérivés de crédit simples à des dérivés synthétiques, la question qui se pose se rapproche étrangement de l'une des interrogations-clés de la querelle des OGM : celle de « *l'équivalence en substance* ». On sait que, aux États-Unis, la Food and Drug Administration a admis le principe précédent qui consiste à considérer que les composants que l'on trouve dans les plantes génétiquement modifiées sont *grosso modo* les mêmes que dans les plantes que l'on trouve dans la nature. C'est ce principe qui a fait beaucoup pour légitimer à l'origine les OGM aux États-Unis et que contestent violemment les écologistes (Robin M.-M., 2008).

Transposé à la finance, il signifierait que passer d'un dérivé de crédit simple à un CDO « au carré » ou « au cube », compacter dans le même bloc des créances de nature très différentes – de l'immobilier hypothécaire aux cartes de crédit ou aux prêts aux étudiants, etc., – ne modifie pas substantiellement l'échelle du risque. Or, *a priori*, rien n'est vraiment sûr à cet égard. Si, par exemple, il y a dans le même « paquet » qui sert d'adossement aux obligations, des créances de moins bonne qualité, il se peut très bien que les premières en viennent à infecter les secondes.

L'analogie avec la titrisation de la deuxième génération

Il conviendrait par conséquent de déterminer, en finance aussi, si ces ajouts successifs d'opérations ne conduisant pas à des sous-ensembles de plus en plus arborescents créant des risques non pas simplement *additifs* mais en fait *multiplicatifs*. N'oublions pas qu'à chaque couche nouvelle de titrisation correspondent des aléas supplémentaires : litiges juridiques tenant à l'interprétation de contrats souvent complexes désaccords sur les valorisations obtenues à partir de modèles différents, défauts éventuels des nouvelles contreparties introduites, restrictions de liquidité, etc. (H. Bourguinat, 2005 et 2006).

On retrouve ici un questionnement proche de celui des OGM pour lesquels on ignore encore, selon leurs adversaires, ce que l'introduction d'un gène herbicide entraîne comme conséquence sur les autres facteurs de croissance de la plante.

La similitude est forte si ce n'est que, en finance, les modifications génétiques sont sans doute plus nombreuses et qu'elles font intervenir des acteurs multiples. L'analogie se prolonge encore ailleurs. Par exemple en ce qui concerne la solution des distances minima à respecter pour les cultures OGM de plein champ par rapport aux parcelles traditionnelles. Ne craint-on pas ici que les pollens ne se retrouvent bien au-delà des espacements prescrits et que les précautions soient vaines ?

Or, la crise actuelle a fait apparaître que, sans les marchés financiers, les « grains » du risque, à travers la prolifération de ces opérations répliquées presque à l'infini, se retrouvent partout. En Europe, comme ailleurs, même jusqu'en Chine ; non seulement dans les entités prévues pour porter le risque (banque, *hedge fund*), mais aussi parfois dans des fonds ou SICAV (Société d'investissement à capital variable) présentés à la clientèle comme simplement « dynamiques ». N'est-ce pas un peu la même chose des fameuses « murailles de Chine » prévues en finance. Déjà, on sait, que celle qui doit en principe isoler strictement l'activité de la banque chargée de placer les titres dans le public et celle de sa filiale de gestion d'actifs souffre de bien des exceptions. Mais, l'actualité (Société générale) ne vient-elle pas aussi de révéler que la séparation entre ceux qui négocient les engagements (*traders*) et ceux qui les contrôlent (*back office*) n'est pas toujours respectée ? Ne parle-t-on pas également aujourd'hui de l'opportunité de revenir à une séparation des banques d'investissement et des banques de détail récemment enterrée par la loi Gramm-Leach-Billey de 1999. Tout cela paraît bien signifier que si demain on voulait rétablir l'équilibre du marché en prévoyant des « coupe-circuits » entre séquences de produits successifs, il conviendrait de commencer par savoir exactement ce qu'il en est du génome de la finance.

Conclusion : un génome qui reste à décrypter

Il apparaît, en définitive, que la crise financière débouche sur un besoin assez criant de décryptage du génome de la finance. On peut aller jusqu'à dire que la crise aurait sans doute pu être évitée si l'on avait su faire à temps le travail de séquençage, comme on l'a fait pour le génome humain. Ce dernier a finalement fait apparaître une complexité moindre que celle qu'on redoutait à l'origine. Le nombre de gènes pourrait bien être seulement de l'ordre de 13 000 (et non comme on le pensait à l'origine de 26 000 à 39 000). Il est très probable qu'on aurait pu – et dû – mettre à plat ces structures et qu'un travail préalable d'élucidation aurait dû être entrepris :

- d'abord, pour mettre à jour les principaux arbres de décision qui se construisent autour des produits structurés ou dérivés, avec leurs bifurcations successives.
- ensuite, pour identifier de grandes catégories d'opérations en faisant intervenir les regroupements nécessaires. Sans doute s'apercevrait-on que ces grands types d'opérations sont, comme les gènes humains, moins nombreux que ne donnerait à penser l'exubérance observée des marchés. Plus encore, est-il vraisemblable que les même arbres de décision sont souvent reproduits par les divers établissements pour les produits structurés ou les dérivés de crédit. En aval, il eût fallu également étiqueter strictement les produits finaux en distinguant ceux qui sont susceptibles d'entraîner des pertes (gains) en capital et les autres.
- enfin, s'attacher à un suivi, catégorie par catégorie, de ces fameux « brins » du risque afin de savoir quel était leur cheminement et où ils risquaient d'aboutir.

A posteriori, on ne peut que s'étonner de ce manque d'information généralisé, jamais vraiment reconnu mais pourtant avéré lorsque la crise éclata. Comme le reconnaît Barry Eichengreen (2008) « *rares étaient les acteurs du marché qui avaient entendu parler de SIV et des conduits avant l'été 2007* ». On ne

pouvait s'attendre à des réactions rapides et adaptées des responsables dès lors que, au niveau de la connaissance, on n'avait jamais réellement tenté de décrypter le génome. Sans doute, après coup, se renverra-t-on la balle des responsabilités. Les hommes de marché, non sans raison, diront que ce travail ne pouvait être le leur tant ils ont le « nez dans le guidon » du quotidien des opérations. Les « *top management* » des banques et autres sociétés financières chercheront à s'absoudre en renvoyant la question sur d'autres, en particulier les organismes de régulation. En fait, la pusillanimité paraît bien avoir été générale. Il ne suffit pas, pour se dédouaner, d'invoquer la faiblesse des moyens des organismes de régulation ou le hiatus – peu niable – entre une finance qui évolue chaque jour et des procédés de contrôle codifiés pour trop longtemps. On se doit de reconnaitre qu'il y a eu avant tout sur les marchés financiers un irénisme excessif et un défaut de maîtrise manifeste.

Notes

1. Laboratoire d'analyse et de recherche économiques, Économie et Finance internationales

2. Ce 25 mars 2008

3. ARN : acide ribonucléique ; ADN : acide désoxyribonucléique

4. Elle nous a été suggérée par Éric Briys.

Bibliographie

ADRIAN, T. ; SHIN, H.S., « Liquidité et contagion financière », *Revue de stabilité financière*, février, 2008.

BOURGUINAT, H., « Les nouveaux risques financiers », *Societal*, 1er trimestre, n° 42, 2005.

BOURGUINAT, H., *Les intégrismes économiques. Essai sur la nouvelle donne planétaire*, Dalloz, 2006.

EICHENGREEN, B., « Dix questions à propos de la crise des prêts "*subprimes*" », *Revue de la Stabilité financière*, février, 2008.

ROBIN, M.-M., *Le monde selon Monsanto*, La Découverte et éditions Arte, 2008.

WATSON, J et Crick, F « *a structure for Deoxyribose Nucleic Acid* » Nature, 23 juillet 1953

Liquidité, incertitude et crise

Christian Gollier

Professeur, Toulouse School of Economics

Les prêts hypothécaires dits « subprimes » représentent un peu moins de 1 000 milliards de dollars d'encours aux États-Unis. Une bonne partie correspond à des prêts contractés avant 2005 dont on peut raisonnablement penser qu'ils seront entièrement remboursés. Parce que l'on peut aussi raisonnablement penser que le marché immobilier américain va corriger d'environ 20 % la bulle qu'il a connue suite à la politique de taux faible de la Federal Reserve (Fed) depuis 2001, on estime communément la perte directe liée à la crise des « subprimes » pour l'ensemble du monde financier autour de 300 milliards de dollars, perte qui devra être épongée par le secteur dans les quelques prochaines années. Pour comparaison, cette perte est dans le même ordre de grandeur qu'une chute du marché américain des actions de 1 %, ce que les banques et les assureurs épongent de façon routinière sur une base journalière.

Dès lors, comment ce grain de sable a-t-il pu générer une telle crise de liquidité, impliquant une impressionnante fuite vers la qualité, accroissant les risques de récession aux États-Unis, et gonflant les spreads de taux sur les différents niveaux de notation à des degrés très inattendus ?

L'intermédiation bancaire est sujette à deux types de crise de nature très différente : la crise de liquidité et la crise de solvabilité. Parce que ces 300 milliards de perte ne sont qu'une goutte d'eau dans l'océan des 7 000 milliards d'actifs des banques commerciales américaines, il est difficile d'imaginer que nous soyons confrontés à une crise de solvabilité, en tout cas au niveau macroéconomique. Nous sommes donc bien confrontés à une crise de liquidité.

La liquidité dans une économie est la capacité qu'ont les agents à transformer facilement des *cash-flows* futurs plus ou moins incertains en *cashs* immédiats. Acheter une maison à crédit procède de cette logique où un ménage reçoit un prêt en échange d'un remboursement échelonné dans le temps. Une entreprise qui finance un investissement en émettant de nouvelles actions, des obligations, ou en empruntant, agit de la même façon. Comme il est rare que le flux de revenus corresponde au flux de dépenses au niveau de chacun des agents économiques, la garantie de cette liquidité est un élément quasi vital du fonctionnement de nos économies.

Dans un monde aux marchés fonctionnant parfaitement, il n'y aurait aucune raison de s'inquiéter de la liquidité. Le premier théorème du bien-être

s'applique aussi au secteur financier : dès lors qu'un agent dispose d'un projet dont la valeur actualisée nette est positive, il trouvera d'autres agents disposés à financer ce projet en échange d'un droit sur les *cash-flows* qu'il génère.

Crise de liquidité

Dans la réalité, d'importants problèmes d'agence existent qui contredisent les hypothèses du théorème cité *supra*, rendant ses conclusions caduques, créant sources d'inefficacité et de crise. Ces problèmes sont magistralement exposés dans Tirole (2006) qui a reçu le dernier prix *Risques-Les Échos*. L'emprunteur peut par exemple disposer d'informations privilégiées sur le risque inhérent aux *cash-flows* futurs, ce qui va inciter les prêteurs potentiels à la prudence. Par ailleurs, certains projets peuvent nécessiter des appels de fonds supplémentaires pour faire face à une crise de liquidité, sans que cette crise ne remette en cause la profitabilité de long terme du projet. Considérons par exemple un projet dont le coût est de 10 en t=0, qui rapporte 25 en t=2, et supposons que le taux d'intérêt soit nul. En t=1, il y a une probabilité ? qu'une dépense supplémentaire de 10 soit nécessaire pour poursuivre le projet. Si ce « choc de liquidité » n'est pas couvert par un financement complémentaire équivalent, le projet doit être abandonné. Ce projet est socialement désirable puisque sa valeur présente espérée nette est positive. En t=0, l'entrepreneur dispose de 8 en fonds propres qu'il investit dans le projet et emprunte les 2 manquants. Pour résoudre les problèmes d'agence, il est nécessaire de garantir à l'entrepreneur un revenu minimal de 14 en t=2. Il ne reste donc plus que 25-14-2=9 de *cash flows* libre à cette date. Si le choc de liquidité de 10 se produit en t=1, aucun investisseur n'acceptera donc de refinancer le projet, malgré qu'il soit socialement désirable de le faire (la rentabilité reste positive même dans le mauvais état). Si le choc de liquidité se produit, le projet rentable est abandonné et l'entrepreneur et le prêteur essuient une perte sèche pouvant entraîner des faillites en chaîne. En fait, l'anticipation de cette crise exige un traitement en amont par l'ouverture d'une ligne de crédit de 12 par le prêteur. L'engagement de ce dernier joue le rôle d'assurance et le conduira à une perte ou un profit sur ce contrat selon que le choc se produit ou non.

Traditionnellement, les banques ont joué ce rôle d'assureur/créateur de liquidité. Néanmoins, ce rôle d'assurance conduit les banques à risquer de faire face elles-mêmes à des chocs de liquidité, en particulier si les risques d'appel de fonds de leurs clients sont positivement corrélés. Les banques ont donc besoin à leur tour de bénéficier d'un assureur de liquidité. Ce sont les banques centrales qui exercent ce rôle de prêteur en dernier ressort, comme on l'a vu de façon répétée depuis la première alerte d'août 2007. Le problème est que ce système emboîté d'assurance de liquidité crée de sérieux problèmes de risque moral : les emprunteurs sont trop peu incités à réduire la probabilité du choc et les banques sont trop peu incitées à limiter l'ouverture de lignes de crédit aux seuls projets rentables, chaque niveau de risque moral renforçant d'ailleurs le précédent ! D'où la réticence de certaines banques centrales à s'engager *ex ante* à offrir de la liquidité en aveugle en cas de crise.

On a longtemps pensé que ce problème de risque moral pouvait aisément être éliminé par une régulation prudentielle des intermédiaires financiers. Mais des règles comme Bâle II ou Solvabilité II ont essentiellement été pensées pour limiter le risque de crise de solvabilité, pas les crises de solvabilité. De plus, elles ont conduit ces intermédiaires financiers à sortir de leur bilan une bonne partie de leurs responsabilités d'offreur de liquidité parce que cette activité est risquée et donc fortement pénalisée. Il s'ensuivit une importante vague de désintermédiation financière qu'illustrent les prêts hypothécaires « *subprimes* » dont les risques ont été vendus directement aux investisseurs. Les résultats furent donc inverses de ceux escomptés par les régulateurs. Au lieu de réduire le problème de risque moral, celui-ci fut décuplé. Les souscripteurs des prêts « *subprimes* » vendirent les risques de leur activité à des véhicules spéciaux qui émirent des titres dérivatifs de crédit qu'achetèrent une multitude d'investisseurs mal informés par des agences de notation peu regardantes, et ce, en dehors

de tout contrôle des régulateurs. À chaque échelon de ces relations d'agence s'accumulent manque d'incitation et perte de transparence. Pire, les banques originatrices de ces prêts se sont finalement senties obligées de les reprendre dans leur bilan afin d'éviter la perte d'image que produirait une faillite du véhicule spécialement mis en place par elles pour se défaire de ces risques.

La désintermédiation et la sécuritisation doivent pourtant être défendues en raison de l'amélioration des partages de risque qu'elles procurent, de la réduction des coûts de transaction qu'elles génèrent, et de leurs capacités à faire émerger des prix d'équilibre pour des risques longtemps enfouis dans des bilans bancaires aux valorisations mal définies. Une leçon de l'épisode actuel est évidemment qu'il est nécessaire d'imposer plus de transparence à ces nouveaux marchés, notamment par la standardisation des produits et des modes d'évaluation par les agences de notation. Il faudra aussi résoudre la difficile question des frontières de la consolidation des bilans des intermédiaires financiers pour intégrer, d'une façon ou d'une autre, leurs engagements implicites. Par contre, je ne suis pas favorable à l'imposition de contrôles lourds de ces nouveaux instruments par un corps d'État. Contrairement aux épargnants et aux assurés qui ont besoin d'être protégés de l'impéritie des institutions qui ont des engagements envers eux, les investisseurs sont suffisamment matures pour déterminer les actifs dans lesquels ils devraient investir.

Incertitude et réaction des marchés

Je propose d'étudier, dans cette section, les mécanismes qui ont conduit à une réaction aussi inattendue des marchés. Car il faut se rappeler que le problème des « *subprimes* » est connu dès l'hiver 2007, mais que les experts informés n'anticipaient pas de problèmes sérieux à ce que les marchés « avalent » cette perte. Ricardo Caballero et Arvind Krishnamurthy (2008) nous offrent un coupable à la forte réactivité des marchés : l'incertitude. En temps normal, les investisseurs évaluent et sélectionnent leur exposition au risque dans le monde très rationnel des probabilités quantifiées sur base des expériences passées. Mais ils ont été pris par surprise l'été dernier lorsqu'ils furent confrontés à des pertes sur des tranches AAA de certaines obligations adossées à des dérivés de crédit. Dès lors, ils se sont mis à douter de leurs modèles d'évaluation quand ils ont réalisé que la récente vague de désintermédiation financière les avait fait basculer du monde bien balisé des risques dans celui, plus sauvage, de l'incertitude. Cette incertitude a infecté leur vision de l'ensemble du marché du crédit.

On doit à Daniel Ellsberg (1961) d'avoir mis en évidence les conséquences de l'incertitude sur les choix des acteurs. Le jeu d'Ellsberg porte sur une urne contenant des boules dont certaines sont blanches et d'autres noires. On tire au hasard une boule de l'urne et le joueur reçoit un prix si la boule tirée est de la couleur qu'il a préalablement choisie. Dans la version « risquée » du jeu, le joueur sait que l'urne contient autant de boules blanches que de boules noires. Dans sa version « incertaine », on ne lui donne aucune information sur la composition de l'urne. De nombreuses études menées en laboratoire ont montré une nette préférence pour la version risquée du jeu. C'est un paradoxe puisque les joueurs sont en général indifférents à parier sur noir ou blanc, révélant ainsi une probabilité de ? de gagner dans l'un ou l'autre jeu. Si les risques sont les mêmes, pourquoi donc les valoriseraient-ils différemment ? La raison s'en trouve dans l'aversion au caractère ambigu de la probabilité de gagner dans le jeu incertain. Cette aversion à l'incertitude se rajoute à l'aversion au risque (Gollier – Toulouse School of Economics –, 2008) pour créer une fuite vers la qualité, mesurée non pas par l'absence de risque mais par l'existence de probabilités objectives. Dans le monde qui suit la crise des « *subprimes* », non seulement beaucoup d'investisseurs éprouvent des difficultés à évaluer les probabilités de défaut des actifs dérivés de crédit, mais cela est aussi vrai des grands intermédiaires financiers.

L'ampleur de la fuite vers la qualité observée depuis neuf mois est révélatrice de l'intensité de cette

aversion à l'incertitude. Une étude menée à l'université de Toulouse par Laure Cabantous (2007) auprès d'actuaires français permet de se faire une idée du problème. Elle leur a d'abord demandé de fixer le prix d'une probabilité de 2 ‰ de perdre 1,5 million d'euros : en moyenne les actuaires l'estimaient à 35 % de la perte espérée. Dans une deuxième expérience, on leur expliqua que les experts reconnaissaient leur incapacité à établir une probabilité objective mais que celle-ci était certainement comprise entre 1 et 3 ‰. La prime moyenne de risque monta à 78 % ! Et quand on expliqua que les experts étaient en désaccord entre eux, la moitié estimant la probabilité à 1 ‰ et l'autre moitié à 3 ‰, alors la prime de risque monta à 88 % ! Dans ce dernier cas, plus d'un actuaire sur cinq aurait recommandé à son employeur de ne pas accepter ce risque, quel que soit son prix du marché. Nous sommes probablement là au cœur du problème de la crise.

Les baisses successives des taux d'intérêt orchestrées par la Fed ne peuvent avoir qu'un effet secondaire sur la source de la crise. Aussi longtemps que l'on ne pourra évaluer objectivement le risque d'insolvabilité des banques, nous vivrons des temps difficiles. Le rôle des banques centrales est aujourd'hui de réduire l'incertitude pour raccrocher le secteur financier au monde des risques quantifiables. Elles peuvent le faire en garantissant l'existence d'un prêteur crédible en dernier ressort.

Valeur historique, valeur de marché et bulles

Un autre moyen de réduire l'incertitude est de mieux assurer la transparence des bilans des banques et des sociétés d'assurances sur lesquels subsistent toujours des doutes sérieux plus de neuf mois après le début de la crise ! Les normes IFRS (*International financial reporting standards*) ont de ce point de vue un grand mérite en imposant l'approche en valeur de marché pour tous les éléments du bilan qui peuvent être valorisés de cette façon, et en cherchant une convergence qui devra bien advenir un jour sur les modèles d'évaluation des autres éléments du bilan. Les investisseurs devront s'habituer à une volatilité plus forte des bilans dans le secteur ; cependant, je persiste à penser qu'une volatilité accrue mais révélant la vérité des prix est préférable à une volatilité plus faible dont chacun sait qu'elle ne dit pas la vérité.

Cette plus grande transparence pose néanmoins deux difficultés. La première porte sur une perte de capacité du secteur de l'assurance vie à organiser un partage des risques entre générations d'assurés, partage que les marchés sont incapables d'offrir. La liberté supplémentaire qu'offre une approche en valeur historique en laissant l'assureur libre de sa stratégie de réalisation des plus-values permettait en effet, aisément, de reporter certains profits ou certaines pertes vers les générations futures de contrats. Comme je le montre dans un article publié dans le *Journal of Public Economics* (2008), il y aurait un coût social important à ce que les assureurs abandonnent la production de ce service aux assurés. La deuxième difficulté générée par une comptabilité en valeur de marché est mise en avant par Adrian et Shin (2008). Dans une comptabilité en valeur historique, les intermédiaires financiers sont incités à avoir un comportement anticyclique consistant à ne pas vendre en période de baisse des indices boursiers de manière à ne pas faire apparaître les moins-values. Dans une comptabilité en valeur de marché, le bilan est modifié pratiquement en temps réel par l'évolution des marchés. Supposons que, en accord avec la méthode *value at risk*, la banque cherche à maintenir un rapport de 1 à 10 entre fonds propres et valeur des ses actifs. En conséquence, une hausse de 1 % du prix des actifs va faire croître ses fonds propres de 10 %, qui vont permettre à la banque d'augmenter ses prêts au secteur privé de 10 % ainsi que le total de ses actifs. Les intermédiaires vont donc avoir un comportement fortement procyclique sur les marchés financiers, ce qui va renforcer les cycles haussiers mais aussi baissiers : une petite baisse de la valeur des actifs entraîne une baisse relativement plus importante des fonds propres qui incite la banque à vendre des actifs pour rétablir son rapport fonds propres sur total des actifs. La réforme des règles comptables en valeur de

marché est donc susceptible d'avoir renforcé la volatilité des marchés financiers. Adrian et Shin suggèrent que la crise des « *subprimes* » ne serait qu'une première illustration de ce phénomène et recommandent un retour à des règles en valeur historique dès que les conditions de marché le permettront… Au prix d'une plus forte incertitude sur la réalité de la santé financières des banques et des sociétés d'assurances ?

Bibliographie

ADRIAN, T. ; SHIN, H.S., « Liquidity and leverage », mimeo, Princeton University, 2008.

CABALLERO, R. ; KRISHNAMURTHY, A., « Collective risk management in a flight to quality episode », à paraître dans *Journal of Finance*, 2008.

CABANTOUS, L., « Ambiguity aversion in the field of insurance : insurers' attitude to imprecise and conflicting probability estimates », *Theory and Decision*, 2007.

ELLSBERG, D., « Risk, ambiguity, and the Savage axioms », *Quarterly Journal of Economics*, 75, 1961, pp. 643-69.

GOLLIER, C., « Does ambiguity aversion reinforce risk aversion ? Applications to portfolio choices and asset prices », mimeo, Toulouse School of Economics, 2008.

GOLLIER, C., « Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund », *Journal of Public Economics*, vol 92/5-6, 2008, pp. 1463-1485.

TIROLE, J., *The theory of corporate finance*, Princeton University Press, 2006.

La crise financière 2007 doit produire de nouveaux modèles de risque

Hubert Rodarie

Directeur général délégué, Groupe SMA BTP

Devant l'ampleur de la crise financière de 2007, l'auteur met en évidence les effets de ce qu'il estime être un manque de robustesse des modèles de risque et de valorisation qu'ont utilisés les différentes institutions financières pour mettre au point des pratiques, des business models *et des conventions comptables ou autres. Ces modèles reposent sur des hypothèses trop rustiques et doivent être perfectionnés en prenant en compte des structures de hasard plus adaptées au développement des marchés financiers.*

La crise qui se développe depuis août 2007 choque par son ampleur, la profondeur de ses effets et par le fait que, contrairement aux crises précédentes, les plus grosses banques – notamment américaines – hier au cœur de l'innovation et de la modernité bancaire sont aujourd'hui les plus touchées, et ce, alors même que l'ensemble des acteurs, depuis les dérives de la bulle internet, avaient investi dans la maîtrise des risques et son contrôle.

Cette situation incite à ne pas se contenter d'explications superficielles ou trop conjoncturelles et à essayer de plonger au cœur du dispositif.

Les évènements rencontrés peuvent être affiliés par leur nature à trois séries de phénomènes qui pourraient, pour chacune d'entre elles, être qualifiées de crise si on les rencontrait seules. Ce sont des crises d'ordre conjoncturel, systémique, et de modèles. Chacune mériterait d'être développée : toutes mettent en cause des consensus solides sur des pratiques, des *business models* et des conventions comptables. Elles appellent cependant toutes à un renouvellement drastique des modèles intellectuels qui permettent d'appréhender le risque.

La crise des modèles doit être particulièrement commentée

Le mot « modèle » peut désigner deux réalités. La première est d'ordre organisationnel et la seconde fait référence aux conventions intellectuelles qui permettent de modéliser des phénomènes tels que les aléas des prix de marché, les risques de crédit, la coïncidence entre valeur et valeur de marché, etc. Dans toute crise, les deux réalités peuvent subir des remises en cause car elles sont liées. En effet, les modèles intellectuels sont utilisés pour valider les organisations ou les juger attractives par les opérateurs.

En premier, on constatera que les *business models* des sociétés les plus touchées sont ceux qui exploitent la tendance générale à transformer toutes les relations contractuelles de l'ordre du financement en produits

standardisés, objets de transactions, ou dans le parler financier la *securitization*. Dans le domaine bancaire, sont concernés la banque universelle et le modèle OTD, (*originate and distribute*).

De même, l'agence de notation au cœur du processus de standardisation des créances est en crise, tant elle apparaît comme un instrument de déresponsabilisation des investisseurs et une aide précieuse au marketing des courtiers qui font commerce des titres. La *leverage finance*, qui désigne les activités qui font du portage d'actifs financés par emprunt, est aussi mise en cause par-delà les conséquences sur le contrôle de la création monétaire et le manque de cohérence des règles applicables au secteur financier car elle a soutenu la demande de ces produits.

Or, toutes ces structures ont en commun d'utiliser soit pour leur activité, soit pour la maîtrise de leurs risques, des modèles intellectuels identiques ou très proches.

Les modèles intellectuels conventionnels actuels sont-ils performants ?

Devant ce que l'on appelle l'« épreuve des faits », il est essentiel de s'interroger sur la pertinence ou la robustesse du modèle sous-jacent qui existe toujours en amont des pratiques professionnelles. Keynes conclut ainsi sa *Théorie générale* par ces phrases : « *Les idées, fausses ou justes, des philosophes de l'économie et de la politique ont plus d'importance qu'on ne le pense généralement. À vrai dire, les hommes d'action qui se croient parfaitement affranchis des influences doctrinales sont d'ordinaire les esclaves de quelque économiste passé.* »

En termes plus actuels, la théorie économique est dite « performative » car des énoncés formels prennent corps dans la réalité sociale et, en définitive, la créent. Cette performation de la théorie oblige dès lors à scruter avec attention les modèles conceptuels utilisés. Comme l'énonçait déjà Jean-Baptiste Say (1803) : « *En administration, les grands maux ne viennent pas des exceptions qu'on croit devoir faire aux règles ; ils viennent des fausses notions que l'on se forme de la nature des choses et des fausses règles que l'on s'impose en conséquence.* » [1]

Selon les propres termes de M. Greenspan, la question actuelle relative aux modèles économétriques et aux modèles de calcul de risque se poserait de la manière suivante : « Comment nous sommes-nous trompés autant ? » (Financial Times. 17/03/2008). Il répond en disant que les modèles sont trop simples pour capter la réalité et, surtout, pour anticiper les changements de rythme et les renversements de relation qui sont observés lorsque « *on passe d'une période d'euphorie à une période de peur* ». Sa conclusion est radicale: « *nous ne serons jamais capables d'anticiper toutes les discontinuités dans les marchés financiers* ».

À partir de cet avis, une réaction naturelle serait de considérer inutile – voire dangereux car illusoire et donnant un sentiment fallacieux de sécurité – de travailler et de perfectionner les modèles statistiques et économétriques utilisés. Il est pourtant nécessaire de parvenir à effectuer une critique adéquate du système axiomatique qui sous-tend la plupart des outils de calcul de risque et d'évaluation des crédits pour pouvoir qualifier leur robustesse. Tout particulièrement, il est essentiel de s'interroger sur les « formes » du hasard qui sont implicitement utilisées dans les outils financiers ou intellectuels [2].

Dans ce domaine complexe, nous relevons en effet deux points de vue intéressants, quoique éloignés des préoccupations ou des auteurs usuels en finance : celui de Bertrand de Jouvenel et celui de Claude Bernard. En 1964, Bertrand de Jouvenel faisait remarquer combien était curieuse la tendance des scientifiques à utiliser la distribution gaussienne (ou loi normale de l'erreur) : « *Nous assimilons aux défaillances de notre effort humain pour mesurer une grandeur, qui n'a en fait qu'une valeur, des défaillances toutes semblables de la Nature à laquelle nous prêtons "l'intention" d'avoir imprimé en tous les sujets la même qualité au même degré, et qui n'y aurait réussi que dans la même mesure que nous-même, qui cherchons à trouver une seule et même estimation de la grandeur objectivement une.* » [3]

Il semble assez clair que le substrat intellectuel des économistes est de trouver davantage d'ordre que de chaos dans l'observation des faits, accréditant ainsi l'existence de la fameuse main invisible d'Adam Smith ou l'ordre spontané de Walras. Claude Bernard, quant à lui, considérait que : « *Les phénomènes vitaux ont bien leurs conditions physico-chimiques rigoureusement déterminées, mais en même temps ils se subordonnent et se succèdent dans un enchaînement et suivant une loi fixée d'avance ; ils se répètent éternellement avec ordre, régularité et constance, en vue d'un résultat qui est l'organisation et l'accroissement de l'individu, animal ou végétal.* »

Pourrait-on conjecturer que l'existence de lois stationnaires sous-jacentes aux phénomènes aléatoires rencontrés en finance semble évidente à la plupart des opérateurs qui transposeraient ainsi dans l'ordre social et économique la classique conception biologique du vivant ?

De fait, une démarche historique et épistémologique sur l'origine des modèles mathématiques de la finance contemporaine a fait apparaître que le cadre conceptuel sous-jacent à la plupart des modèles opérationnels de contrôle de risque et de gestion des portefeuilles était celui de la philosophie des *Lumières* du dix-huitième siècle : une calculabilité et une prévisibilité parfaite des phénomènes sociaux, selon les programmes de Turgot et de Condorcet [4]. De plus, ce cadre conceptuel utilise comme outil principal la distribution gaussienne (synthèse de Laplace de 1809) relayée par la théorie des moyennes d'Adolphe Quételet (théorie de l'homme moyen de 1835). Puis le modèle standard des variations boursières de Louis Bachelier de 1900 introduira pour presque un siècle le mouvement brownien en finance, dont les accroissements indépendants et stationnaires sont distribués selon la loi normale de Laplace-Gauss.

Or, dans le monde gaussien, point de choc, le hasard est très « lisse » : les trajectoires sont continues et il n'existe pas « par construction » ce que M. Greenspan appelle des « discontinuités ». Il est donc clair qu'il faut quitter cette représentation du monde, qui a eu peut-être son utilité il y a un siècle, mais qui est devenue d'autant plus dépassée que les chocs (donc des événements non gaussiens) se répètent et qu'il faut absolument les intégrer dans les stratégies financières et les modèles de risque. Un progrès dans le domaine de la modélisation est donc indispensable aujourd'hui.

De fait, les probabilistes connaissent depuis longtemps des processus aléatoires qui conservent la propriété du mouvement brownien (accroissements indépendants et stationnaires), chère aux financiers, mais qui peuvent aussi inclure des discontinuités trajectorielles fortes que le mouvement brownien ne peut pas produire. Ces processus, mis au point par le mathématicien français Paul Lévy vers 1920 (ils portent donc son nom : les processus de Lévy), ont été redécouverts dans les années 1960 par Benoît Mandelbrot pour l'une de leurs formes (dite α-stable), puis dans les années 1990 par les financiers probabilistes français et allemands pour une autre de leurs formes (dite non stable). Des applications à la finance ont été réalisées mais ces modèles restent pour le moment dans les placards. Il serait temps de les sortir et de proposer leur application dans les contrôles de risques des établissements financiers et bancaires.

Considérons par exemple la modélisation du risque de crédit. Ce serait le domaine par excellence où les outils encourent les remises en cause les plus lourdes et les plus urgentes, puisque tout le système repose sur la détermination de prix « justes ». Or, beaucoup d'outils intègrent des travaux de qualité limitée, s'appuyant parfois sur des séries trop courtes pour véritablement avoir une bonne capacité. En fait, tout se passe comme si la rapidité du développement du marché de la titrisation avait réduit l'exigence des professionnels. Or, une application des processus de Lévy a été effectuée récemment [5] et les résultats ont fait apparaître combien les valeurs trouvées étaient plus réalistes qu'avec des mouvements browniens. Ainsi, on peut estimer que les outils existants ont causé une « sous-estimation des risques très forte », de deux à cinq fois dans les cinq premières années du crédit. Cette sous-estimation a été mesurée avant la crise. Il apparaît donc urgent de promouvoir et de diffuser des méthodes plus adaptées que celles que l'on trouve aujourd'hui chez les professionnels et qui existent déjà dans la recherche universitaire.

En résumé, nous estimons que la crise des modèles intellectuels dont les conséquences ont atteint le cœur du système financier est une occasion historique de se dégager de concepts dépassés et inaptes à rendre compte des réalités financières présentes et futures.

Pour conclure cet appel, reprenons notre question de la structure du hasard

La lecture des rapports officiels sur la crise donne l'impression que se dégage dans les organismes régulateurs une identité entre « transparence » et « sécurité ». La seconde est atteinte lorsque la première est parfaite et réciproquement.

Cette attitude pourrait être interprétée comme étant le résultat soit d'une volonté de ne pas apprécier la qualité des produits et transactions proposées par les professionnels, soit d'une méconnaissance acceptée et durable de ceux-ci car, dans cette situation, le régulateur ne régule pas les produits mais uniquement les avertissements aux consommateurs, les fameux *disclosures*. Mais est-ce vrai ? Car, alors, l'utilité sociale de ce type de régulation semblerait bien réduite…

De notre point de vue, cette attitude révèle surtout une incapacité à penser l'incertitude et à la prendre en compte dans les organisations. Nous avons vu que les modèles actuels intègrent le hasard, de façon limitée, en l'assimilant à l'erreur de mesure ; en revanche, l'incertitude n'est pas traitée.

Comment pourrait-elle être définie ? Pierre Vendryès [6] distinguait ainsi le « hasard subjectif » reflet principalement soit de l'ignorance, soit de l'incapacité à maîtriser les relations complexes dont le phénomène résulte [7] et le « hasard objectif » qui résulte de situations physiques où, à partir de mêmes conditions, plusieurs évènements sont possibles. Cette situation se rencontre lorsque interagissent des systèmes indépendants. Il expliquait que le premier hasard peut voir son champ se réduire progressivement par le progrès des sciences. En revanche, le second reste nécessairement aléatoire.

En appliquant ce schéma à la finance, il est clair que toutes les modélisations des aléas actuellement utilisées dans la structuration des modèles et des outils de gestion des risques ressortent du hasard subjectif et que le hasard objectif n'est pas traité. De quoi résulterait-il ? Tout simplement de la reconnaissance que, dans l'économie, les entreprises, et les organisations publiques qui en établissent les règles, il existe des systèmes biologiquement indépendants entre eux : et notamment toutes les organisations humaines, états, entreprises et bien sûr les hommes eux-mêmes. Ils s'influencent et ont des rationalités repérables, parfois réglementairement normées, mais toutes leurs actions ne sont pas fatalement déterminées par les mêmes causes, les lois de comportement, les fonctions d'utilité ne sont que des lois de probabilité.

En poursuivant notre transposition, on pourrait dire que les régulateurs sont sur les traces des déterministes en exigeant la transparence pour réduire l'aléa. Ils s'y épuiseront et le coût social des règles sera au fur et à mesure d'autant plus lourd qu'elles scléroseront les entreprises, menace que le pragmatique Alan Greenspan a toujours mise en avant, et ce, sans éliminer le risque, et parfois en l'augmentant. À l'opposé, on pourrait dire que les analystes classiques des entreprises qui appréhendent la valeur à partir d'hypothèses raisonnables et en prenant des marges de sécurité, ou les comportementalistes en finance, ont une vision plus pertinente des réalités sous-jacentes aux titres émis par des entreprises et, pour affiner leurs évaluations, ils utilisent de façon implicite des probabilités qui ressortent du hasard objectif.

Ainsi, notre souhait ne serait-ce pas que le métier reprenne sa place face à l'organisation au lieu de s'y effacer ? et que l'homme reprenne la sienne, face à l'incertain ?

Notes

1. in Traité d'économie politique, livre premier, chapitre dix-sept.

2. cf. *l'importance de ce point souligné par Bertrand de Jouvenel dans* L'art de la conjecture, *éd. du Rocher, 1964.*

3. op. cit., p. 368.

4. Cf. *Christian Walter et Éric Brian : programme de recherche Histoire et épistémologie de la finance, Maison des sciences de l'homme.*

5. Voir Olivier Le Courtois et François Quittard-Pinon, « Risk neutral and actual default probabilities with an endogenous bankrupcy jump diffusion model », Asian Pacific Financial Market*, 2006.*

6. In Pierre Vendryès Vie et probabilité*, Albin Michel, 1946.*

7. cf. *la conception développée par Poincaré dans son introduction à son livre* Calcul des probabilités*, 1912.*

L'insoutenable rareté des catastrophes financières [1]

David Thesmar

Professeur associé, département Finance et Économie, Hautes Études commerciales (HEC)

Directeur scientifique, BNP Paribas Hedge Fund Centre à HEC

L'étude de l'histoire financière nous incite à la fois au fatalisme et à l'espérance. Le ressort des crises financières est toujours le même : un produit financier nouveau suscite un enthousiasme excessif de la part des investisseurs, et le système financier nourrit la bulle via *l'effet de levier. Mais, comme les agents économiques apprennent de leurs erreurs, les produits sur lesquels ce mouvement spéculatif se porte changent d'une crise à l'autre : l'immobilier à la fin des années 1980, les sociétés de nouvelles technologies à la fin des années 1990 et, aujourd'hui, les dérivés de crédit. Le fataliste en déduira que l'innovation financière suit un processus de « croissance spéculative » qui démarre par la mise en œuvre efficace de l'innovation, enchaîne sur le surinvestissement et se termine par une purge du système. L'optimiste en déduira que la crise fait partie de la croissance et du développement économique et qu'il faut faire avec [2]. Le réaliste comprendra que la prochaine crise est inévitable. Le mieux que l'économiste puisse faire, à ce stade, est de s'assurer qu'elle soit également imprévisible, c'est-à-dire qu'elle ne provienne pas à nouveau des dérivés de crédit.*

Comme Augustin Landier et moi-même l'avons écrit dans une tribune récente [3], une caractéristique de la crise actuelle est de sanctionner une stratégie d'investissement particulière : le pari contre les événements rares. Par exemple, un grand nombre d'opérateurs sur les marchés ont exploité le différentiel de taux entre le Japon et le Royaume-Uni : on emprunte en yen à taux très bas, et après conversion en livre sterling, on prête à un taux plus élevé au Royaume-Uni. Cette stratégie n'est une martingale qu'en apparence puisqu'elle implique un pari implicite sur le fait que la parité livre/yen évoluera peu dans le court terme. Le *carry trade* est donc un pari sur le fait que le marché des changes ne connaîtra pas de perturbation majeure dans le court terme. De même, des fonds – dont certains liés aux banques – ont emprunté sur le marché à court terme, pour prêter à long terme. D'habitude, cette stratégie de *yield curve arbitrage* est gagnante car les taux à court terme sont plus faibles que les taux à long terme. Mais très rarement, comme actuellement, la hiérarchie s'inverse brutalement et met les spéculateurs sur la paille.

Ces deux stratégies ne sont pas nées d'hier et illustrent une tentation bien classique des acteurs financiers : celle de vendre de la protection contre des événements adverses très improbables, un peu comme une société d'assurances qui encaisserait des cotisations contre une catastrophe naturelle.

Andrew Lo (2001), professeur au Massachusetts Institute of Technology (MIT), donne l'exemple suivant : il considère un *hedge fund* fictif, CD Partners (CDP), qui recevrait dix millions de dollars de la part de ses investisseurs. La stratégie de CDP consisterait à investir cette somme dans des bons du Trésor américains, très sûrs, très liquides, et peu rentables. Par ailleurs, le fonds utiliserait sa dotation comme garantie pour vendre sur le marché des options de vente sur l'indice S&P500 7 % *hors de la monnaie*, c'est-à-dire qu'elles ne seront exercées par leur détenteur que si la bourse baisse de plus de 7 %. Dans ce cas, CDP sera obligé de débourser l'écart entre la chute de la bourse et 7 %. Si la bourse ne chute pas de plus de 7 %, CDP ne perd pas d'argent et se contente d'encaisser le prix de l'option de vente. De plus, Lo suppose que ces options ont une maturité *courte*, c'est-à-dire qu'elles ne sont plus exerçables après trois mois. Cette protection est donc très limitée, si bien qu'elle se vend à un prix faible : pour encaisser beaucoup de prime, CDP doit donc vendre beaucoup d'options. Si l'on regarde la période 1992-1999, le bilan de CDP paraît extraordinaire, avec une rentabilité très élevée : environ 25 % par an *de plus* que les marchés d'actions. De plus, le risque est minime : sur huit ans, CDP n'essuie que trois mois de pertes et l'exposition au marché est modérée. La raison est que la période étudiée ne contient pas de dévissage boursier important. Si un tel événement devait survenir, CDP pourrait perdre l'intégralité du capital qui lui est confié. L'exemple de CDP montre qu'un fonds qui ne fait que vendre de la protection contre les désastres peut apparaître très rentable… jusqu'à l'arrivée de la catastrophe. Certes, aucun investisseur avisé ne souhaiterait investir dans un fonds tel que CDP qui fait un métier de réassureur sans en avoir la capacité. Le problème est que, en pratique, il est très facile de « répliquer » la position de CDP en achetant des actions et en empruntant de l'argent. Il devient alors assez difficile de savoir quels opérateurs pratiquent ce type d'opération.

Certes, cette stratégie est risquée, mais elle est très rentable. Après tout, c'est le métier des entreprises de réassurance que de vendre ce type de protection. La véritable question est de savoir si le rendement généré par CDP demeure attractif étant donné le type de risque pris par les investisseurs. C'est une vieille question en économie financière reliée à ce que les spécialistes appellent le « *smile* de volatilité ». Les options sont un pari sur la volatilité, un peu comme un contrat d'assurance prémunit contre le risque. Ainsi, le prix d'une option est directement relié au risque tel qu'il est perçu par son détenteur qui paiera cher s'il juge le risque important. Cette propriété est utile puisqu'elle permet, en faisant le chemin inverse, de déduire du prix de marché des options le risque tel que perçu par les acteurs, ou *volatilité implicite*. Or, il se trouve que cette volatilité implicite est forte pour les options protégeant contre les *krashs* ou les envolées du marché, mais plus faible pour les options protégeant contre les petites évolutions du marché. En d'autres termes, les acteurs sont prêts à payer plus cher pour se couvrir contre des risques improbables que pour se prémunir contre des risques plus routiniers. De plus, le *smile* de volatilité tend à être asymétrique : les investisseurs ont tendance à être prêts à payer « très, très cher » pour une protection à la baisse et juste « un peu trop cher » pour une protection à la hausse. Si les protections à la hausse se vendent si bien, cela pourrait expliquer pourquoi la stratégie de CDP est si attrayante.

Cette énigme ne cadre pas très bien avec l'hypothèse selon laquelle les acteurs financiers sous-estiment le risque. L'un des avocats de cette thèse est Nassim Taleb, auteur de *Fooled by Randomness*, qui s'appuie sur les découvertes faites en psychologie expérimentale pour montrer que nos mécanismes cognitifs ne sont pas adaptés à penser en environnement incertain – un premier exemple, lorsque deux événements A et B se produisent séquentiellement, le cerveau humain tend à établir un lien de cause à effet et sous-évalue la probabilité d'une coïncidence ; et un second exemple, le biais d'attribution qui conduit les sujets d'expériences à systématiquement surestimer le rôle des individus et sous-estimer l'aléa. La conclusion que Nassim Taleb tire de cette littérature est que les investisseurs sur les marchés financiers mésestiment les risques et n'achètent pas assez de protection

contre la volatilité. Cela ne semble pas être le cas étant donnée la surestimation du prix des options de vente comme nous allons le voir.

La protection contre les catastrophes semble très surévaluée par les investisseurs. Pour de nombreux économistes, c'est même une énigme. Oleg Bondarenko, de l'université d'Illinois, calcule que, en moyenne, sur la période 1989-2000, l'achat d'option de vente très hors de la monnaie apporte une rentabilité d'environ - 95 % *par mois*, c'est-à-dire que si un investisseur achète pour 100 € de protection contre les catastrophes, il lui reste en moyenne 5 € à la fin du mois. Certes, cette protection peut s'avérer très utile au moment où on en a le plus besoin, c'est-à-dire lorsque le marché plongelle, la rentabilité moyenne « remonte » à … - 23 % par mois. Dit autrement, ces options de vente sont énormément chères et ont généré au cours de la décennie 1990 pas moins de dix-huit milliards de dollars de transferts des acheteurs vers les vendeurs : la vente d'assurance contre les catastrophes boursières apparaît extrêmement lucrative.

Pour expliquer ce phénomène intriguant, les économistes ont d'abord cherché à prendre la mesure du risque extrême. Théoriquement, le « *smile* de volatilité » peut se comprendre si les catastrophes sont suffisamment sévères ou lorsqu'un *krash* s'accompagne d'une hausse de la volatilité. Une autre possibilité est que les investisseurs soient extrêmement averses aux désastres. Dans les deux cas, la catastrophe devient un événement suffisamment désagréable, ce qui justifierait le prix exorbitant que les investisseurs sont prêts à payer pour s'en protéger : les options de vente sont chères parce qu'elles protègent contre la catastrophe thermonucléaire. Mais ce raisonnement est théorique : Yacine Aït-Sahalia, Yubo Wang et Francis Yared (2001) ont cherché à réconcilier le risque tel que perçu par les investisseurs et reflété dans les prix d'options, avec le risque effectivement observé dans les cours de bourse. Leur méthodologie tient compte d'une possible aversion très forte contre les catastrophes financières. Même là, pourtant, les désastres ne sont pas suffisamment fréquents pour justifier l'écart de prix observé. Une explication possible est que les désastres sont trop rares pour que les analyses statistiques puissent fonctionner correctement. S'il y a, en moyenne, deux désastres par siècle, il est très probable que pendant, disons, cinquante ans, rien de tel ne se passe. Les analyses statistiques évalueront alors la probabilité à zéro, bien que celle-ci soit largement plus importante ! Dans ce cas, il se peut que les acteurs évaluent correctement le coût de la cotisation d'assurance, alors même que la catastrophe semble tout à fait improbable pour qui regarde les données. Il s'agit de ce que les économistes appellent le *peso problem*.

Une autre possibilité est l'apparition d'un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande de protection. De nombreux investisseurs institutionnels sont contraints pour des raisons réglementaires à se protéger contre le risque de chute des cours. Par exemple, dans certains pays, les investisseurs individuels eux-mêmes affichent une préférence très forte pour les produits d'épargne garantis, forçant indirectement les assureurs vie à acheter de la protection contre la baisse des cours. N'importe qui ne peut pas satisfaire cette demande ; seuls des opérateurs financiers aux reins solides et à la réputation sans tâche ont la crédibilité nécessaire pour offrir ce type de garantie, d'autant que l'assurance se déclenche en cas de catastrophe généralisée, c'est-à-dire lorsque l'assureur lui-même est en difficulté. Sur un marché où le risque de contrepartie est important (l'assureur peut faire faillite), seul un petit nombre d'acteurs peuvent offrir, alors que la demande est grande.

Dernière explication possible : les investisseurs ne sont tout simplement pas rationnels, ils surestiment la probabilité d'un désastre. Preuve indirecte de ce comportement, la « krashophobie » des investisseurs n'est pas fixe dans le temps. Elle a tendance à se renforcer après les *krashs* et à s'émousser après les longues périodes de hausse des marchés financiers. Jackwerth et Rubinstein (1996) ont calculé, année après année, le risque d'une brutale chute des cours tel qu'implicitement donné par les prix de marché des « primes d'assurance », c'est-à-dire des options de

vente dont le prix d'exercice est inférieur à la valeur de l'indice de quatre écarts-types (en l'occurrence, qui ne protège que si la baisse des cours est supérieure à 46 % en un an). Avant le *krash* de 1987, les investisseurs estimaient ce risque à environ 0,1 % par an. Après le *krash*, le prix des options de vente s'est envolé et est resté durablement aux alentours de 1 % par an. Le *krash* de 1987 a fermement modifié la perception du risque de la part des investisseurs ; après celui-ci, les prix d'options reflètent des croyances plus pessimistes : une plus forte probabilité de choc négatif (que les statisticiens dénomment *skewness*) et une croyance que ce choc sera plus désastreux (que les statisticiens dénomment *kurtosis*). Ce résultat a été généralisé dans un article récent de Amin, Coval et Seyhun (2003). Même lorsqu'on exclut le *krash* de 1987, on peut voir un schéma clair apparaître dans les données. Après les fortes chutes de la bourse, les options de vente valent plus cher… alors même que le choc est déjà passé. Symétriquement, après les longues périodes de hausse du marché action, les options d'achat, qui représentent un pari sur une hausse plus prononcée encore, se renchérissent. Tout se passe donc comme si les investisseurs étaient incapables d'évaluer le risque futur et ne se fondaient que sur le passé immédiat pour former leurs anticipations.

La période précédant la crise actuelle offre une illustration éclairante de ce principe : certains investisseurs, ainsi que des banques, ont sous-évalué la valeur de la protection à la baisse. Dans un article prémonitoire préparé au printemps 2007, Joshua Coval, Jakub Jurek et Erik Stafford estiment que les tranches les plus risquées des dérivés de crédit étaient très largement surévaluées. L'intuition de leur diagnostic est la suivante : lorsqu'un certain nombre de crédits différents, mais de même type (disons, du crédit immobilier de Floride, ou du crédit à la consommation de Californie) sont rassemblés au sein d'un *special purpose vehicle* (SPV), puis découpés en tranches de risques différents, les tranches les plus risquées contiennent pour l'essentiel du risque spécifique à ce type de crédit. Dès lors, si cette tranche est notée AAA par une agence de notation, elle contient un niveau de risque assez faible et complètement diversifiable par celui qui achète le dérivé de crédit. Il s'agit donc d'un investissement sûr et à faible rendement. Or, la plupart des SPV contenaient en fait un grand nombre de créances de natures différentes (logement, consommation, automobile, etc.), si bien que la diversification était déjà réalisée *à l'intérieur* du SPV. Dans ce contexte, les tranches les plus risquées du SPV ne contenaient plus de risque diversifiable, mais seulement du risque non diversifiable. Dit autrement, les dérivés de crédit avaient le même risque que le reste du marché financier : tant que les conditions économiques restaient acceptables, ces tranches payaient leurs intérêts ; mais si une crise devait survenir, précisément au moment où les investisseurs souhaiteraient le plus être rémunérés, les tranches de *collateralized debt obligations* (CDO) risquées feraient défaut. *A priori*, cet événement pouvait être considéré comme peu probable, ce qui justifiait la notation de ces titres en AAA. Toutefois, le fait que leur mauvaise performance ne survienne qu'en cas de crise en faisait de bien piètres outils de diversification et aurait dû pousser les investisseurs à exiger une décote. Joshua D. Coval et ses coauteurs suggèrent donc que la période précédant la crise était une période où les vendeurs de dérivés de crédit ont exploité la naïveté des investisseurs qui confondaient « faible probabilité de défaut » et « faible probabilité de défaut, mais défaut justement dans les pires moments ». En d'autres termes, de nombreux investisseurs ont été aveuglés par la sophistication du marché du crédit et en ont oublié la leçon numéro un de tout cours d'introduction à la finance : ce qui importe n'est pas le risque, mais *quand* ce risque se matérialise.

Cette discussion suggère plusieurs pistes de régulation et d'amélioration du contrôle des risques. Premièrement, comme la stratégie consistant à vendre des protections à la baisse est d'ordinaire si rentable, de nombreux investisseurs finissent par jouer le rôle de sociétés de réassurance. La régulation qui leur est appliquée doit donc s'inspirer de la régulation de ce secteur, en particulier en ce qui concerne les ratios de fonds propres. Les banques qui s'adonnent à ce type de jeu – *via* les SPV – mais aussi les fonds et leurs courtiers sont concernés. Deuxièmement, les modèles

utilisés par les agences de notation ne permettent d'estimer que la quantité de *risque*, mais pas si ce risque est de nature toxique (c'est-à-dire qu'il se matérialise au pire moment). Les modèles d'évaluation des dérivés de crédit doivent prendre ce type d'information en compte et cesser de se focaliser sur le risque de défaut inconditionnel.

Notes

1. L'auteur est redevable à Christophe Pérignon pour ses conseils et sa relecture attentive.

2. Ce point est développé dans l'article de Ricardo Caballero, Emmanuel Farhi et Mohammad Hammour : « Speculative Growth : Hints from the US Economy », American Economic Review*, 2006. L'idée de cet article est que, livrée à elle-même, l'économie a tendance à ne pas investir suffisamment. Une bulle a, dans ce cas, l'effet bénéfique d'augmenter l'épargne des agents et donc de stimuler l'investissement. La croissance peut ainsi être stimulée par la spéculation.*

3. « La Finance des événements rares », Les Échos *du 14 avril 2008.*

Bibliographie

AÏT-SAHALIA, Yacine ; WANG, Yubo ; YARED, Francis, « Do option markets correctly price the probabilities of movement of an underlying asset ? », *Journal of Econometrics*, 2001.

AMIN, Kaushik ; COVAL, Josh ; SEYHUN, Nejat, « Index Option Prices and Stock Market Momentum », *The Journal of Business*, 2003.

COVAL, Joshua ; JUREK, Jacub ; STAFFORD, Erik, « Economic Catastrophe Bonds », mimeo Harvard Business School, 2007.

JACKWERTH, Jens ; RUBINSTEIN, Mark, « Recovering Probability Distributions From Option Prices », *The Journal of Finance*, 1996.

LO, Andrew, « Risk Management for Hedge Funds : Introduction and Overview », mimeo MIT, 2001.

5.

Et les pays émergents ?

- Philippe Dessertine
Crise économique dans les pays émergents, un tournant dans les relations Nord/Sud ?

- Benoît Coeuré
Vivre avec les fonds souverains

- Louis Habib-Deloncle
Les acteurs des pays émergents face à la crise

Crise économique dans les pays émergents, un tournant dans les relations Nord/Sud ?

Philippe Dessertine

Professeur, université Paris X Nanterre

Directeur, Céros [1]

Depuis le mois d'août 2007, la crise financière dite des « subprimes » s'est transformée en une crise économique majeure affectant d'abord l'économie américaine, puis peu à peu celle des autres pays développés (US Congress, JEC, 2007). L'hypothèse d'un découplement de ce phénomène avec les économies des pays émergents – hypothèse suggérée au début du processus – semble non seulement improbable mais déjà contredite par les données statistiques (FMI [2]*, 2008) : les conséquences de la crise se sont déjà fait sentir dans les économies émergentes, et encore ne s'agit-il que des premiers effets d'une vague dont on mesure mal pour l'instant l'intensité autant que la durée. Néanmoins, au-delà de ce premier constat, la situation mérite un examen approfondi.*

La notion même d'économie émergente est complexe. La définition à partir d'un critère commun, une forte croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) doublée d'un développement encore partiel, est beaucoup trop vague. Il est souvent d'usage de mieux représenter cette réalité par les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine). Pourtant, sous l'apparence d'unité que laisse paraître l'acronyme, symbole de la puissance nouvelle de cette économie qui fascine et inquiète à la fois, il se caractérise surtout par de grandes dissemblances typiques de la disparité des situations. Les pays de rente énergétique, comme la Russie, ont des problématiques bien différentes des économies centrées sur des productions industrielles de masse (Chine) ou axées sur des technologies plus complexes (Inde). Au total, cependant, se dessine la redéfinition d'un rapport de ces économies avec celles des pays du Nord.

IIF INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE

Emerging Market Economies

(millions of dollars, unless otherwise indicated)	2002	2003	2004	2005	2006	2007e	2008f
Domestic economy and external trade							
Real GDP % change	4,2	5,6	7,2	6,6	7,3	7,3	6,6
Domestic demand % change	3,6	5,5	7,9	6,6	7,4	8,5	8,1
Change in net foreign balance % GDP	0,8	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-1,0	-1,5
GDP deflator % change	7,7	6,9	7,9	6,5	6,0	6,4	7,3
Consumer prices % change end-period	7,6	5,3	5,2	4,7	4,8	6,3	5,2
Real deposit rate	2,7	0,8	0,0	0,7	1,3	...	...
Real effective exchange rate (2000=100)	101,7	99,6	100,4	105,7	110,3	115,1	121,0
Terms of trade % change	0,2	0,9	1,1	1,9	1,7	0,7	-0,2
Goods exports volume % change	9,0	11,3	15,6	10,8	11,8	10,4	9,0
Goods exports unit value % change	0,7	9,4	11,9	9,8	8,7	8,0	6,0
Goods imports volume % change	7,3	12,1	17,6	10,3	12,0	12,4	12,4
Goods imports unit value % change	0,5	8,4	10,6	7,8	6,9	7,2	6,2

La représentation des effets de la dépression peut être récapitulée autour de trois phénomènes : le désordre dans le prix des matières premières, la baisse de la demande en provenance des pays développés, les conséquences de la chute du dollar.

Le désordre dans le prix des matières premières

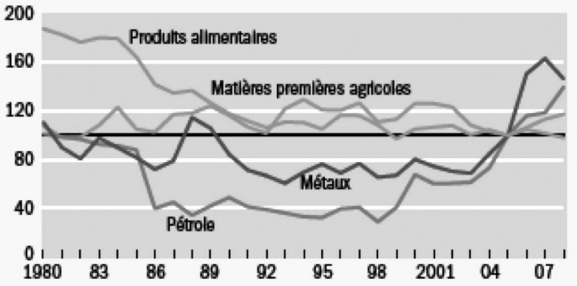
Le problème des matières premières à l'échelle mondiale s'est tendu au tournant des années 2007-2008. Un changement structurel est envisagé de longue date. L'augmentation progressive du niveau de ressources d'importantes populations nouvelles et le changement dans leurs habitudes de consommation qui peuvent l'accompagner conduisent à des tensions à long terme sur des marchés figés (pour de nombreuses matières premières énergétiques ou de production) ou à évolution lente et aléatoire (pour les matières premières alimentaires). Cette mutation n'était pas sans poser d'importantes questions, non encore résolues ; elle s'est doublée d'une brusque fièvre dans le contexte de crise économique et financière.

Sous l'effet conjugué de l'effondrement du dollar, de la perte de rentabilité des marchés financiers, des incertitudes croissantes sur les prévisions d'activité, de nombreux capitaux se sont portés sur les marchés des matières premières, créant instabilité d'abord et risque de bulles spéculatives ensuite (Helbling, Mercer-Blackman, Cheng, 2008).

Des prix records

Les prix de nombreux produits de base ont atteint de nouveaux records ces derniers mois.

(prix réel des produits de base; prix constants de 2005, 2005 = 100)



Sources : FMI, bases de données du Système de prix des produits de base et des statistiques financières internationales.

Or, s'il est une illustration de l'hétérogénéité de cette catégorie générique d'économie émergente, elle est donnée par la diversité des conséquences liées à ces fluctuations brutales sur les matières premières.

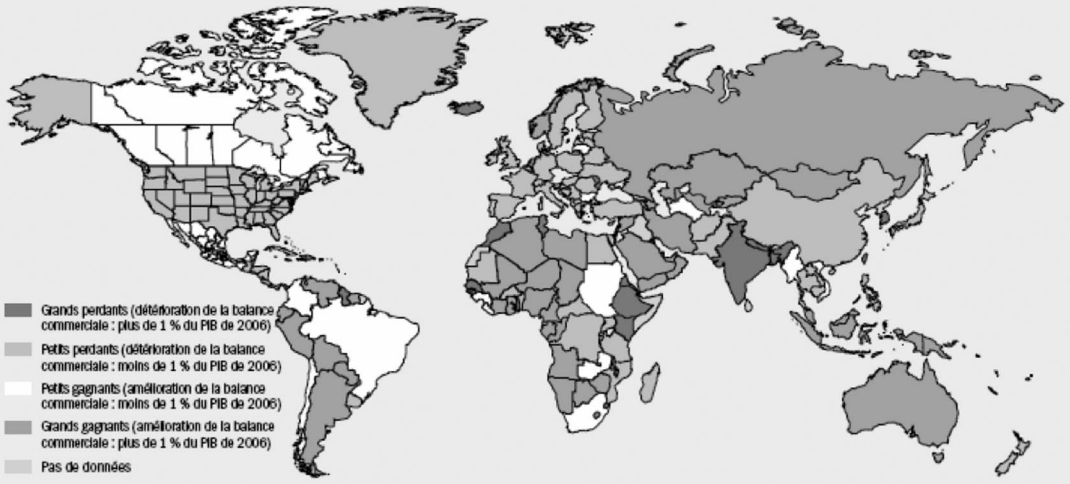
Les pays producteurs voient leurs revenus augmenter de manière considérable depuis plusieurs mois. Tous les produits d'extraction sont concernés avec au premier rang d'entre eux les matières énergétiques : pétrole, gaz, uranium. Ce gain brutal modifie de manière profonde les équilibres internes et externes de pays comme la Russie, le Brésil, les pays du Golfe, mais aussi les pays producteurs d'Afrique ou d'Amérique du Sud. Si les bénéfices sont évidents à court terme, des problématiques complexes peuvent en résulter. En particulier, on peut citer la complexité

à bâtir des politiques publiques à long terme sur des situations difficiles à modéliser : la récession généralisée pourrait entraîner des fluctuations erratiques dans les cours, à la hausse en cas de tensions géopolitiques ou à la baisse en raison d'une diminution de l'activité mondiale. Paradoxe relatif : de nombreux pays bénéficiaires ne semblent pas préparés à cet afflux de richesse. Les programmes d'équipements massifs nécessitent une anticipation de la part des administrations en ayant la charge ; ce qui ne paraît pas être le cas au vu des types de dépenses engagées depuis le début de l'augmentation des prix. Dans de nombreux pays – Brésil, Russie, pays du Golfe –, les gains énergétiques se sont transformés en programmes immobiliers, certes spectaculaires, mais dont la priorité n'apparaît pas toujours. D'un point de vue général, une difficulté majeure provient de la complexité à gérer les entreprises étrangères associées directement ou non à la fluctuation des prix. La réaction de certains États (comme la nationalisation des productions pétrolières du Venezuela par exemple) pourrait s'expliquer par la modification des termes de l'échange entre les sociétés d'exploitation étrangères et les pouvoirs publics locaux. En outre, l'impératif premier de toute économie de rente est de transformer au plus vite les gains provenant de l'extraction de son sol en investissements productifs à long terme. La période n'y est pas forcément favorable en raison de l'atonie des partenaires potentiels des pays développés qui pourraient être associés à de pareilles opérations.

Gagnants et perdants

Par suite du renchérissement du pétrole, des métaux et des produits alimentaires, certains pays émergents et en développement ont tiré des revenus considérables de leurs exportations de matières premières, mais certains pays importateurs ont connu des pertes substantielles.

(Impact initial de toutes les variations des prix des matières premières sur les balances commerciales en 2007)



Source : T. Helbling, V. Mercer-Blackman, K. Cheng

Pourtant, la situation est urgente. La fluctuation des cours a aussi de nombreuses conséquences négatives. L'ensemble des coûts de production augmente, suscitant de nombreuses inconnues. Il est évident que les prix payés par les clients ne pourront intégrer l'ensemble de ces fluctuations sans un effet sur la demande. Selon les produits, le décrochage peut s'avérer progressif ou brutal. Pour l'éviter, il peut être tentant de compenser l'augmentation des coûts d'achat par une diminution de la rémunération de la main d'œuvre. Mais, là encore, la marge de manœuvre est délicate : le personnel des pays émergents est aussi un marché potentiel important à court/moyen terme. On risquerait une chute massive de la demande dans les zones en forte croissance, avec toutes les tensions sociales susceptibles d'en résulter. Celles-ci se sont déjà fait jour d'ailleurs car, sans attendre la baisse possible des salaires, le pouvoir d'achat dans de nombreux pays a diminué du fait de l'inflation importée par l'augmentation du coût des matières premières

agricoles. De possibles pénuries apparaissent, se traduisant en émeutes de la faim avec les risques d'engrenages qui sont le propre des manifestations du désespoir de grande ampleur. Soudain, non seulement la mondialisation économique ne paraît plus porteuse de développement, mais elle apparaît comme incontrôlable – y compris par ses acteurs les plus puissants – et incapable de garantir le minimum, en l'occurrence la satisfaction des besoins vitaux des populations.

La baisse de la demande en provenance des pays développés

Pour sortir de ce cercle vicieux, les pays émergents n'ont pas de marge de manœuvre s'ils ne peuvent s'appuyer sur la croissance. Or, celle-ci est menacée par la deuxième répercussion ressentie de la crise : la forte baisse des exportations en direction des pays développés. Hormis les matières premières, les économies émergentes exportent en majorité leurs produits manufacturés et leurs services en direction des pays riches. Le très fort ralentissement de la croissance commence à se traduire par des baisses de chiffre d'affaires dans de nombreux secteurs, et ce, dans tous les pays. Le phénomène commence par les pays les plus dépendants des États-Unis, comme l'Inde par exemple [3], et positionnés sur les secteurs touchés en premier lieu : le luxe, les loisirs, où les diminutions confinent parfois à la chute (- 40 à - 50 % de ventes en quelques mois). Les biens de faible valeur ajoutée sont touchés eux aussi, mais dans un second temps et de manière plus progressive. Ainsi s'explique le maintien, l'inertie pourrait-on dire, de la croissance chinoise. Pour le moment, les efforts commerciaux des entreprises affectées se concentrent sur un redéploiement de leur clientèle en direction de marchés moins sinistrés que les États-Unis, l'Europe, les autres pays émergents, l'Asie en particulier. Mais il est évident qu'il n'est pas possible de faire une croix sur la locomotive de la consommation mondiale ; en outre, si le ralentissement se propage et s'amplifie, la substitution de marché ne tiendra pas. D'autant que tous les pays émergents ont une autre raison de voir à court terme leur propre croissance amputée : la chute de leurs activités de sous-traitance. Encore une fois, il s'agit de la diffusion lente de la crise, mais presque fatale. Dans un premier temps, les entreprises occidentales, confrontées à la baisse forte de leurs profits, ont tendance à maintenir les solutions *off shore* leur permettant de limiter leurs coûts de revient. En cas d'accroissement des difficultés, cependant, les restructurations ne vont pas manquer de se produire. Elles se traduiront pour de multiples raisons, pas seulement économiques, par des fermetures massives d'unités dans les pays émergents. À titre d'exemple, les embauches, en progression radicale depuis de nombreux mois dans le secteur des technologies de l'information, ont cessé brutalement. La courbe est à un point d'inflexion et tous les observateurs – publics ou privés – craignent les réductions d'effectifs. C'est déjà le cas pour tous les programmes de sous-traitance de l'industrie financière, délocalisés dans les pays émergents ; l'investissement en provenance des pays développés a, de fait, toutes les raisons de se ralentir, voire de décliner.

La chute du dollar

Quelles qu'en soient les origines, la forte chute de la monnaie américaine par rapport aux principales devises mondiales, et en particulier vis-à-vis de l'euro, a de très graves retombées sur le commerce mondial.

euro dollar/Banque centrale européenne (BCE)

Un dollar en faiblesse chronique et, de surcroît, en fluctuations incessantes forme les conditions d'un dérèglement des échanges. On l'a déjà évoqué, la perte de référence provoquée par la monnaie internationale est en grande partie à l'origine de l'embrasement des matières premières. L'exportateur est doublement affecté : la baisse de la monnaie diminue le profit réel retiré de la vente, le placement en monnaie américaine est de faible rentabilité, surtout en reprise généralisée de l'inflation. Conséquence ? Il tente par tous les moyens de limiter la perte : il augmente les prix, alimentant l'inflation et la spéculation ; il exige des paiements ultrarapides, asséchant encore la liquidité mondiale ; il se dégage au plus vite de ses placements en dollars ; il convertit ses avoirs en monnaie forte, accentuant encore le déséquilibre entre les devises. Comme, dans le même temps, la politique de taux bas de la Federal Reserve (Fed) accroît la tension, amplifiée par celle anti-inflationniste de la Banque centrale européenne (BCE), la dégradation des parités s'accélère, le marché monétaire international est pris dans une spirale que tous les acteurs – sans exception – contribuent à augmenter. Cette défiance généralisée entraîne le système économique né de la mondialisation vers le pire des périls : le ralentissement significatif des échanges mondiaux qui pourrait alors généraliser la récession dans les mois qui viennent. Pour éviter cela, tous les acteurs économiques liés aux pays émergents cherchent encore toutes les solutions ; la meilleure est la couverture naturelle de la dévaluation du billet vert, en utilisant sa seule contrepartie : l'euro. Les demandes de paiement en euros augmentent sans pour autant être satisfaites : le débiteur non européen paie au prix fort le changement de référence quand il doit convertir sa propre monnaie, dollar ou autre, en euros. Seuls les Européens détiennent la clef d'une solution d'envergure. Ils sont en effet les seuls à disposer de la capacité d'injecter de manière significative les euros en circulation, sans pour autant subir de pertes. Comment ? En transformant massivement le paiement en dollars de leurs exportations. La décision est compliquée puisqu'elle suppose : une concertation générale par exemple concernant le total de la facture pétrolière de l'Europe ; une concertation avec les États-Unis qui verraient alors leur propre monnaie perdre une part importante de son rôle international au profit des nations d'Europe, sans pour autant que ces dernières en retirent bénéfice puisqu'il leur faudrait alors renoncer à l'avantage que leur procure l'affermissement de leur monnaie dans le règlement, notamment, de leur facture énergétique. Néanmoins, s'il est une conclusion importante à tirer de la situation née de la crise des « *subprimes* », c'est bien qu'il s'agit pour l'Europe d'un virage fondamental : contrainte et forcée, l'Union doit encore augmenter sa part dans les échanges mondiaux. Cependant, la brutalité de la mutation mériterait la mise sur pied d'un *round* majeur permettant d'établir les compensations attendues par les uns et les autres avec – pour la première fois dans une telle situation – l'Union européenne dans une position de force, certes, mais aussi avec une vraie responsabilité vis-à-vis de pays émergents qui ne l'avaient jamais perçue jusque-là comme la puissance dominante.

En attendant, l'ensemble émergent est exposé au risque dollar, les plus pauvres comme les plus riches. Pour ces derniers, leurs placements traditionnels sont pris au piège de la décote du dollar et des taux bas. La Chine, mais aussi la Russie, tous les pays pétroliers, ne peuvent que constater la faillite d'un système qui leur est imposé depuis presque vingt ans : s'obliger à épargner une partie des gains de son développement pour financer la dette des pays riches, qui alimentent ainsi la consommation en biens produits dans les pays émergents et la croissance qui en découle. La destruction de valeur de l'épargne en dollar est devenue une sorte de rabais *a posteriori*, consenti sur une production vendue depuis longtemps. Les conséquences ne sont pas encore totalement représentées. Là encore, il convient d'insister : la crise de 2007-2008 sera nécessairement un tournant historique. La défiance définitive des pays émergents vis-à-vis du modèle ancien de la mondialisation oblige d'ores et déjà à un changement profond (Krosner, 2008). La vraie question en suspens est de savoir quel choix vont faire les autorités politiques concernées. Vont-elles aller au bout du mécanisme et convertir leurs créances en refinancement des entreprises occidentales ? Les prises de participation de fonds souverains dans plusieurs grandes banques pourraient le suggérer.

Mais ce type d'opération suscite une cascade d'inconnues :
- Quelles seront les réactions des démocraties occidentales, de leurs opinions publiques, à de réelles prises de contrôle avec le cortège de décisions qui peuvent les accompagner (voir les conclusions de Bernanke, 2008) ?
- *A contrario*, les populations de ces pays émergents peuvent-elles accepter pareil arbitrage, sacrifiant leur propre développement immédiat pour sauver les économies des pays riches ?
- Certaines mesures, comme les plans publics de blocage de la nourriture, ne seraient-elles pas plus urgentes que la sauvegarde de l'économie globale ?
- Et si toutes les solutions évoquées n'aboutissaient pas, si la récession se prolongeait dans la durée, quelles seraient les conséquences pour l'équilibre géopolitique de la planète ?

Terminer cette réflexion par plusieurs points d'interrogation pourrait être le meilleur résumé de la situation actuelle des pays émergents. De nombreuses interrogations subsistent quant à la durée, à l'intensité de la crise. Son occurrence est désormais manifeste, ses conséquences sont encore à définir.

Notes

1. Centre d'études et de recherches sur les organisations et la stratégie ; p.dessert@u-paris10.fr

2. Fonds monétaire international

3. Voir l'ensemble des rapports publiés sur les économies émergentes par the Institue of International Finance, en particulier sur la Chine, April 22nd, 2008 ; et l'Inde, April 21st, 2008.

Bibliographie

BERNANKE, B. S., « Addressing Weaknessess in the Global Financial Markets : The Report of the President's Working Group on Financial Markets », April 10th, 2008. http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080410a.htm

FMI, « Perspectives de l'économie mondiale », rapport du Fonds monétaire international, chapitre 1, avril, 2008.

HELBLING, T. ; MERCER-BLACKMAN, V. ; CHENG, K., « Vague porteuse », « Dossier boom des matières premières : pour combien de temps encore ? », *Finance & développement*, vol. 45, n° 1, mars, 2008.

KROSNER, R.S., « Global Economic and Financial Challenges : Implications for Latin America », April 4th, 2008, http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/krosner20080404a.htm

US CONGRESS, JEC, « The Subprime lending crisis - The economic impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got There », Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, US-GPO, October, 2007.

VIVRE AVEC LES FONDS SOUVERAINS

Benoît Coeuré [1]

Professeur, École polytechnique

La France a une sorte de fonds souverain depuis 1816 : la Caisse des dépôts et consignations. Elle en a créé un autre en 1998 : le Fonds de réserve des retraites (FRR). L'investissement à l'étranger de certaines de nos grandes entreprises publiques a été durement critiqué. Comment en faire grief aujourd'hui aux Arabes et aux Chinois ? Avant d'aborder les débats que soulèvent les fonds souverains, qui sont importants et légitimes, il faut rappeler quelques faits et dissiper quelques malentendus.

Puissants, manipulateurs, opaques… tout a été dit de ces fonds d'investissement publics qui gèrent aujourd'hui deux à trois mille milliards de dollars. Placent-ils en bons pères de famille une épargne patiemment accumulée ? ou s'apprêtent-ils à faire main basse sur ressources naturelles, banques et technologies ? Le terme même de « fonds souverain », un mauvais anglicisme (seuls les États sont souverains !), pose le débat et désigne dans ces fonds d'investissement les armes d'un affrontement géostratégique.

Rarement néologisme aura connu succès aussi fulgurant. En 2006 apparaît le terme de *Sovereign Wealth Fund*. Courant 2007, les économistes multiplient analyses, tribunes libres et propositions [2]. Le gouvernement allemand annonce une réforme de sa réglementation des investissements étrangers. En octobre 2007, les ministres des Finances du G7 convoquent à dîner à Washington les dirigeants des principaux fonds et chargent le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale et l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE) de proposer des « bonnes pratiques » en matière de gouvernance, de contrôle des risques et de transparence. Fin 2007, coup de théâtre : les fonds souverains volent au secours de banques américaines laminées par la crise du crédit.

Des enfants du vingt-et-unième siècle

Les fonds souverains sont des institutions financières publiques alimentées par l'épargne nationale, celle-ci pouvant provenir de ressources liées aux matières premières (Moyen-Orient, Norvège, Russie, Canada et certains pays d'Amérique latine), d'excédents budgétaires (Singapour) ou des réserves de change de la banque centrale, comme dans la plupart des pays d'Asie (tableau n° 1).

C'est l'envolée du prix des matières premières et l'explosion des excédents courants en Asie qui en a fait dans les années 1990 des acteurs majeurs des marchés de capitaux, comme les grands gestionnaires d'actifs et les fonds de pension. Malgré leur longue histoire (l'autorité d'investissement du Koweït a été fondée en 1953 !), les fonds souverains sont de vrais enfants du vingt-et-unième siècle, c'est-à-dire d'un monde où les matières premières sont rares, les paiements courants déséquilibrés [3], où les pays en développement accumulent des réserves de change pour se protéger de la volatilité financière, et où le développement insuffisant des marchés financiers régionaux force l'épargne émergente à « transiter » par le marché financier américain.

Partager la rente pétrolière, organiser le retour des taux de change asiatiques vers leurs valeurs d'équilibre, prévenir les crises financières et conforter la légitimité du FMI, développer les marchés de capitaux régionaux : autant de défis pour le système financier du vingt-et-unième siècle qui dépassent le cadre de cet article mais sans lesquels il n'y aura pas de réponse durable aux questions posées par les fonds souverains.

Revenons à notre sujet. Il y a une continuité entre les différentes formes d'investissement public : fonds souverains, fonds de réserve pour les retraites financés par des ressources budgétaires (comme le FRR français) ou par des cotisations à des caisses de retraite (comme la Caisse des dépôts du Québec), grandes entreprises publiques (comme le Russe Gazprom, les bourses du Moyen-Orient ou les grandes banques chinoises) et banques centrales. Les gouvernements, en effet, peuvent à tout instant réallouer des ressources entre ces différents types de fonds. Cet effet de « vases communicants » offre un potentiel de développement considérable aux fonds souverains. Les réserves de change de la Banque du Japon ont atteint 950 milliards de dollars à la fin 2007 : on imagine la force de frappe d'un fonds souverain japonais. Mieux vaudrait abandonner la notion trop étroite de fonds souverains pour celle, plus pertinente, de fonds publics.

Selon les services du FMI (2008), les États gèrent 5 600 milliards de dollars de réserves de change et entre 1 900 et 2 900 milliards de dollars sous forme de fonds souverains. Ces montants pourraient augmenter de 800 à 900 milliards de dollars par an au cours des prochaines années, ce qui amènerait leur encours total à environ 12 000 milliards de dollars en 2012. Deux, trois mille milliards de dollars, est-ce beaucoup ? Oui, par rapport au produit intérieur brut (PIB) ou à la capitalisation boursière des pays concernés, dont la plupart sont des pays émergents. Mais pas à l'échelle des marchés de capitaux mondiaux : les actifs gérés par les *hedge funds* atteignent 1 000 à 1 500 milliards de dollars selon le Forum de stabilité financière (FSF), la capitalisation du NYSE est de 15 000 milliards de dollars et celle du Nasdaq, du London Stock Exchange ou d'Euronext d'environ 4 000 milliards, les actifs gérés par les investisseurs institutionnels des pays développés dépassent 50 000 milliards de dollars et ceux des banques dépassent 60 000 milliards, selon la Deutsche Bank.

Aucun fonds souverain ne peut donc exercer un pouvoir durable sur les marchés de capitaux mondiaux, et même si tous les fonds – tels les moutons de Panurge – adoptaient des règles de gestion identiques (ce qui n'est pas du tout le cas aujourd'hui), leur poids demeurerait limité.

Que sait-on des actifs détenus par les fonds souverains ? En vérité, pas grand-chose. Peu d'entre eux divulguent leur allocation stratégique. Toutes les politiques d'investissement sont présentes, de la plus transparente (Norvège) à la plus opaque (pays du Golfe), de la plus conventionnelle (Norvège, mais également la plupart des fonds pétroliers) à la plus stratégique (Malaisie, Émirats). Tout au plus peut-on identifier la tendance à un renforcement du poids des actions. Ainsi, le fonds norvégien a annoncé son objectif d'atteindre 60 % en actions en 2010 à partir de 40 % en 2006. La part des actifs plus « exotiques » (matières premières, *hedge funds*, change) est difficile à évaluer mais les fonds de réserve qui publient leur allocation, comme le FRR français, ne semblent s'engager dans cette direction que dans des proportions limitées et à des fins de diversification. Face à ces choix, la grande question est de savoir où se situeront

les nouveaux acteurs comme le nouveau fonds chinois, *China Investment Corporation* (CIC), doté de 200 milliards de dollars et qui a annoncé en avril 2008 qu'il en investirait 90 milliards sur les marchés internationaux – actions étrangères, produits de taux mais aussi instruments alternatifs comme le *private equity*, les parts de *hedge funds* et peut-être les matières premières [4].

Tableau 1 - Les vingt plus gros fonds souverains ou assimilés

Pays	Nom du fonds	Taille estimée en Mds $
Émirats Arabes Unis	Abou Dhabi Investment Authority (ADIA)	250 à 875
Norvège	Fonds de pension du gouvernement	310
Arabie Saoudite	(Portefeuille d'investissement de l'autorité monétaire)	225 à 300
Singapour	Government Investment Corporation (GIC)	100 à 330
Koweït	Kuweit Investment Authority (KIA)	213
Chine	China Investment Corporation (CIC)	200
Russie	Fonds de stabilisation	122
Singapour	Temasek	108
Hong Kong	(Portefeuille d'investissement de l'autorité monétaire)	100
Lybie	Fonds de réserve	50
Qatar	Fonds de stabilisation	30 à 50
Australie	Australian Future Fund	43
Algérie	Fonds de réserve	25 à 43
États-Unis	Fonds permanent de réserve d'Alaska	39
Brunei	Brunei Investment Authority (BIA)	30
Irlande	Fonds de réserve national pour les retraites	28
Corée	Korea Investment Corporation	20
Malaisie	Khazanah Nasional BHD	19
Venezuela	Fonden	17,5
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	17
Taiwan	Fonds national de stabilisation	15
Kazakhstan	Fonds national	18
Iran	Fonds de réserve de change	8 à 12
Nigéria	Excess Crude Account	11
Nouvelle Zélande	Superannuation Fund	10
Chili	Fonds de stabilisation économique et sociale	9,7
Émirats Arabes Unis	Isthitmar	8
Émirats Arabes Unis	DIC	6
Chili	Fonds de stabilisation du cuivre	3,9 à 6
Inde	India Infrastructure Finance	5
Botswana	Pula Fund	4,7
Oman	Fonds de réserve général de l'État	2
Azerbaïdjan	Fonds pétrolier d'État	1,6
Est-Timor	Fonds pétrolier	1,4
Venezuela	FIEM	0,8
Trinidad & Tobago	Fonds de stabilisation du revenu	0,5
Kiribati	Fonds d'égalisation du revenu	0,4
	Total	**2 à 3000**

Source : FMI, 2008.

Une meilleure allocation de l'épargne mondiale

Fermons les yeux et imaginons un monde sans fonds souverains. L'épargne de l'Asie et du Golfe est entièrement investie dans des bons du Trésor occidentaux, finançant des dépenses en grande partie improductives. Les taux d'intérêt à long terme sont de plus en plus bas et la dette publique s'accumule aux États-Unis et en Europe, avec à terme le risque d'un ajustement de grande ampleur.

Les fonds souverains jouent un rôle essentiel en répartissant l'excès d'épargne mondial sur une gamme large d'actifs financiers, en soutenant la croissance de long terme des économies et, indirectement, en encourageant les Occidentaux à assainir leurs finances publiques. Et dans les pays pétroliers, ces fonds jouent un rôle de « lissage » en absorbant les baisses temporaires du prix du pétrole et en transférant une partie de la rente aux générations qui naîtront après l'épuisement des ressources.

En complément, il faut sans doute encourager les fonds souverains à investir dans leurs propres régions, dans les infrastructures ou sur les marchés financiers, en s'inspirant par exemple de l'*Asian Bond Fund*, créé en 2003 par les banques centrales d'Asie et du Pacifique. Développer les marchés de capitaux régionaux permettrait de rééquilibrer le système financier international en atténuant la prime de liquidité – dont bénéficient aujourd'hui les placements en dollar – qui encourage le déficit courant américain [5]. De même, les fonds souverains peuvent contribuer à développer les flux financiers « Sud-Sud » et à pallier l'étiolement progressif de l'aide au développement en provenance des pays de l'OCDE, qui est passée de 0,33 à 0,28 % du revenu national brut entre 2005 et 2007. Le président de la Banque mondiale, Robert Zoellick, a ainsi invité les fonds souverains à investir en Afrique 1 % de leurs actifs, soit 20 à 30 milliards de dollars [6].

On évoque parfois le risque que créeraient les fonds souverains pour la stabilité financière. Mais en quoi leurs investissements comportent-ils des risques spécifiques, sauf à supposer qu'ils mettent en place des stratégies particulièrement risquées, ce qui n'est aujourd'hui pas le cas ?

C'est plutôt l'ignorance sur leur véritable stratégie qui pousse les acteurs de marché à surréagir à telle ou telle décision, réelle ou présumée, d'un fonds asiatique ou moyen-oriental. D'où l'utilité d'une transparence accrue des fonds souverains qui aiderait les acteurs de marché à mieux anticiper les mouvements de marché suscités par leurs décisions. Transparence sur les décisions stratégiques, non tactiques, qui supprimerait toute possibilité de gestion active de ces fonds. Dans ce domaine, leur simple taille invite à la prudence car des réallocations brutales auraient un impact sur les cours qui détruirait de la valeur pour les contribuables des pays concernés. Le risque principal, finalement, n'est pas pour les marchés financiers des pays développés mais plutôt pour les marchés financiers émergents, ou pour certains marchés plus étroits et sensibles au risque de bulle spéculative comme l'immobilier des grandes villes ou encore le marché de l'art (on se souvient des assureurs japonais).

Il faut naturellement des garde-fous. Les pays endettés en devises doivent conserver des réserves de change placées en instruments liquides et suffisantes pour faire face aux décaissements. L'investissement dans des instruments spéculatifs comme les matières premières, les dérivés de crédit ou les parts de *hedge funds* doit être strictement encadré. Mais n'est-ce pas dans l'intérêt même des contribuables des pays détenteurs ?

Un débat mal posé

En 2007, le débat s'est cristallisé sur les participations « stratégiques » des fonds souverains dans des entreprises de secteurs sensibles des pays développés. Aux États-Unis, le contexte était marqué par l'échec des projets d'investissements du port de Dubaï dans P&O, qui contrôle le port de New York, et de China National

Offshore Oil Corporation dans Unocal. Double malentendu. D'une part, il ne s'agissait pas de fonds souverains mais d'entreprises publiques. D'autre part, on a mélangé deux débats : l'un sur la nature publique de l'investissement, l'autre sur l'absence de réciprocité de la part des pays récipiendaires.

Encadrer l'investissement public

L'État-actionnaire, on le sait (qu'il soit chinois, britannique ou français), ne sait pas maximiser la valeur et poursuit toutes sortes d'objectifs, souvent contradictoires : indépendance financière ou énergétique, transfert de technologies, protection des industries nationales, politique d'influence régionale et internationale. Cette politique industrielle « globale » est la règle à l'intérieur des États. Au niveau international, c'est une toute autre affaire. C'est ouvrir la voie à l'ingérence dans la politique économique, voire dans la politique tout court des États. On se souvient du tollé déclenché en 2006 en Thaïlande par l'achat de Shin Corp, le géant des médias, par le fonds singapourien Temasek. On connaît bien ces débats dans le marché unique européen. D'où une première conclusion, essentielle : l'investissement public à l'étranger n'est acceptable qu'avec la garantie la plus explicite possible que ses objectifs sont purement financiers.

La solution : mettre les fonds souverains hors de portée directe du pouvoir politique, leur donner un objectif strict de maximisation sur longue période de la valeur de leur portefeuille, rendre publics non seulement la manière dont cet objectif est rempli mais aussi l'ensemble des méthodes de sélection et de valorisation employées. C'est ce que font le fonds norvégien et le FRR français, et c'est la direction que pourrait prendre le « code de conduite » auquel fonds souverains et pays récipiendaires ont accepté de réfléchir d'avril à octobre 2008 sous l'égide du FMI.

Il serait illusoire de penser que cet objectif pourrait être atteint par la pression internationale. Mais les grands pays émergents peuvent comprendre d'eux-mêmes que leur intérêt financier sera ainsi mieux assuré et que c'est la condition à remplir pour éviter que les législations protectionnistes ne prolifèrent dans les pays industrialisés. Les déclarations de 2007 montrent que ce risque n'est pas théorique. L'accord « trilatéral » signé en mars 2008 par le Trésor américain avec les fonds de Singapour et d'Abou Dhabi, GIC et ADIA, qui comporte des engagements de transparence et de bonne gouvernance (voir l'annexe de cet article), montre que ce souci est partagé par quelques-uns des plus importants fonds souverains [7]. Mais qu'on ne se trompe pas de cible : il n'y a pas de « bons » et de « mauvais » fonds souverains. Ce sont les entreprises publiques des pays émergents, pas les fonds souverains, qui présentent les risques de dérapage les plus grands, car le modèle de gouvernance esquissé ci-dessus ne peut leur être appliqué.

Le tabou de la réciprocité

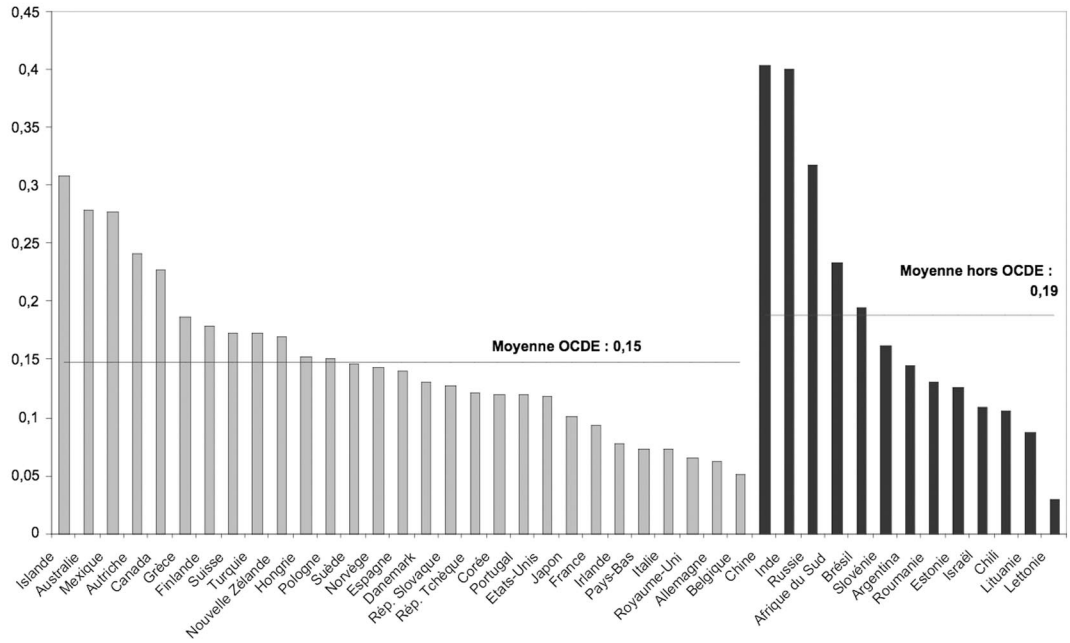
Une autre préoccupation des Occidentaux a trait à l'absence de réciprocité. Une banque étrangère ne peut pas prendre le contrôle d'une banque chinoise alors que rien ne s'oppose en principe (sauf à identifier des risques pour la stabilité financière) à ce que le fonds souverain chinois prenne le contrôle d'une banque européenne. Le tableau n° 2 à la fin de cet article convaincra le lecteur que ce scénario ne relève pas de la science-fiction.

Les économistes considèrent en général que la liberté de l'investissement, comme la liberté du commerce, est bénéfique même quand elle n'est pas réciproque. En avril 2008, le rapport du comité de l'investissement de l'OCDE aux ministres des Finances du G7 rappelait très fermement ce principe : « *Les États membres* [de l'organisation] *s'engagent à permettre à tous les autres membres de bénéficier des mesures de libéralisation qu'ils prennent et de ne pas les conditionner aux mesures de libéralisation prises par les autres pays. Le refus de la réciprocité est une tradition importante de l'OCDE. Les instruments de l'OCDE sont basés sur la philosophie selon laquelle la libéralisation est bénéfique pour tous et particulièrement pour le pays qui entreprend celle-ci.* » (OCDE, 2008).

Mais cet objectif économique bute sur la fragmentation des espaces juridiques et sur le souhait des États de rester maîtres non seulement de leur sécurité nationale mais, aussi, de plus en plus, de leur approvisionnement en énergie.

Les législations nationales demeurent très hétérogènes en matière de contrôle des investissements directs, les grands pays émergents (Chine, Inde, Russie, Afrique du Sud, Brésil) conservant, de très loin, les dispositifs les plus restrictifs (graphique n° 1).

Graphique n°1 - Restrictions réglementaires aux investissements directs étrangers



Il n'y a pas de place pour des solutions à l'emporte-pièce. L'Europe a mis trente ans – du traité de Rome à l'Acte unique – pour se faire une religion sur la question. Et vingt ans après l'Acte unique, les gouvernements européens ne sont toujours pas indifférents à la nationalité des acquéreurs, fussent-ils Européens, dans des secteurs comme la banque ou l'énergie… sans parler du yaourt.

L'article 58 du traité de Rome permet de déroger à la libre circulation des capitaux pour des motifs d'ordre public ou de sécurité publique, ouvrant la voie, sur une base nationale, à des dispositifs d'autorisation préalable des investissements. Le dispositif français apparaît, de ce point de vue, transparent et prévisible : contrairement aux dispositifs américain ou britannique, les secteurs devant faire l'objet d'une autorisation au titre de la sécurité nationale y sont précisément énumérés [8]. Mais le droit communautaire ne permet en aucun cas de discriminer entre les investisseurs en fonction de leur statut public ou privé, ni en fonction des règles appliquées dans leur pays d'origine [9], et ne couvre pas le secteur de l'énergie.

L'idéal serait que les pays de l'OCDE harmonisent leurs réglementations des investissements étrangers et que, parallèlement, les pays émergents s'alignent progressivement sur un régime comparable. Mais on sent peu d'appétence des pays développés – y compris ceux qui dénoncent les fonds souverains – pour se lancer dans un tel exercice. Et le risque est bien réel de revenir en arrière une fois ouverte la boîte de Pandore du protectionnisme. Les économies occidentales ont un besoin vital d'investissements étrangers. La « guerre de l'investissement » que l'on sent en germe dans certaines déclarations sur les fonds souverains serait dévastatrice pour la croissance mondiale.

Une solution plus pragmatique serait que les fonds souverains définissent des règles d'emprise dans les entreprises où ils investissent, voire n'investissent que dans des indices boursiers. Par exemple, les fonds

souverains pourraient s'engager à ne pas prendre de participation supérieure à 10 % dans des entreprises étrangères. Ces remèdes ne peuvent être imposés mais les pays concernés pourraient y venir d'eux-mêmes pour que leurs investissements se déploient dans un contexte apaisé.

Main-basse sur Wall Street

La crise financière de l'été 2007 a marqué un tournant dans le débat. Ce n'est pas en Chine ou à Singapour que la crise s'est nouée mais bien au cœur de l'usine financière américaine, entre origination des prêts immobiliers, titrisation par les grandes banques et étiquetage final par les agences de notation. Humiliation suprême : ce sont les fonds souverains qui ont volé au secours des banques américaines dont le capital était laminé par la crise. Entre mai 2007 et février 2008, ils ont annoncé pour plus de cinquante milliards de dollars de participation dans le secteur financier américain et européen (tableau n° 2).

En achetant des actifs momentanément dépréciés mais viables à long terme, les fonds souverains ne font qu'illustrer leur potentiel stabilisant – leur rôle, comme disent les financiers, d'« apporteurs de liquidité ». D'un même coup, magistral, ils se préparent de confortables plus-values et ils acquièrent un savoir-faire financier qui leur permettra un jour de se passer de leurs prestataires de services occidentaux, gestionnaires d'actifs et banquiers-conseils en tous genres. Mais par une présence aussi massive, ils prennent le risque de réactions politiques disproportionnées. L'adoption de règles de comportement responsables n'en devient que plus urgente.

Tableau 2 - Annonces de participation de fonds souverains ou d'entreprises publiques de pays émergents dans le secteur financier américain

Acquéreur	Pays	Cible	Date de l'annonce	Mds$
CIC	Chine	Blackstone	mai 2007	3
China Development Bank	Chine	Barclays	juillet 2007	3
Temasek	Singapour	Barclays	juillet 2007	2
Citic	Chine	Bear Stearns	octobre 2007	1
ADIA	Abou Dhabi	Citigroup	novembre 2007	7,5
Temasek	Singapour	Merril Lynch	décembre 2007	4,4 à 5
CIC	Chine	Morgan Stanley	décembre 2007	5
GIC	Singapour	UBS	décembre 2007	9,7
GIC	Singapour	Citigroup	janvier 2008	6,9
KIC et KIA	Corée/Koweït	Merril Lynch	janvier 2008	6,6
QIA	Qatar	Crédit suisse	février 2008	3

Source : presse internationale, liste arrêtée au 29/2/2008.

Annexe

Texte de l'accord du 20 mars 2008 entre les États-Unis, Abou Dhabi et Singapour

(Source : communiqué du Trésor américain)

Principes pour les fonds souverains

« 1. Les décisions d'investissement des fonds souverains doivent être prises uniquement sur des bases commerciales et non pour faire progresser, directement ou indirectement, les objectifs géopolitiques des gouvernements contrôlant les fonds. Les fonds souverains doivent s'y engager officiellement dans le cadre des principes généraux de leur politique d'investissement. »

« 2. Une meilleure divulgation de l'information par les fonds souverains, dans des domaines tels que les buts poursuivis, les objectifs de placement, les arrangements institutionnels et l'information financière – en particulier, l'allocation d'actifs, les portefeuilles-cibles, et les taux de rendement observés sur les périodes historiques adéquates – peut contribuer à réduire l'incertitude des marchés financiers et à rassurer les pays bénéficiaires. »

« 3. Les fonds souverains doivent mettre en place des structures robustes de gouvernance, des contrôles internes, et des systèmes d'exploitation et de gestion des risques. »

« 4. Les fonds souverains et le secteur privé doivent se livrer une concurrence loyale. »

« 5. Les fonds souverains doivent respecter les règles des pays-hôtes en se conformant à toutes les exigences réglementaires et en matière de publication d'information des pays où ils investissent. »

Principes pour les pays bénéficiant d'investissements des fonds souverains

« 1. Les pays d'accueil des investissements des fonds souverains ne devraient pas ériger de barrières protectionnistes contre les investissements de portefeuille ou les investissements étrangers directs. »

« 2. Les pays bénéficiaires doivent assurer un cadre prévisible pour l'investissement. Les règles en matière d'investissement étranger entrant doivent être publiques, clairement définies, prévisibles et soutenues par un dispositif juridique robuste et cohérent. »

« 3. Les pays bénéficiaires ne doivent pas opérer de discrimination entre les investisseurs. Les règles en matière d'investissement étranger entrant doivent traiter les investisseurs comparables sur un pied d'égalité. »

« 4. Les pays bénéficiaires devraient respecter les décisions des investisseurs en étant aussi peu intrusifs que possible et en ne cherchant pas à orienter l'investissement des fonds souverains. Les restrictions imposées aux investissements pour des raisons de sécurité nationale doivent être proportionnées aux risques réels pour la sécurité nationale soulevés par l'opération visée. »

Notes

1. Cet article est une version augmentée et mise à jour d'une précédente contribution (Cœuré, 2007). Les points de vue exprimés sont strictement personnels.

2. Voir les articles de J. Garten, D. Rodrik, L. Summers, E. Truman et de N. Véron et J. von Weiszäcker (cf. références bibliographiques).

3. L'excellent petit livre d'Anton Brender et Florence Pisani (2007) analyse en détail ces déséquilibres.

4. Interview de Gao Xiqing, directeur financier de CIC, Financial Times*, 23 avril 2008.*

5. Voir Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, 2007.

6. « Sovereign Wealth Funds should invest in Africa, Zoellick says », communiqué de la Banque mondiale, 2 avril 2008.

7. « Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi», communiqué du Trésor américain, 20 mars 2008.

8. Ces secteurs sont au nombre de onze (article R153-2 du Code monétaire et financier, modifié par le décret du 30 décembre 2005) : les jeux d'argent, la sécurité privée, la lutte contre le bioterrorisme, l'interception des conversations privées, la certification et la prestation de service pour la sécurité des systèmes d'information, les biens à double usage, la cryptologie, les armes et explosifs et les entreprises ayant des marchés avec la défense nationale ou dépositaires du secret défense.

9. Il existe cependant depuis 2005 en droit boursier français une « clause de réciprocité » en cas d'offre publique d'achat : les entreprises faisant l'objet d'une offre publique d'achat (OPA) doivent soumettre au vote de l'assemblée générale les actions (par exemple une augmentation de capital) prises au cours de l'offre et susceptibles de faire échouer celle-ci, sauf quand l'entreprise « attaquante » n'est elle-même pas soumise à cette obligation.

Bibliographie

BRENDER, A. ; PISANI, F., *Les déséquilibres financiers internationaux*, Coll. Repères, La Découverte, Paris, 2007.

CŒURÉ, B., « Faut-il avoir peur des fonds souverains ? », dans *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, édité par B. Jacquillat, Presses universitaires de France et Éditions Descartes et Cie, Paris, 2007.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, « Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda », prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, avril, 2008.

GARTEN, J., « We Need Rules for Sovereign Funds », *Financial Times*, 8 août 2007.

GOURINCHAS, P.O. ; REY, H., « From World Banker to World Venture Capitalist : US External Adjustment and The Exorbitant Privilege », dans *G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment*, édité par R. Clarida, The University of Chicago Press, Chicago, 2007.

KOYAMA, T. ; GOLUB, S., « OECD's FDI regulatory restrictiveness index : revision and extension to more economies », *OECD Working Papers on International Investment*, n° 2006/4, décembre, 2006.

LYONS, G., « State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds », Standard Chartered Global Research, basé sur la recherche menée par Oxford Analytica, 15 octobre, 2007.

OCDE, « Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries Policies », rapport du Comité de l'investissement, avril 2008.

RODRIK, R., « Misplaced Concern over Sovereign Wealth Funds », Dani Rodrik's weblog, 2007.

SUMMERS, L., « Funds that Shake Capitalist Logic », *Financial Times*, 29 juillet, 2007.

TRUMAN, E., « Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability », *Policy Brief*, n° 07-6, Petersen Institute for International Economics, août, 2007.

VÉRON, N. ; VON WEISZÄCKER, J., « Wertvolles Kapital », *Financial Times Deutschland*, 10 janvier, 2008.

Les acteurs des pays émergents face à la crise

Louis Habib-Deloncle

Président du directoire, Garant Insurance

Président de la Commission Russie/CEI [1] des CCEF [2]

Face à une crise du système financier occidental, les acteurs émergents se sentent tenus à un minimum de solidarité pour éviter un chaos financier planétaire. Ils ont cependant le sentiment d'un divorce – initié par la méfiance de l'Ouest à leur égard (surtout depuis septembre 2001) et confirmé par l'ampleur des événements – entre leur approche de la finance et celle des pays développés. Pour eux, plus qu'une crise bancaire, il s'agit véritablement d'une profonde crise de confiance qui interfère non seulement dans les institutions financières mais également dans l'ensemble de l'architecture de la finance, avec l'effondrement des certitudes proclamées avec arrogance par les modèles et les prévisions – que la réalité se plaît à démentir –, l'incapacité des auditeurs ou notateurs à appréhender cette réalité et l'inadéquation des mesures réglementaires et prudentielles à prévenir les crises.

Pour les pays émergents, face à ces jeux dangereux de la sphère virtuelle, la priorité demeure plus que jamais la poursuite de la construction de leur économie avec une industrialisation durable et, surtout, le souci d'améliorer le niveau de vie de leur population.

Ils se sentent plus concernés par la rareté croissante des ressources naturelles et la protection de leurs intérêts économiques que par la spéculation effrénée.

Divorce entre une société postindustrielle – où la cupidité à court terme illustre peut-être une perte de foi en l'avenir – et des sociétés en cours d'industrialisation qui, au sortir du sous-développement, commencent à envisager l'avenir avec confiance. Rétablir la confiance, si on le souhaite, sera long et difficile et passera obligatoirement par une redéfinition du rôle et des méthodes de la finance.

Vu de Hong Kong, Dubaï ou Moscou, ce qui se passe sur les marchés financiers occidentaux depuis maintenant plus de six mois provoque tout à la fois une inquiétude et un certain scepticisme.

La crise : quelle crise ?

Parfaitement informés des évolutions intervenues au cours de la dernière décennie en matière de gouvernance et de contrôle des industries de la finance, les pays émergents ont vu ou entendu tour à tour les responsables occidentaux vanter la théorie du « risque zéro » et prôner la soumission des êtres humains – par essence faillibles, aussi compétents soient-ils – aux vertus des modèles économiques (financiers ou autres) réputés, eux, infaillibles.

Ironie de l'Histoire, c'est l'Union soviétique qui avait développé un modèle selon lequel le plan avait toujours raison, y compris contre la réalité… avec les résultats que l'on a vus.

Pour parachever leur œuvre, ces mêmes dirigeants ont poussé à une concentration sans limite des acteurs économiques, et surtout financiers, comme si, face au cumul des risques, la diversification des opérateurs et la dilution des portefeuilles n'étaient pas la meilleure protection. Coïncidence ou signe des temps, un ex-dirigeant du groupe vient de reconnaître que la fusion Citycorp/Travelers avait été contre-productive et néfaste. Faut-il vraiment poursuivre dans la voie du gigantisme et de la cartellisation des industries ?

Ils ont aussi intronisé l'actionnaire roi et dictateur, pouvant sans contrainte ni limitation exiger des retours sur investissement sans cesse plus élevés et bientôt déconnectés de la réalité de la croissance économique effective.

Tous sur un siège éjectable, les dirigeants, les chefs d'entreprises, dont le rôle a pourtant toujours été d'arbitrer entre les intérêts des actionnaires, ceux des collaborateurs, et surtout des clients – sans lesquels il n'y a pas d'entreprise –, se sont vus ramenés à un rang de commis des actionnaires, soumis à toutes les lubies des marchés.

N'est-il pas singulier que, dans un marché dit concurrentiel, une grande banque européenne ait pu encore annoncer en novembre 2007 un objectif de marge brute pour 2008 de 40 % ?

Faut-il des déclarations aussi faussement lénifiantes pour satisfaire l'appétit « court-termiste » des actionnaires ? ou bien doit-on admettre que la sphère virtuelle de la finance est à ce point détachée de l'économie réelle qu'elle permette des résultats aussi mirobolants ?

Pourtant, dans les pays émergents aussi, on a entendu les cris d'alarme poussés depuis la crise de 2002 par les plus lucides des dirigeants, à l'instar de Claude Bébéar dans son livre *Ils vont tuer le capitalisme*, aujourd'hui d'une étrange actualité.

Il suffit de comparer la croissance des résultats du secteur bancaire au cours des cinq dernières années avec celle des secteurs de la production industrielle pour constater une envolée des premiers, sans proportion avec l'évolution de la conjoncture pourtant favorable. Pareille anomalie ne pouvait perdurer et tout le monde se demandait quand interviendrait le retour de bâton. Nous y sommes !

Voilà donc huit mois que le monde entier, pays émergents inclus, assiste ébahi à une crise qui s'est longtemps refusée à dire son nom. On entend parler de l'effondrement des « *subprimes* » depuis le mois d'août 2007 et il a fallu attendre décembre pour que, enfin, soient annoncés les premiers chiffres – parfois encore bien optimistes – de son impact dans les bilans des institutions financières.

Au début, en août/septembre, les banquiers interrogés disaient qu'ils ne savaient pas combien risquait de leur coûter cette crise et qu'il fallait attendre fin octobre/début novembre pour y voir plus clair. Ensuite, a été entreprise la litanie des grands acteurs répétant invariablement : « la crise va faire très mal à certains mais pas à nous ».

Enfin, début 2008, on a commencé à apprendre le niveau des dégâts et les difficultés majeures de certains établissements.

Au sein de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), les gouvernements doivent-ils enjoindre encore les banques de publier à bref délai la réalité intégrale de leur situation financière à fin 2007 ? Comme si cela n'allait pas de soi ! Comment ne pas imaginer un certain discrédit dans l'opinion des observateurs, surtout émergents ?

Le pire, peut-être, est que personne ne croit sincèrement en une volonté de dissimulation des banques, même pour éviter la panique des marchés. La vérité est que, pendant six mois, elles ne savaient réellement pas combien elles risquaient de perdre et qu'elles n'ont peut-être pas encore acquis aujourd'hui de certitudes suffisantes. C'est bien la peine de fonctionner selon des « modèles infaillibles » pour parvenir à un tel constat ! Le patron de la très sérieuse FSA (Financial Services Authority) britannique vient d'ailleurs d'admettre que, dans une déclaration rendue publique fin mars, aucun modèle comme aucune activité d'essence humaine n'est infaillible. On le savait de longue date, mais on n'osait même plus l'affirmer de peur de se faire épingler comme obscurantiste hostile à la science par tous les adeptes de la standardisation modélisée des activités financières, si possible à l'abri de toute intervention – toujours dangereuse – de l'homme ! (*cf.* Peter L. Bernstein, 1998 : *Plus fort que les dieux*).

Le plus étonnant est peut-être encore ailleurs !

La règle du jeu en de pareilles circonstances voudrait que le traditionnel « sauve qui peut, chacun pour soi » vienne amplifier la crise en créant des psychoses de panique. Certes, les marchés boursiers viennent de perdre environ 20 % au cours des trois derniers mois mais on ne peut pas parler d'un véritable effet domino, notamment dans les pays émergents où plusieurs fonds souverains – connus pour leur gestion rigoureuse – se sont au contraire proposés pour renflouer certaines banques occidentales en difficulté.

Crise financière ou crise de confiance ?

D'où vient donc ce comportement somme toute raisonnable pour l'heure des investisseurs émergents ? Les intérêts et comportements sont trop hétérogènes pour se hasarder à fournir une seule réponse. On peut cependant proposer plusieurs explications à partir de témoignages recueillis auprès d'opérateurs d'horizons géographiques très diversifiés, et les attitudes de façade ne doivent pas masquer une réalité moins rassurante.

La première raison de cette relative sagesse résulte sans doute du fait que personne ne veut pratiquer la politique du pire et voir le système financier mondial s'effondrer. Les dirigeants occidentaux ont d'ailleurs été les premiers à prêcher l'exemple : Ben Bernanke en réactivant sans restriction la planche à billets verts et la Banque centrale européenne (BCE) en suivant le mouvement par des injections massives de liquidité auprès des banques en difficulté. La Banque d'Angleterre a fait même encore plus fort en n'hésitant pas à renationaliser une banque en quasi-faillite.

Dès lors que, dans l'urgence, personne ne s'interrogeait sur les conséquences à plus long terme de ces troublantes initiatives, c'est probablement qu'il y avait vraiment « le feu au lac ».

Qu'alors on vienne de Singapour ou d'Abu Dhabi contribuer à recapitaliser quelques grandes banques en péril représente en quelque sorte une espèce de service minimal consenti par les pays émergents pour contribuer à la pérennité du système.

Encore, les fonds souverains concernés ont-ils dû se forcer un peu lorsqu'ils ont constaté, d'une part, qu'on leur ouvrait le capital desdites banques à des prix largement surévalués et que, d'autre part, des voix à l'Ouest commençaient à s'inquiéter des dangers que ces fonds pourraient représenter pour les entreprises européennes ou américaines. Jusqu'où ira l'arrogance de ces responsables financiers ou politiques qui considèrent légitime de voir les capitaux occidentaux s'approprier librement, au nom de la mondialisation, les sociétés ou les actifs du monde émergent mais qui refusent la moindre réciproque ?

Peut-être devrait-on se rendre compte sur les marchés financiers que beaucoup d'entreprises industrielles préfèreraient aujourd'hui être financées par des fonds souverains, avec une vision à long terme, plutôt que par des « *venture* capitalistes » qui cherchent le profit maximal, à court terme, sans souci de leur pérennité.

On aurait cependant tort de croire que les acteurs émergents se sentent tenus par un devoir de solidari-

té avec la communauté financière internationale. Nombre d'entre eux n'oublient pas qu'ils sont de longue date « suspects » aux yeux de beaucoup d'acteurs occidentaux. Il est vrai que, depuis le début de la présente décennie, un vent de suspicion généralisée s'est levé à travers le monde, constamment alimenté par des régulateurs « ayatollesques » qui prétendent rendre le monde vertueux par la contrainte réglementaire et qui, à force de voir partout la fraude et l'argent sale, en sont arrivés à bafouer les principes les plus sacrés de la liberté et des droits de l'homme dont ils se prétendent pourtant les gardiens exigeants.

En obligeant toute banque à faire une déclaration de suspicion dès lors qu'elle aurait « un doute » – même pas le début du commencement d'une présomption –, les responsables politico-administratifs ont tout simplement paralysé le système bancaire en jetant une méfiance injustifiée sur tout ce que les banquiers ne connaissent pas ; et ce n'est pas leur faire injure que de constater les limites bien naturelles de leur savoir. Le doute provient plus souvent de l'ignorance que d'une véritable présomption de fraude mais, aujourd'hui, du fait de ces mesures, la présomption de suspicion s'est substituée à la présomption d'innocence. Encore cette présomption ne joue-t-elle pas de façon identique selon les clients et, en règle générale, les opérateurs émergents, parce qu'ils sont plus lointains et moins connus, sont plus facilement suspectés que les autres ! Cette suspicion étant infondée et illégitime plus de neuf fois sur dix, pourquoi ces acteurs émergents devraient-ils payer en plus du prix de cette incertitude celui d'une humiliation injustifiée ?

Si l'on ajoute, à cette évolution générale, cet autre fait aggravant que constituent les mesures prises après le 11 Septembre, surtout aux États-Unis – mais aussi en Europe – pour lutter contre le terrorisme, beaucoup d'investisseurs ou de commerçants, essentiellement dans le monde arabo-musulman, ont préféré rapatrier leurs avoirs, liquides ou autres, hors des pays occidentaux pour ne pas s'exposer inutilement à un risque de gel arbitraire de leurs biens. Dès lors que les marchés financiers occidentaux ne leur inspirent plus confiance, les pays émergents organisent ailleurs leur gestion financière.

Le terrorisme a cherché à désorganiser l'Occident en créant l'insécurité partout. Les mesures imposées par les régulateurs dans le domaine financier, particulièrement inadaptées, ont créé une suspicion généralisée, souvent infondée entre tous les acteurs financiers et l'ensemble des populations, dorénavant présumées suspectes. Ce faisant, ils ont paralysé le système et occasionné des surcoûts – au nom d'une prétendue sécurité – qui, en fait, ont amplifié la désorganisation générale. Ils ont en outre créé un véritable divorce entre eux et beaucoup de pays émergents que ne sauraient dissimuler les grand-messes diplomatiques, chaleureuses dans la forme mais souvent vides sur le fond.

De fait, ce divorce est profond parce que non seulement il touche la sphère financière mais il la dépasse largement.

La crise des institutions financières d'aujourd'hui est avant tout une crise de confiance dans l'ensemble du système financier. D'abord, bien sûr, les banques ne se font plus confiance entre elles au point de refuser de se financer mutuellement, créant ainsi une véritable paralysie de la finance.

Si ce phénomène est déjà fort entre banques occidentales, quelle ne doit pas être la suspicion des banques émergentes ! Mais, au-delà de cet aspect, c'est en second lieu tout le système de prévision des établissements financiers qui est affecté. Ainsi donc, tous les analystes financiers, avec toutes les matrices et tous les instruments de mesure dont ils disposent, n'ont été capables ni de prévenir la survenance de la crise ni d'en évaluer la portée.

Les agences de notation, qui développent modèle sur modèle, n'ont rien vu venir alors même que, aujourd'hui, leurs notations sont devenues le seul critère de décision pour les banques en matière de sécurité. Les marchés financiers également perdent de leur crédibilité : lorsqu'on voit, par exemple, que le jour même où une très grande banque affiche des pertes records, son cours augmente de plus de 10 % à la seule annonce de la démission du président, comme si cette seule initiative garantissait le retour immédiat à meilleure fortune de l'institution concernée.

Si l'on n'a pas su mesurer le risque des « *subprimes* », quels sont les autres risques dans les bilans des banques que personne n'a identifiés ou ne sait mesurer ?

Au-delà des établissements financiers, le doute s'est également propagé vers les autorités publiques, accusées d'organiser un contrôle plus bureaucratique qu'efficace.

Le volume de papier que doit produire chaque institution auprès de sa tutelle augmente de façon spectaculaire d'année en année, et cette paperasserie ne permet donc pas non plus de définir des cotes d'alerte et d'endiguer les crises ! Dans le même temps, on constate qu'il est difficile d'augmenter l'exigence de « *reporting* » sans paralyser davantage le système.

En sus des autorités de tutelle, le doute s'étend aussi aux autorités politiques et financières. Quel signal veulent-elles donc envoyer aux acteurs économiques lorsqu'elles refinancent sans restriction, voire nationalisent, les banques qui ont failli. S'agit-il vraiment d'un sauvetage ? ou ce parachute confortable ne risque-t-il pas d'être interprété comme un gage d'impunité aux imprudents et donc une incitation supplémentaire à poursuivre leurs excès ?

Comment également interpréter l'usage intensif de la planche à billets, sans souci apparent des fluctuations de change ? Tous ceux qui ont thésaurisé du billet vert – et ils sont (trop) nombreux dans les pays émergents – peuvent-ils encore raisonnablement espérer voir sa valeur marchande à tout le moins se maintenir ?

Si toutes ces mesures, prises dans l'urgence, l'avaient été par un seul des pays émergents, n'aurait-on pas immédiatement entendu les hauts cris de la finance internationale, l'un dénonçant la violation des règles de l'économie de marché pendant que l'autre aurait hurlé au protectionnisme d'État.
Le vieil adage : « Vérité en deçà des Pyrénées, erreur au-delà » serait-il donc encore d'actualité à l'heure de la mondialisation triomphante ? Doit-on dans ces circonstances s'étonner que les pays émergents soient aujourd'hui résolus à prendre leurs distances par rapport aux exemples occidentaux qu'on leur a pourtant demandé depuis vingt ans d'adopter ?

Signe des temps, un des leaders russes dans le domaine des matières premières a annoncé récemment sa décision de faire coter son groupe ni à Wall Street ni à la City – trop de contraintes, trop de contrôle, trop de risque – mais à la bourse de Hong Kong. N'y a-t-il pas là matière à méditer ?

Sans confiance, plus de crédit ! Il y a donc urgence à tenter d'établir un nouveau système de confiance dans la finance internationale. Pour y parvenir, personne ne pourra se dispenser d'analyser la façon dont le monde émergent perçoit actuellement l'économie et la finance mondiales.

Pays émergents : l'industrialisation avant la finance

On y trouve la seconde raison, la plus importante, du relatif sang-froid des pays émergents au cours de la crise.

Les spéculations de la sphère financière virtuelle dans l'Occident postindustriel donnent bien souvent l'impression de jeux d'enfants gâtés dans les pays émergents qui sont en pleine industrialisation. Comment ne pas comprendre que, pour eux, la finance reste avant tout au service de l'économie réelle ?

On n'évoquera ici que pour mémoire les situations tragiques de famine qui se répandent dans les pays les plus fragiles du fait de l'augmentation trop lourde des matières premières agricoles. Les « émeutes de la faim » ne devraient pourtant pas laisser les marchés financiers indifférents, non pas seulement pour d'évidentes raisons de dignité humaine, mais aussi parce qu'elles sont potentiellement porteuses de troubles politiques d'une ampleur difficile à évaluer.

Même dans les pays plus avancés, les caprices du monde financier sont secondaires au regard de la préoccupation du développement économique réel.

Il n'y a pas de pire aveugle que celui qui ne veut pas voir !

Tous les bien-pensants qui s'imaginent que la croissance des pays émergents – et en premier lieu la Chine – serait affectée par une éventuelle récession américaine raisonnent encore avec les analyses d'il y a quarante ans. Aujourd'hui, sur un milliard trois cents millions de Chinois, trois cents millions ont déjà atteint le standard de vie des classes moyennes à l'Ouest. Qu'il s'agisse des infrastructures, de l'industrialisation ou de la consommation, ces pays ont des réservoirs de consommateurs qui n'existent ni en Europe ni aux États-Unis. On s'illusionne également à bon compte en croyant que la main d'œuvre locale est exploitée avec des salaires insignifiants. Une analyse plus objective de la réalité permet de constater que le pouvoir d'achat des employés et cadres de la plupart de ces pays croît plus rapidement que dans les pays développés, avec un effet de rattrapage perceptible dans plusieurs secteurs industriels, notamment celui des technologies de l'information. Il y a donc une poussée spontanée de la consommation domestique et régionale, susceptible d'atténuer fortement – si ce n'est d'annihiler – l'impact d'une récession aux États-Unis.

Il faut également revoir le postulat selon lequel ces pays produisent essentiellement pour les pays développés. La part des échanges Sud-Sud dans le commerce mondial a plus que triplé au cours des dix dernières années. Surtout, contrairement aux jérémiades entretenues par les médias européens, l'évolution de la mondialisation entraîne moins de délocalisations que de multilocalisations. Les entreprises occidentales contribuent à la croissance des échanges entre pays émergents puisqu'elles installent leurs implantations, non seulement en fonction du coût de la main d'œuvre locale, mais aussi afin de satisfaire la demande locale ou régionale.

Ces réalités conduisent à un constat économique simple.

Dans le monde globalisé d'aujourd'hui, l'Occident – et notamment les États-Unis – ne sont plus la seule locomotive de l'économie mondiale, même s'ils en restent un vecteur important. Avec 3 500 milliards de dollars d'actifs, les seuls fonds souverains sont déjà en mesure d'assurer le financement de leurs besoins de développement. Les fortunes privées de ces pays considèrent dorénavant que leurs actifs sont plus en sûreté dans leur propre région qu'à l'Ouest. Pourquoi devraient-ils se sentir obligés de participer au jeu délétère de la finance occidentale, alors qu'il y a tant à gagner chez eux ou entre eux !

Il y a urgence pour tous les experts des pays développés, spécialement en Europe, à changer leur analyse de l'économie et de la finance mondiale. Au lieu de s'enrhumer quand Wall Street éternue, les marchés européens seraient bien inspirés d'aller diversifier leurs investissements dans des pays à forte croissance. Encore faudrait-il faire preuve d'un peu plus d'indépendance d'esprit et de sens critique vis-à-vis du cartel des agences de notation dont les *a priori* idéologiques sont dépassés. Par exemple, comment croire encore aujourd'hui que les bons du Trésor américains représentent le risque financier zéro à partir duquel est construit la matrice de notation des pays ? Les Européens, qui auraient acheté de tels bons il y a cinq ans, ne seraient probablement pas du même avis !

Pour les pays émergents, les questions principales visent d'abord l'approvisionnement en matières premières et en matériaux nécessaires à leurs besoins de production. Ainsi donc, on ne peut pas sérieusement envisager une baisse des prix de l'énergie du fait d'une éventuelle récession américaine. Il y a plusieurs années déjà que la demande de pétrole ou de gaz n'est plus corrélée aux besoins de la consommation à court terme. La possible raréfaction des énergies fossiles conduit tous les pays, surtout les plus grands, à stocker autant de réserves que possible, notamment la Chine, dont les réserves actuelles en pétrole seraient au plus bas. De plus, l'absence ou le retard d'investissement dans de nouvelles exploitations ou de nouvelles routes de transport va créer des tensions supplémentaires sur l'offre et, partant, sur les prix. Enfin, la spéculation continuera à jouer son rôle amplificateur, notamment lors de tensions politiques comme récemment au Venezuela ou en Iran. La demande restant forte pour des besoins de stockage, l'offre contenue pour les raisons ci-dessus, les prix des matières premières énergétiques n'ont aucune raison de s'effondrer.

Le décalage entre l'offre (limitée) et la demande (surabondante) devrait aussi se manifester dans le domaine des métaux et des matériaux de construction. La presse signale régulièrement les difficultés rencontrées ici ou là : manque de béton en Algérie, de ciment dans le Golfe, d'acier ou d'aluminium en Asie du Sud, etc.

Les acteurs émergents sont également soucieux de protéger durablement leurs intérêts économiques majeurs. S'il est un domaine où les excès et désordres des marchés financiers ont retenu l'attention des gouvernants des pays émergents, c'est bien celui des acquisitions. On avait peut-être naïvement cru par ici que, avec la mondialisation et les règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) comme fer de lance, les marchés financiers occidentaux pourraient s'approprier à bon compte les fleurons de l'industrie ou de la finance de l'Amérique du Sud à l'Asie, en passant par le monde arabe et la CEI.

Ayant assez tôt vu la menace, les pays émergents ont pris rapidement des mesures visant à protéger les secteurs-clés de leur économie. Il faudrait une certaine outrecuidance pour le leur reprocher quand on voit l'exemple donné par les pays occidentaux. Ce « patriotisme économique », ainsi appelé, est sans doute l'une des tendances lourdes de ce début du XXIe siècle. Plus les marchés financiers seront agressifs dans ce secteur, plus se manifesteront ces réactions de protectionnisme. La sagesse voudrait donc que l'on substitue autant que possible la négociation amiable à la pratique des raids hostiles. Le capitalisme pourra-t-il refuser cette évolution ?

Repenser l'avenir

Au terme de cette rapide analyse, deux options peuvent être envisagées.

Dans la première option, on pousse la logique financière à son paroxysme : de fait, dans la décennie 1995-2005, l'industrie financière a véritablement explosé, les transactions sur produits dérivés sont passées de une à six fois le produit mondial et le rapport entre les transactions financières et la valeur ajoutée a été multiplié par cinquante (*cf.* P. Dembiski). Aucune activité industrielle réelle n'a connu pareille croissance. Certains pourront donc défendre que la finance peut fonctionner par elle-même, engendrer des revenus et des profits considérables (voir le delta entre les profits des banques et celui des entreprises industrielles sur la période 2001-2006). Dès lors, les mêmes soutiendront qu'il faut prendre l'industrie financière comme elle est, avec ses dérèglements cycliques. Les opposants diront au contraire que la machine a déraillé, qu'on a glissé de l'intérêt à la cupidité avec la dégradation de la confiance qui l'accompagne, et qu'on ne peut durablement soutenir des niveaux de rentabilité à deux gros chiffres sans sacrifier dangereusement l'avenir. Ils constateront enfin que le vieux postulat selon lequel les marchés s'autocorrigent n'est plus acceptable du fait des dégâts collatéraux causés par leur instabilité. Ils défendront enfin que la remise en cause actuelle appelle, à tout le moins, la définition d'une nouvelle règle du jeu susceptible de ramener la confiance, non seulement dans les acteurs, mais d'abord dans le mode de fonctionnement lui-même de l'activité financière.

La seconde option consiste à réaffirmer la primauté de l'économie réelle, la sphère financière en étant l'auxiliaire indispensable. Dès lors, on établit un nouvel équilibre entre court et long terme, on recherche l'optimisation de la rentabilité dans le temps plutôt que sa maximisation à brève échéance et on inverse les hiérarchies de priorité pour remettre l'homme au centre des préoccupations.

Est-ce parce que les pays émergents représentent de loin les plus gros nombres en termes de démographie ? Il semble bien que, dans leur vaste majorité, ils aient aujourd'hui pour première préoccupation d'assurer l'augmentation du niveau de vie de leurs populations, malgré bien sûr les disparités criantes d'une zone à l'autre, en assurant un développement soutenu et durable de leurs économies.

Est-ce sous la pression des fonds de pension que l'Occident vieillissant se laisse aller aux excès de l'argent facile ? Au fait, que disent les retraités américains de la crise des « *subprimes* » ?

La question se situe probablement à un autre niveau, plus politique. Jamais, depuis soixante ans, le monde n'a autant été à la recherche d'une paix durable. Jamais, cependant, il n'a été à ce point confronté à un tel décalage entre les volontés affichées et les réalités constatées. À l'ère de la communication, jamais le double langage n'a été aussi développé.

La dichotomie essentielle ne tient-elle pas au fait que l'Occident ne se voit plus d'avenir – d'où la recherche effrénée du profit maximal à court terme – alors que les pays émergents, au sortir du sous-développement, voient s'ouvrir à eux les perspectives d'un avenir meilleur pour leurs peuples.

Notes

1. Communauté des États indépendants

2. Conseillers du Commerce extérieur de la France

6.

La finance, victime ou coupable ?

■ Jean-François Boulier et Carlos Pardo
Les fonds monétaires dans la crise

■ André Cartapanis et Jérôme Teïletche
Les *hedge funds* et la crise financière internationale

■ Marc-Antoine Lacroix
Vers une remise en cause des banques spécialisées ?
Quelques réflexions tirées de l'exemple américain

■ Stéphane Hamayon et Florence Legros
La gestion stratégique d'actifs d'un fonds de réserve face au risque financier

■ Denis Campana et Jacques Goulet
Les régimes de retraite d'entreprise sous la pression de la volatilité des marchés financiers

■ Guy Marty
Immobilier : sécurité, vous avez dit sécurité ?

■ André Babeau
Crise financière et équilibre banque/assurance

Les fonds monétaires dans la crise [1]

Jean-François Boulier

Directeur général, directeur des investissements, Aviva Gestion d'actifs
Président, Commission technique de gestion, Association française de la gestion financière (AFG)

Carlos Pardo

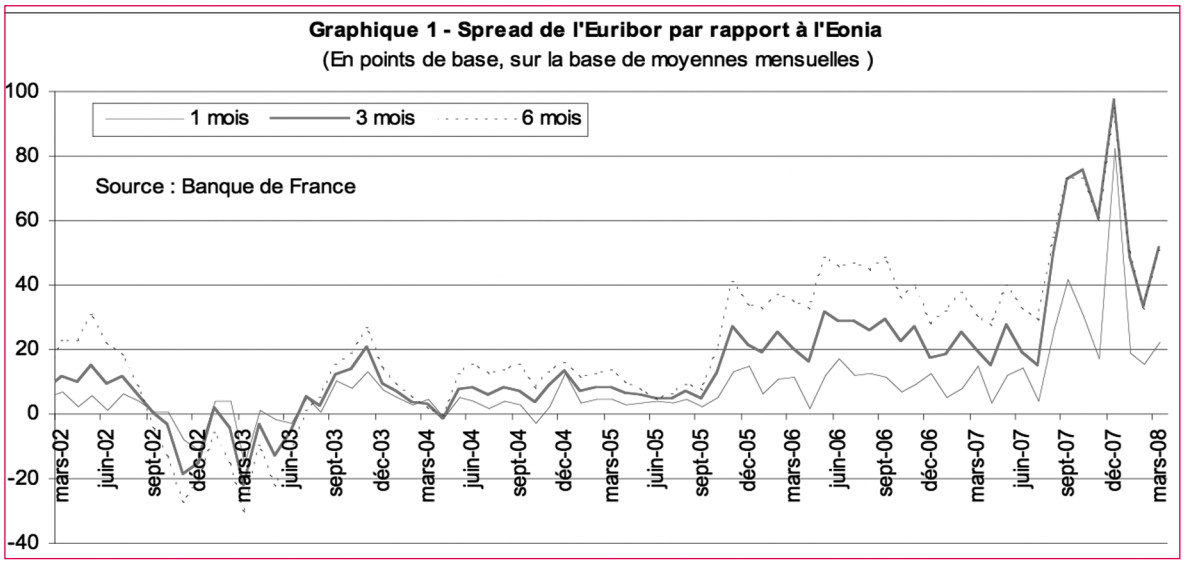
Directeur, Études économiques, Association française de la gestion financière (AFG)

Qui aurait pu pronostiquer que les fonds de trésorerie en euros seraient les premières victimes et les premiers révélateurs de l'onde de choc venue d'outre-Atlantique que, pour l'heure, les marchés dénomment la crise des « subprimes *» ? Révélateurs d'autant plus inattendus que la fermeture à la souscription – mais surtout au rachat de plusieurs fonds – a profondément troublé, dans la traditionnelle pause estivale, les investisseurs et les épargnants. Le gel du marché secondaire de titres du marché monétaire, l'envolée des taux de rémunération des titres bancaires « concurrents » des fonds de trésorerie ont provoqué des mouvements de rachats importants – à certains égards déséquilibrants – et ont amplement perturbé le fonctionnement de ces fonds. Cet article a pour objectif de décrire et analyser cet important segment du marché, dont les gérants français sont* leaders *en Europe, les mouvements et les difficultés qu'ils ont connus, puis d'apporter un point de vue sur la gestion et la commercialisation de ces fonds qui devront évoluer à la suite de la crise.*

Ce début de crise financière dont on surveillait six mois plus tôt les craquements autour du yen, devise d'emprunt favorite des stratégies de *carry trade*, ou de la couronne islandaise, devise de placement de ces stratégies, s'est en fait concentré sur les titres financiers qui s'étaient caractérisés par leur discrétion, leur solidité et leur ample liquidité, à savoir les ABS (*asset backed securities*), titres émis par les véhicules de la titrisation, en particulier des crédits hypothécaires.

Parce que la portion de ces ABS investis en crédit accordés à des emprunteurs américains fragilisés, dans des conditions souvent spéculatives (notamment à taux variable avec différé de paiement), a montré à partir de février 2007 des signes de nette détérioration, c'est l'ensemble des ABS (marché de taille vingt fois plus importante) qui est entré dans la tourmente – ABS adossés à des crédits américains hypothécaires ou, par ricochet, ABS adossés à des crédits européens – alors que les emprunteurs et leurs crédits n'étaient en rien affectés par les excès du « *subprime* ». Mais, la plupart de ces titres (notés AAA par les agences de notation) jouent un rôle déterminant dans le fonctionnement des marchés de capitaux en constituant une « monnaie d'échange » et un actif de réserve de grande quantité et de rémunération légèrement plus attractive que les titres d'État. Ces titres étaient

détenus par de nombreux fonds, en particulier des fonds monétaires. La conséquence s'est rapidement fait sentir sur le coût de la liquidité à court terme, notamment, l'écart de rémunération des titres à trois mois émis par les meilleures signatures bancaires et l'argent au jour le jour. Cet indicateur, qui s'élève habituellement à une dizaine de points de base, s'est tendu à quelque trente points de base début août 2007 entraînant une action vigoureuse de la Banque centrale européenne (BCE), la première a injecter massivement 90 milliards d'euros pour apaiser les marchés. La suite, visible sur le graphique 1 ci-après, présentant l'écart Euribor-Eonia, montre que la crise s'est amplifiée à chaque fin de trimestre et que, à fin mars 2008, la situation – certes meilleure que fin décembre – n'est pas encore rétablie.



Quelle est l'évolution récente du marché des fonds monétaires ?

Une terminologie et des classifications pouvant prêter à confusion

En France, les agences d'information financière distinguent deux catégories de fonds de trésorerie.

Premièrement, les fonds monétaires ou « monétaires réguliers », catégorie réglementaire définie par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ayant les caractéristiques suivantes : performance régulière, maturité et sensibilité du portefeuille en moyenne inférieures respectivement à 12 mois et à 0,5. D'où leur faible niveau de risque (volatilité de l'ordre de 0,1 %).

Deuxièmement, les fonds monétaires issus des classifications commerciales, connus sous les noms de fonds de « trésorerie dynamique » ou de « trésorerie dynamique plus ». Ces fonds-ci ont souvent recours à des techniques de gestion permettant en principe de « surperformer » l'indice de référence, l'Eonia, de quelques dizaines de points de base. Il s'ensuit un portefeuille plus risqué. En leur totalité, ces fonds appartiennent soit à la catégorie réglementaire des « OPCVM [2] obligataires », soit à celle des « OPCVM diversifiés ». Toujours est-il que beaucoup de ces fonds portent dans leurs noms des vocables propres à l'univers des monétaires (*cash*, monétaire, Eonia…) et peuvent de ce fait, selon certains investisseurs, prêter à confusion. Tout en reconnaissant l'existence d'un problème de classification – notamment commerciale –, soulignons que les investisseurs agissant sur ce marché (la plupart du temps « avertis ») ont accès au prospectus explicitant l'exposition aux risques et la catégorie réglementaire de l'OPCVM en question.

Il est donc important de bien faire la différence

entre ces deux sous-ensembles car c'est ce dernier groupe de fonds de trésorerie (dits « dynamiques ») qui a connu de graves problèmes de liquidité et/ou de valorisation en France pendant la crise du « *subprime* », ce qui à son tour a ébranlé la confiance dans les « monétaires réguliers ». Les sections suivantes décrivent, d'une part, pourquoi ces fonds-ci sont importants en France – tout en les comparant ponctuellement avec ceux des États-Unis –, d'autre part, leur évolution depuis l'éclatement de la crise du « *subprime* ».

Des deux côtés de l'Atlantique, une industrie au service de la gestion des liquidités

Aux États-Unis, les *money-market funds* gèrent plus de 3 500 milliards de dollars, soit environ 30 % du marché des *mutual funds* américains et 65 % du marché mondial des monétaires. En France, à fin mars 2008, l'encours global des fonds de trésorerie est de l'ordre de 560 milliards d'euros. Les fonds monétaires réguliers gèrent à cette date un encours de l'ordre de 470 milliards d'euros à comparer aux 160 milliards dix ans plus tôt, soit un taux moyen de croissance annuel de 12 % sur la période considérée. Avec une part de marché de 50 % du marché européen [3], ces fonds représentent près d'un tiers des actifs totaux des OPCVM gérés en France.

C'est dire combien les monétaires réguliers sont importants pour la gestion française et, surtout, pour ses principaux clients : trésoriers d'entreprise et investisseurs institutionnels dont sociétés d'assurances, mutuelles, caisses de retraite…

(*cf.* tableau 1).

Tableau 1 : Entreprises et institutionnels détiennent la majorité des monétaires

Entreprises	OPCVM	Assurance	Ménages	Etab. de crédit	Autres*
32%	27%	15%	7%	5%	15%

* Associations, administrations, non-résidents

Source : Banque de France

En France – et il en est de même aux États-Unis –, la détention de fonds monétaires réguliers par les ménages est plutôt faible et son poids a tendance à diminuer (7 % de l'actif net des monétaires en 2008 contre plus de 30 % en 1995). Les ménages détenaient directement moins de 2 % des fonds dynamiques (près d'un milliard d'euros).

Quant aux fonds de trésorerie dynamique dont beaucoup ont été lancés dès la fin des années 1990 à la demande – disons-le – principalement d'investisseurs professionnels, leur volume est beaucoup moins important et en forte diminution (près de 30 milliards d'euros en mars 2008) – (*cf.* tableau 2).

Tableau 2 : Fonds de "trésorerie" sur le marché français

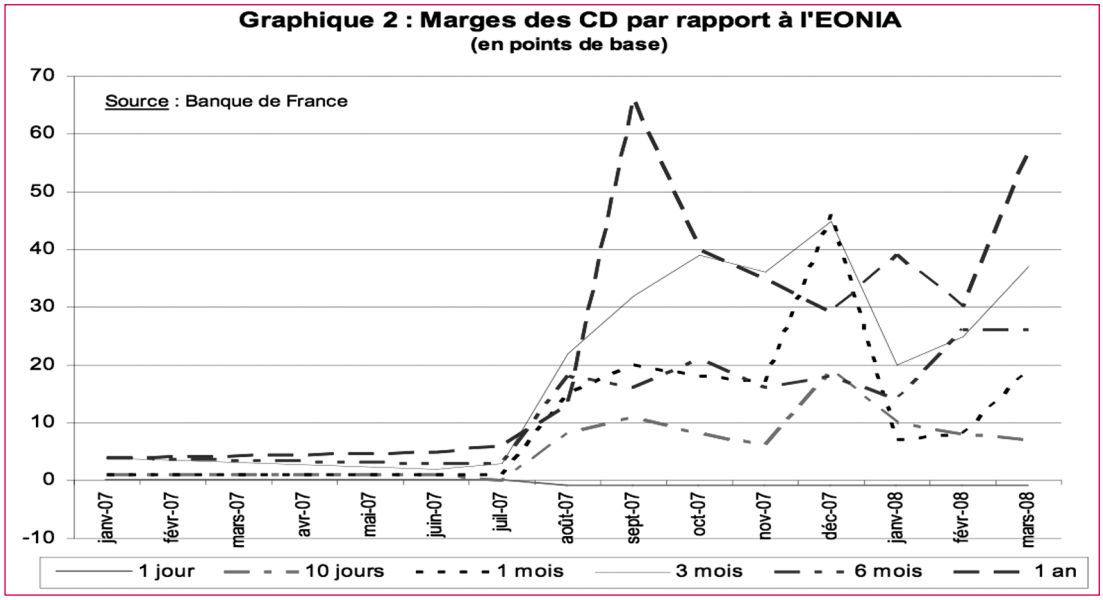
Montant en mds €	Actif net à fin			Variation			
				déc. 07/juin 07		mars 08/juin 07	
	juin-07	déc-07	mars-08	en mds €	en %	en mds €	en %
Total "trésorerie"	558,8	478,2	504,9	-80,7	-14,4%	-53,9	-9,7%
- dont monétaires réguliers	*476,8*	*429,9*	*470,3*	-46,9	-9,8%	-6,5	-1,4%
- dont trésorerie dynamique	*53,0*	*30,6*	*20,8*	-22,3	-42,2%	-32,2	-60,7%
- dont trésorerie dynamique plus	*29,1*	*17,6*	*13,8*	-11,4	-39,3%	-15,3	-52,5%

Source : AMF pour les monétaires "réguliers" et Europerformance pour les dynamiques.

Dans ces deux pays, l'étendue du marché de fonds monétaires réguliers s'explique par l'existence de marchés monétaires de titres négociables (émis notamment par les banques et les entreprises) larges et liquides – et aussi par le fait que, jusqu'à une date relativement récente, la réglementation interdisait la rémunération des dépôts en compte courant, notamment pour les entreprises. Les fonds monétaires, *via* des comptes parrainés, ont permis pendant longtemps de contourner cet écueil. Cette interdiction a été levée en 2000 aux États-Unis et plus récemment en France (mars 2005). La déréglementation n'a pas pour autant affecté l'attractivité de ces produits. La raison de la poursuite de cet essor réside dans le fait que leurs clientèles viennent sur ce segment du marché à la recherche simultanée, d'une part, de performances proches de celles des marchés monétaires et, d'autre part, on a parfois tendance à l'oublier, d'un service en continu de liquidités bon marché pour la gestion de leurs flux de trésorerie. Contribuent également à la réussite de ce produit les faibles frais de gestion et de souscription, parallèlement à des frais de rachat nuls. Ces caractéristiques structurelles positives sont probablement susceptibles d'expliquer le retour en force, en France, en début de cette année, des investisseurs professionnels vers les fonds monétaires réguliers. Ont certainement contribué à ce mouvement les rigidités inhérentes aux certificats de dépôt (CD) qui sont loin d'assurer la flexibilité, la diversification des risques et la liquidité que demandent les trésoriers dans leur gestion courante des flux de liquidités de leur entreprise.

Des CD émis pour combler des problèmes de liquidité sur le marché interbancaire

Les rendements des CD, émis par les banques depuis août 2007, sont nettement supérieurs à l'Eonia d'où un effet d'éviction sensible qui a pu être observé sur le marché des monétaires réguliers, du moins jusqu'à la fin de l'année. Cet effet, conjugué à une certaine désaffection des clientèles, s'est traduit par des sorties nettes supérieures à la normale, et ce, alors même que les performances de ces fonds étaient en ligne avec les exigences traditionnelles des trésoriers d'entreprise. En effet, eu égard aux problèmes de liquidité que connaissent les banques, en raison notamment de la crise de confiance en cours se traduisant par un assèchement du marché interbancaire classique, celles-ci émettent des CD dont les taux, dépendant de leur maturité, sont supérieurs de 20 à 60 points de base par rapport à l'Eonia (*cf.* graphique 2). Cela a représenté une sérieuse concurrence pour les gestionnaires de fonds.

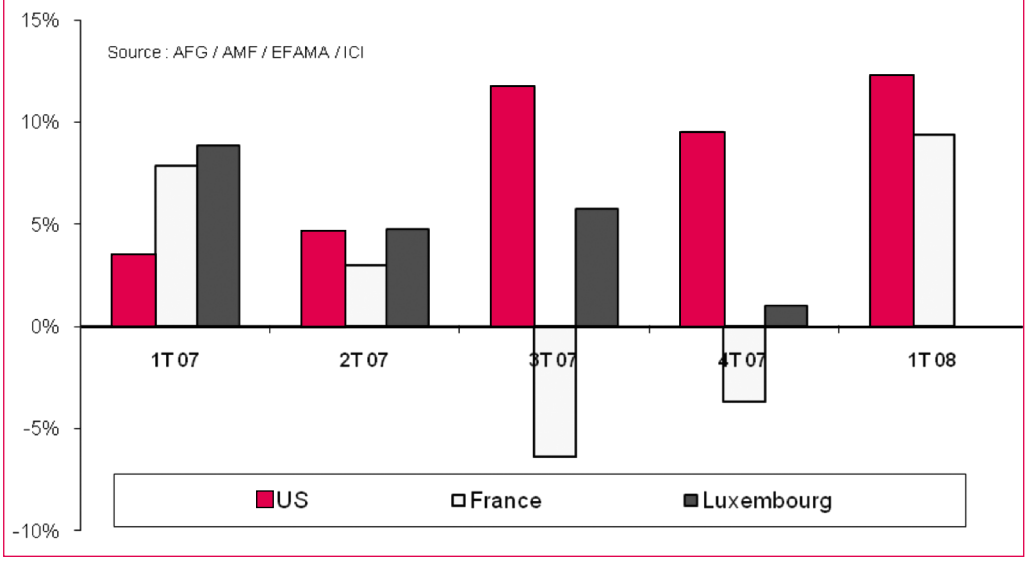


Ce graphique illustre de manière claire l'élargissement de la marge entre le taux d'émission des CD et l'Eonia et, surtout, leur instabilité depuis l'éclatement de la crise en juillet 2007. Ces écarts, qui ont du mal à se résorber, traduisent-ils la persistance de la crise de liquidité – et de confiance – sur le marché interbancaire ?

Une évolution du marché américain qui contraste avec celui de la France : paradoxe ?

Entre juin et décembre 2007, la France a connu des sorties nettes inédites non seulement des fonds de trésorerie dynamiques mais aussi des fonds monétaires réguliers. Cela alors que, à la même période aux États-Unis, foyer de la crise immobilière – ou dans une moindre mesure, certes, au Luxembourg, marché où les fonds monétaires sont également importants –, la croissance de ce type de fonds non seulement a continué dans sa lancée, mais par moment a connu de fortes accélérations [4] (*cf.* graphique 3). En effet, contrastant avec la situation du marché français des monétaires réguliers, depuis le déclenchement de la crise, où les encours ont diminué de 1,4 %, l'actif net des *money-market funds* américains a connu un taux de croissance record de + 38 % (*cf.* annexe 1). Ces fonds ont joué un rôle de « réservoir de liquidités » pour les investisseurs américains en attente d'une accalmie des marchés boursiers.

Graphique 3 : Variation trimestrielle des fonds monétaires
(encours en monnaie nationale)



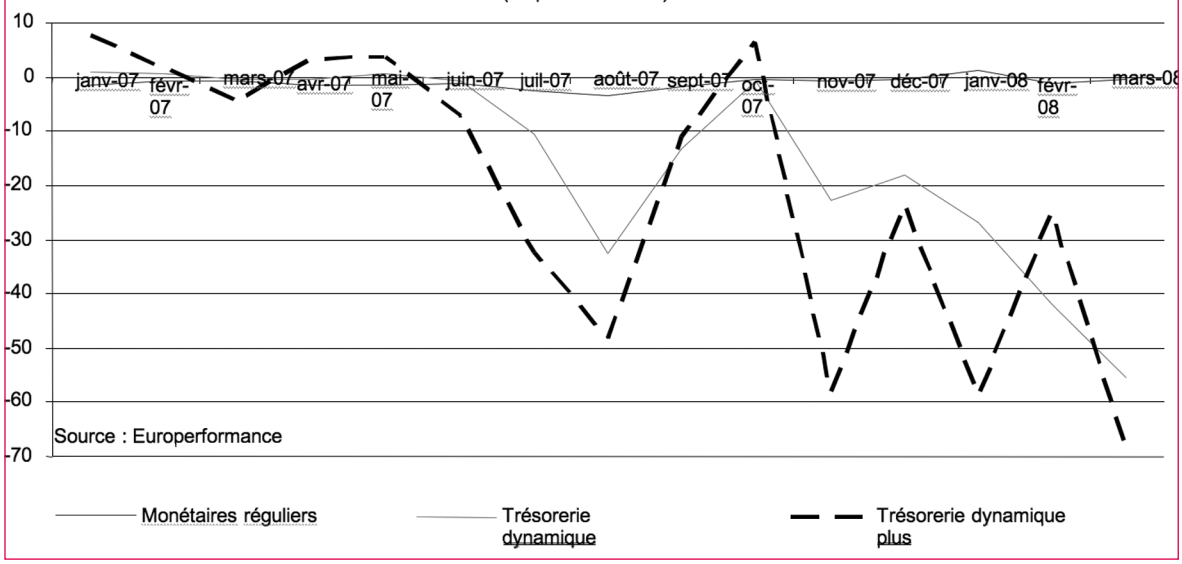
En France, après une baisse inédite d'encours de 15,2 milliards d'euros en août, les OPCVM de trésorerie régulière ont connu au total pendant le deuxième semestre un repli de 47 milliards d'euros. Les mois de septembre et décembre, phénomène récurrent à chaque fin de trimestre, enregistrent des rachats importants de parts d'OPCVM notamment liés à la clôture des comptes trimestriels des entreprises. Si l'on tient compte de ce fait et que l'on procède à un retraitement pour corriger les effets saisonniers des mouvements enregistrés, à l'instar des années précédentes, on réduit environ de moitié la part « exceptionnelle » de cette décollecte (à peu près 20 milliards d'euros). Les mois de janvier et, en moindre mesure, février témoignent quant à eux d'une augmentation record des encours (respectivement

26 et 15 milliards d'euros contre un maximum de 18 et 12 milliards les années précédentes). Cette évolution s'explique en partie par des souscriptions nettes record et des transferts d'actifs importants des fonds « dynamiques » vers les monétaires réguliers. Ce mouvement semble confirmer une certaine normalisation de ce segment du marché. Concernant les encours des produits « trésorerie dynamique » et « trésorerie dynamique plus », ils ont diminué respectivement de 63 et 53 %. Sur neuf mois, l'actif global de ces fonds est passé de 85 à 34 milliards d'euros. Cette diminution rapide des encours est due non seulement aux sorties nettes et aux transferts, mais aussi à la dévalorisation de leurs sous-jacents.

Des fonds dynamiques qui continuent de pâtir de la crise du « *subprime* »

Enfin, sur le plan des performances financières, la situation est différente selon le type de produit. D'une part, même pendant les mois les plus difficiles pour la gestion des monétaires réguliers les performances de ceux-ci sont restées, en moyenne, en phase avec l'Eonia qui est la référence en termes de rentabilité pour les fonds de trésorerie [5]. D'autre part, et ce malgré quelques remontées sporadiques, les performances des « dynamiques » se sont fortement dégradées et expliquent probablement les sorties nettes évoquées précédemment (*cf.* graphique 4).

Graphique 4 : Ecart de performances brutes des fonds de trésorerie par rapport à l'Eonia
(en points de base)



Quelles leçons sont à tirer des difficultés créées par la crise ?

Deux difficultés principales se sont fait jour dès l'été 2007 : d'une part, des difficultés liées aux rachats des fonds dans un marché de titres très affectés par la crise de liquidité, d'autre part, des difficultés de valorisation de plusieurs catégories de titres. Ces difficultés ont affecté différemment les fonds, leur gestionnaire et leurs promoteurs. Elles ont pu être exacerbées par toutes les formes d'excès commis avant la crise provoquant par exemple une incompréhension du produit par le porteur ou une méconnaissance de certains actifs, les ABS en particulier, ou engendrant des variations importantes, à la baisse, des valeurs liquidatives d'un produit dont la performance est réputée régulière. Une mobilisation précoce des acteurs (gérants, régulateurs et auditeurs) a permis d'éviter le pire, c'est-à-dire une vague de rachats massifs des clients des réseaux (*cf.* annexe 2). Des solutions palliatives

ont été proposées, notamment en matière de transaction et de valorisation et, malgré l'inconfort d'une situation exceptionnelle qui aurait pu s'envenimer, les différentes parties prenantes ont trouvé des terrains d'entente pour faire face à ces difficultés.

Avec le relatif recul de quelques mois et la prudence qui sied à ce stade de la crise, nous voudrions évoquer, d'une part, des mesures concrètes d'ailleurs discutées par les parties prenantes de la gestion monétaire, en particulier au sein de l'AFG, et, d'autre part, quelques réflexions plus générales.

Les porteurs de fonds monétaires peuvent avoir des horizons très courts (de quelques jours), ou des motivations d'allocations en fonds présentant un risque très faible, ou encore une incertitude sur leur horizon de placement. Bien connaître les mouvements de passifs des fonds est donc une clé pour leur gestion. Les taux de rotation des fonds de grands promoteurs peuvent dépasser 50 % par mois. Pour autant, les retraits des uns peuvent équilibrer les souscriptions des autres, comme pour les dépôts à vue dont les fonds monétaires sont des substituts. Pour le gérant, la maîtrise de l'échéancier des tombées du portefeuille est donc primordiale. Cette gestion peut d'ailleurs être mutualisée entre plusieurs fonds afin de minimiser les à-coups dans les recours au marché.

Tout besoin de liquidité qui n'est pas coïncidant avec une trésorerie positive amène le gérant à céder un titre. Cela implique de supporter un risque de liquidité si le marché n'est pas actif et un risque de prix. Le portefeuille peut néanmoins détenir des titres plus longs que la maturité moyenne de détention et profiter ainsi d'une rémunération anticipée plus élevée. Les risques doivent être encadrés, c'est une évidence. Il ne paraît pas prudent de détenir des titres de maturité très supérieure à quelques trimestres. En outre, la maturité moyenne des titres doit, – elle aussi, être encadrée à un an maximum, voire moins pour certains produits. L'information sur l'échéancier des tombées des titres du portefeuille permet rapidement de prendre connaissance du risque de liquidité du fonds. La commercialisation de fonds dénommés depuis quelques années « monétaires dynamiques » a prêté à confusion et à controverse. Les ambiguïtés commodes peuvent être génératrices à court terme d'une impression de sécurité bien superficielle ; de même la dénomination « *enhanced money market fund* » est sujette à la même critique. L'objectif d'un fonds monétaire est en premier lieu la liquidité, au sens de pouvoir être transformé sans difficulté, ni délai, ni variation de valeur en monnaie. La sécurité des placements et leur liquidité sont alors la meilleure garantie de moyen pour y parvenir. La rémunération à l'équilibre d'un tel placement ne peut guère s'éloigner du taux monétaire de marché avant prélèvement des frais.

Différentes associations de porteurs, entreprises ou institutions financières, ont d'ailleurs exprimé leur souhait que les monétaires répondent clairement à ces attentes et qu'ils soient plus strictement encadrés.

Fonds dynamiques

L'important marché des fonds « dynamiques » ayant une faible volatilité et des rémunérations proches du monétaire répond néanmoins à une demande structurelle de trésorerie stable, d'une part, ou d'allocation d'actifs, d'autre part. L'offre de ces fonds est très abondante et présente une grande variété de stratégies de gestion. Elle continuera à se développer grâce à l'innovation financière. Pourtant, le foisonnement et l'ambiguïté du label « monétaire dynamique » ont montré que les produits n'étaient pas bien compris, voire même vendus ou achetés sur le seul et fallacieux critère des performances passées. Il est donc nécessaire de mieux décrire les fonds « dynamiques » qui, à certains égards, empruntent des notions semblables à ceux des fonds alternatifs. Ne parle-t-on pas de fonds de « performance absolue » ?

Ces fonds se caractérisent selon nous par quatre critères : le moteur de performance, la nature des risques, le niveau de risque et, enfin, l'objectif de performance visé. L'explication précise de ces éléments et l'information régulière adaptée permettront au marché, clients et analystes, de rassembler et de comparer les fonds entre eux. Il paraît bien prématuré de rentrer dans une classification, à l'instar des monétaires, car la nature des actifs, la diversité des politiques de gestion et le besoin d'une analyse des

risques par l'acheteur rendent au contraire nécessaire une information riche qu'une seule étiquette ne saurait fournir. À certains égards, ces fonds se sont rassemblés contre le modèle des fonds à *benchmark*, mais cette « coalition » de circonstance, qui n'a pas été inutile au début du marché, doit évoluer maintenant que le marché mûrit au prix des retraits massifs que nous avons illustrés. Il est grand temps de dire ce que sont ces fonds, au lieu de dire ce qu'ils ne sont pas. Explicitons ce que les quatre registres d'information pourraient détailler.

Moteurs de performance

Les classes d'actifs classiques des fonds de faible volatilité continueront à constituer une partie substantielle de l'offre : obligations court terme, devises, obligations crédit couvertes en taux dans tous les segments de la dette (entreprises, titrisation, refinancement), taux variables ou indexés sur l'inflation. À ces classes traditionnelles, s'ajouteront les nouvelles classes d'actifs qui ne manqueront pas de se développer dans le futur. Le moteur de la performance réside, dans ce premier cas, dans la prime associée à la classe d'actifs que le gérant essaie de capter au mieux en diversifiant et en « timant » le marché. Des fonds de valeur relative ou d'arbitrage, spécialisés sur certaines classes d'actifs, mettent en jeu la capacité des gérants à déceler des différences « anormales » entre les titres ou véhicules spécifiques à une classe. Jeux de positions sur la courbe, *long/short*, crédit ou actions, interventions sur les marchés de dérivés sont autant d'exemples d'un ensemble de politiques de gestion qui trouve son pendant dans les stratégies d'arbitrage de la gestion alternative : arbitrage de convertibles, arbitrage de taux, stratégies neutres sur actions… Le moteur de performance repose sur l'hétérogénéité du marché des titres (et des dérivés) d'une classe d'actifs et sur la capacité du gérant à exploiter ces écarts. Dernière catégorie à mentionner à ce stade de développement, les stratégies d'allocation entre classes d'actifs, d'arbitrage entre les classes, et de multigestion. Le moteur de performance réside dans la capacité à détecter et exploiter les différentes primes de risque et à diversifier les risques sous-jacents.

Nature des risques

Selon les moteurs de performance, les risques auront essentiellement trait aux actifs détenus (première catégorie), aux *process* de gestion et aux capacités d'exécution (deuxième et troisième), voire aux asymétries d'information (multigestion). Les risques financiers traditionnels (taux, crédit, action, devise) sont de loin les mieux appréhendés. Les risques liés à la gestion active, robustesse du *process*, capacité d'exécution sur les marchés, risques opérationnels divers n'ont pas toujours fait l'objet de l'attention nécessaire. C'est sans doute une part de l'expertise de la multigestion, avantage dont la limite réside dans la qualité de l'information disponible. Le risque de liquidité a ainsi émergé de la crise récente comme étant une source majeure de différence entre les moteurs de performance. La génération des gérants présents en 2007 ne devrait plus l'oublier. Mais les nouveautés, voire la sophistication des instruments ou des stratégies mises en œuvre, apparaissent également comme un facteur de fragilité. L'équilibre sur un marché, et aussi la permanence du marché, tous deux donnés pour acquis dans nombre d'enseignements et comme hypothèse de départ de très nombreuses règlementations, devront être pris avec la « pincée de sel » et la prudence nécessaire. Le risque induit de valorisation, classique sur les segments les moins liquides, prend une tournure nouvelle : s'il faut, par exemple, substituer à un marché secondaire déficient un modèle s'appuyant sur les données des marchés effectivement actifs, comment intégrer l'incertitude sur la qualité, la robustesse, la pérennité des calibrations et estimations du modèle ? Cette rubrique doit, à l'évidence, être davantage fouillée et les incitations à la transparence et à l'introspection réellement mises en place.

Quantité du risque

Sur quelles échelles mesurer le risque global du portefeuille et comment est-il estimé ? Volatilité et *Value at Risk* (VaR) ont été les normes les plus fréquemment utilisées. La VaR a permis de prendre en compte les asymétries des distributions. Mais de quelle VaR s'agit-il ? Celle de la réglementation des

banques reste très liée au *trading*. Est-ce la bonne information lorsque l'horizon est de l'ordre de l'année ? Comment sur de tels horizons prendre en compte les primes de risque ? S'agit-il de mesures prospectives ou de mesures historiques calculées sur la base de valeurs liquidatives ? Dans ce cas, comment l'incertitude sur les prix et le risque du modèle sont-ils pris en compte ? Ces normes de risque, appropriées pour la plupart des situations, restent insuffisantes dans des situations extrêmes. N'est-ce pas au gérant de choisir des mesures de risque qui sont les plus appropriées, comme par exemple des mesures de « stress » ? Et, puisque la mesure est incertaine, ne faut-il pas prendre l'habitude de raisonner sur des intervalles de risque ? Ne serait-il pas judicieux qu'une notation AAA soit assortie d'un intervalle de confiance ? De plus, le mode opératoire pour calculer – estimer, diraient les experts – les mesures de risque doit être explicite.

Objectif de performance

De quel objectif s'agit-il ? Mesure absolue en pourcentage sur un horizon donné, performance relative aux indices monétaires, Eonia, Euribor, voire performance relative à l'inflation, aux salaires… Une panoplie complète d'objectifs peut être proposée. Pour des horizons courts, ils seront tous équivalents, mais cela n'est plus vrai sur des horizons de quelques trimestres.

En guise de conclusion : revenir à plus de raison

Ces quelques remarques techniques, pour détaillées qu'elles puissent être, ne suffisent pas à refermer un dossier qui a mobilisé l'attention bien au-delà de la centaine de gérants monétaires et de leurs assistants dont c'est le quotidien. Bénéficiant de cette bien involontaire popularité, les acteurs de la gestion monétaire voudront faire passer quelques messages pour que, par-delà les ajustements techniques, la sérénité et la prospérité reviennent. Nous voudrions y contribuer en faisant le vœu que davantage de responsabilité anime les acteurs, qu'ils soient acheteurs, promoteurs ou gérants. N'y a-t-il pas eu un dévoiement de la demande engendrant une surenchère de performance ? Rappelons que la compétition s'effectuait au quart de point de base annualisé, ce qui en fait correspond, sur une période de deux semaines, à un euro pour un million d'euros placé ! A-t-on pour cela surchauffé un marché dont l'encours équivaut à un quart du produit intérieur brut (PIB) de la France au risque bien réel de détruire le produit lui-même ? Rappelons qu'il a été mis en place avec l'aide patiente des gérants, des clients et de leurs associations, pendant plus de vingt-cinq ans. L'autodiscipline des gérants ne doit-elle pas mieux prouver sa vertu stabilisatrice ?

Savoir dire non aux pressions, aux incitations de court terme en particulier, n'a pas été assez valorisé et les impatiences diverses, y compris au plus haut niveau, sont demeurées insuffisamment contenues. Les pertes financières encourues par certains gérants peuvent-elles suffire pour revenir à plus de raison ? La simple observation de la profitabilité de la gestion monétaire montre le caractère absurdement antiéconomique de cette compétition exacerbée. La profession a conscience qu'elle peut mieux faire. Formons le vœu qu'elle puisse le faire rapidement, au rythme que la sortie de la crise permettra et avec l'aide bien comprise de l'ensemble des parties prenantes.

Notes

1. Les auteurs remercient Thomas Valli pour son aide dans le domaine statistique et pour la lecture critique d'une version préliminaire de ce texte. Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs et aucunement leurs institutions respectives.

2. Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

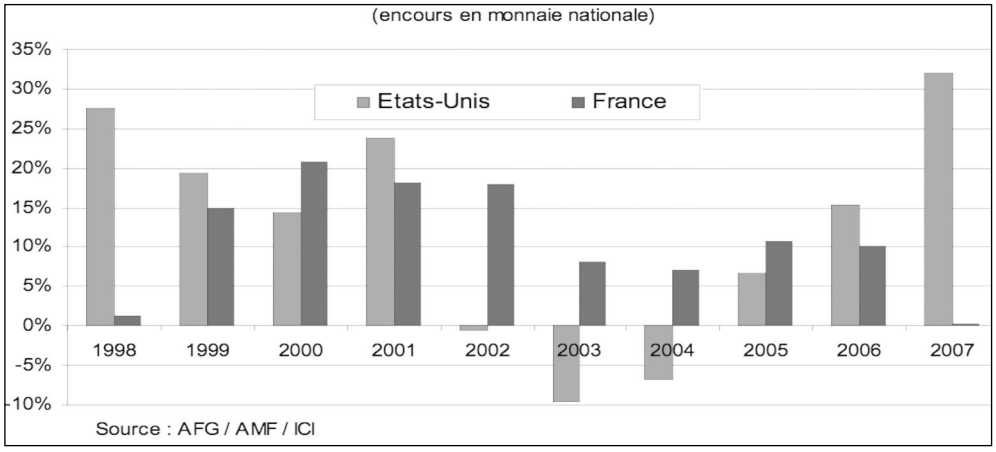
3. Sur le marché européen des fonds monétaires, la France est suivie par le Luxembourg (part de marché 27 % ; taux de croissance depuis la crise : 14 %) et par l'Italie (avec respectivement 8 et 11 %).

4. Au plus dur de la crise, l'encours des money-market funds *américains a connu des taux de croissance hebdomadaires de 2 à 3 %.*

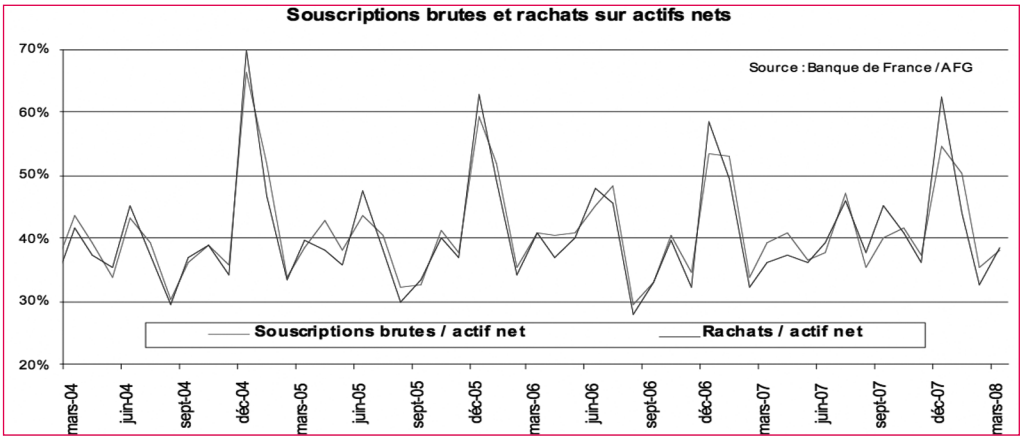
5. La totalité des fonds monétaires réguliers affiche des performances positives. Plus précisément, 90 % de ces fonds réalisent une performance supérieure ou égale à 0,75 % de celle l'Eonia.

Annexes

Annexe 1 – Taux de croissance record en 2007 pour les *money-market funds* américains



Annexe 2 – Persistance des transactions sur les OPCVM monétaires : bon an mal an, cette activité se caractérise par sa saisonnalité. À remarquer de même que pendant la crise du « *subprime* », le niveau des souscriptions brutes et des rachats, en termes absolus et relatifs, s'est maintenu à des positions similaires à celles des années précédentes, ce qui suggère que les investisseurs ont continué de souscrire, avec toutefois des taux de rachat supérieurs à la « normale saisonnière », du moins entre août et décembre 2007.



LES *HEDGE FUNDS* ET LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

André Cartapanis
Professeur, Institut d'études politiques (IEP), Aix-en-Provence
Chercheur, Groupe de recherche en droit, économie et gestion (Gredeg) [1]

Jérôme Teïletche
Professeur associé, université Paris Dauphine
Chercheur, Centre de recherches sur la gestion et la finance (Cereg) [2]

Que sait-on aujourd'hui quant au rôle des hedge funds *dans la crise des* « subprimes » *? Pour les auteurs de cet article, plus que les responsables de la crise des crédits structurés, les hedge funds en ont été les propagateurs. Le marché des CDO (*collateralized debt obligations*) est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, durent ajuster leurs positions, fussent-elles perdantes, face aux appels de marge de leurs* prime brokers, *eux-mêmes soumis à des tensions comparables. Si la titrisation des crédits hypothécaires n'a pas contribué à la dispersion des risques initiaux, c'est notamment parce que les effets de levier dont bénéficient les* hedge funds *ont changé tout à la fois l'échelle du risque, compte tenu de l'ampleur des positions à découvert, et sa nature, devenue systémique à cause de la procyclicité du* leverage.

La crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 constitue de toute évidence une crise systémique. Au-delà du très fort ralentissement de la croissance mondiale qu'elle a probablement déjà provoqué, cette crise a suscité une contagion systémique vers tout un ensemble de marchés, mais aussi des dévalorisations d'actifs pour des montants considérables au sein des bilans des principaux intermédiaires financiers : les chiffres annoncés n'ont cessé d'augmenter depuis plusieurs mois et les 1 000 milliards de dollars de pertes seront très certainement dépassés (International Monetary Fund, IMF, 2008).

Mais comment en est-on arrivé là ?

On pourrait envisager de répondre à cette question en examinant la chaîne d'innovations financières ayant rendu possible une telle contagion systémique : extension des crédits hypothécaires à risque, les fameux « *subprimes mortgage loans* », aux États-Unis ; création des SIV (*Structured investement vehicles*) et autres *conduits* permettant l'inscription hors bilan de ces créances hypothécaires ; émission et diffusion massive des dérivés de « *subprimes* » que sont certains CDO, les ABS (*Asset backed securities*) et autres MBS (*mortage-backed securities*) parmi les investisseurs internationaux…

On pourrait s'intéresser aux conditions macro-économiques ou macroprudentielles qui ont alimenté les tensions avant de provoquer le choc de défiance :
- excès de liquidités monétaires et bulle immobilière ;

- sous-évaluation d'ensemble du risque d'accident systémique ;
- hausse rapide des taux d'intérêt américains et vagues de défaillances parmi les emprunteurs hypothécaires ;
- impact des nouvelles normes comptables ou prudentielles sur les bilans bancaires…

Mais pour appréhender la dynamique de crise, on peut également tenter de discriminer les acteurs ayant joué un rôle-clé dans l'accumulation des positions à risque, les dévalorisations d'actifs et le déclenchement de la crise de liquidité. Sous cet angle, parmi les intermédiaires financiers, ce sont les banques, pourtant réputées les plus transparentes, les mieux surveillées par la supervision prudentielle et dont le comportement se trouve le plus réglementé, qui ont accumulé les expositions à risque les plus élevées et les pertes comptables les plus importantes. Le rôle des investisseurs à risque – les *hedge funds* – dans le déclenchement et l'approfondissement de la crise est plus controversé. Compte tenu du nombre relativement limité de fermetures de fonds en 2007-2008 ou de la faiblesse relative des pertes qu'ils auraient assumées, comparées à celles des banques, certains considèrent que leur responsabilité n'est pas avérée (Jacquillat, 2008 ; Simon, 2008 ; Amenc, 2007). Mais ce point de vue n'est pas partagé de façon unanime, ni sur le plan analytique (Soros, 2008 ; Aglietta, Rigot, 2008), ni sur le plan politique, on l'a vu avec les réactions quelque peu polémiques de la chancelière allemande et du président de la République française, en septembre 2007, à propos du déficit de transparence des fonds spéculatifs. D'où la question abordée dans cet article : Que sait-on aujourd'hui quant au rôle des *hedge funds* dans la crise des « *subprimes* » ?

Pourquoi mettre en cause les *hedge funds* ?

Depuis la quasi-faillite de LTCM (*long term capital management*) en 1998, à l'origine d'une crise majeure de liquidité bancaire aux États-Unis, les *hedge funds* sont souvent associés aux excès de la spéculation financière et à l'instabilité des marchés. Pourtant, les pertes abyssales en septembre 2006 du fonds *Amaranth*, de l'ordre de 6 milliards de dollars pour une *net asset value* de 9 milliards, n'ont induit aucun effet de contagion massif, ni parmi les autres fonds, ni du côté des contreparties. Les défaillances de fonds spéculatifs sont d'ailleurs restées très peu nombreuses, de l'ordre de trois pour mille par an, depuis une dizaine d'années, alors que le nombre de fonds a été multiplié par sept (Prada, 2007).

Pourtant, comparés aux fonds communs de placement ou aux *mutual funds* américains, les fonds spéculatifs ne sont pas des investisseurs comme les autres. Ils sont peu réglementés, souvent implantés *offshore*, très peu transparents. Ils mènent des stratégies dites « alternatives » en couvrant des positions longues par des ventes à découvert ou en utilisant massivement les produits dérivés. Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très élevées en fonction des performances du fonds (2 % des actifs gérés auxquels s'ajoutent 20 % des gains). Quant à l'appellation *hedge fund*, elle recouvre une palette hétérogène de stratégies ou de « styles » de gestion de portefeuille, en fonction de deux critères-clés :
- d'abord, le type de stratégie d'investissement (directionnelle, et donc fondée sur la tendance des marchés ; non directionnelle, ou évènementielle ; et d'arbitrage) ;
- ensuite, les types d'actifs et donc les marchés, privilégiés par chaque gérant ; on en déduit des typologies très étendues qui distinguent de dix à vingt « styles », selon les classifications.

Mais, c'est le recours aux effets de levier qui donne aux fonds d'investissement à risque une place particulière au sein de l'industrie financière, d'où le vocable de *Highly Leveraged Institutions* (HLIs) qu'emploie le Forum de stabilité financière (FSF). Cet effet de levier peut avoir plusieurs sources :
- la vente à découvert d'actions ou d'obligations ;
- des prises de positions sur les dérivés, avec évidemment des dépôts de marges minimes ;
- et, surtout, l'accès à des crédits bancaires ou la négociation de lignes de crédit avec les grandes banques internationales.

La combinaison de ces formules peut conduire à des niveaux de levier tout à fait considérables, de l'ordre de quatre à cinq dans certains cas exceptionnels. Seulement 30 % des fonds spéculatifs n'utilisent aucun effet de levier, certains styles de fonds y recourant à des niveaux élevés, supérieurs à deux : c'est le cas de 60 % des fonds de type *Macro Neutral Arbitrage* et de 55 % des fonds de type *Macro*, selon Van Hedge Fund Advisors International. La Financial Services Authority britannique évalue de son côté à 2,4 le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier (Ferguson, Laster, 2007). C'est principalement grâce aux banques d'investissement exerçant des activités de *prime brokers*, notamment sur les dérivés de gré à gré, que les *hedge funds* accèdent à de tels leviers. Les *prime brokers* assurent en effet le financement garanti des expositions que prennent les fonds, mais aussi l'exécution des transactions sur dérivés. Ce faisant, ils relient directement la situation des fonds spéculatifs à celle des systèmes bancaires (Cartapanis, 2008).

Ce *leverage* crée un changement d'échelle dans la taille des positions que prennent les fonds spéculatifs, ce qui pourrait leur accorder un rôle tout particulier dans les dynamiques de crises. Près de dix mille fonds gèrent aujourd'hui entre 1 400 et 2 000 milliards de dollars d'actifs, soit une croissance annuelle de l'ordre de 20 % depuis le début des années 2000 (Ferguson, D. Laster, 2007). Ils représentent près de 30 % du volume de transactions sur les actions aux États-Unis. Quant aux plus gros gérants de *hedge hunds*, ils traitaient des portefeuilles de l'ordre de 20 milliards de dollars chacun, fin 2007. Les fonds spéculatifs peuvent ainsi contribuer à l'aggravation d'une crise financière, par exemple s'ils prennent de très importantes positions courtes sur un actif déjà orienté à la baisse, et donc en menant des stratégies de type *positive feedback trading*.

Est-ce à dire que les *hedge funds* ont eu un rôle décisif dans le déclenchement de la crise de 2007-2008 ? C'est peu probable.

La responsabilité limitée des *hedge funds* dans la crise d'illiquidité de 2007-2008

Lorsque la crise s'est déclenchée sous la forme dans un premier temps de l'illiquidité de la plupart des marchés de dérivés de « *subprimes* », les yeux se sont naturellement tournés vers les *hedge funds*. En effet, ceux-ci sont réputés être des acteurs majeurs sur ce type de marché. Blundell-Wignall (2007) fournit l'une des rares estimations de la répartition des acheteurs des différentes tranches de CDO (tableau 1). Au moment de la crise, les *hedge funds* détenaient plus de 46 % du total, mais surtout plus de 80 % des tranches les plus risquées (*equity*). Avec près de 1 400 milliards de dollars de détention de tranches de CDO, à comparer aux 2 000 milliards d'actifs sous gestion, les *hedge funds* se sont donc trouvés au cœur de la crise des « *subprimes* ».

Tableau 1 - La place des *hedge funds* dans la détention de CDO avant la crise

	Assurances (%)	***Hedge funds*** (%)	**Banques** (%)	***Asset Managers*** (%)
AAA	6,9	12,1	14,5	5,8
AA	1,2	4	3,5	4
A	0,3	4,6	1,4	2,9
BBB	0,6	4,3	0,3	4
BB	0	2,3	0,3	0,3
Equity	0,9	19,1	4,9	1,7
Total en %	**9,8**	**46,5**	**24,9**	**18,8**
Total en Mds USD	**295**	**1 396**	**746**	**564**

Source : A. Blundell-Wignall (2007), à partir de données privatives de banques, p. 45.

Et de fait, on peut marquer le début de la crise entre mai et juillet 2007 avec la faillite de plusieurs *hedge funds* spécialistes des dérivés de crédit : UBS Dillon Reed Capital Management, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund et Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund. Durant le second semestre 2007 et au début 2008, d'autres fonds – pour la plupart investis dans des ABS « *subprimes* » – ont connu des difficultés les conduisant à suspendre les remboursements aux investisseurs ou à faire faillite. On peut en donner la liste [3] sans doute non exhaustive : Bear Stearns ABS, Caliber, Galena Street, Solent, Basis Capital, Cheyne, Synapse, Thornburg, CSO Partners et Falcons Partners (deux *hedge funds* de Citigroup), et Peloton. Parmi les facteurs communs à tous ces épisodes de crises figurent une utilisation exagérée du levier bien au-delà de celui naturellement présent dans les produits structurés, une sous-estimation du risque sous-jacent, des difficultés à refinancer les emprunts et, donc, une situation d'illiquidité.

Au final, toutefois, avec une grosse dizaine de fonds en difficulté et moins d'une vingtaine de milliards de dollars de pertes en 2007, on est très en deçà des chiffres annoncés pour les banques. Les *hedge funds* semblent donc avoir été nettement moins exposés à la crise des dérivés de crédits hypothécaires américains que ces dernières, contredisant les *a priori* à ce sujet. Dans une estimation récente (tableau 2), le Fonds monétaire international (FMI, 2008) considère d'ailleurs que les *hedge funds* n'ont subi que 22,8 % des pertes liées aux « *subprimes* » en 2006, contre 53,3 % pour les banques. Il en est de même en 2007 : jusqu'en novembre, les *hedge funds* auraient perdu 20,4 milliards de dollars (29,2 % du total), contre 28,8 milliards de dollars pour les banques (41,3 % du total).

Tableau 2 - Expositions et pertes liées aux « *subprimes* » américains (en Mds USD et en %)

	Exposure[1]			Losses		
	2005	2006	2007[2]	2005	2006	2007[2]
	Total amount (in billions of U.S. dollars)					
Banks[3]	155.3	263.9	126.5	–8.8	–62.8	–28.8
Hedge funds	69.8	98.1	77.6	–6.7	–26.9	–20.4
Insurance companies	78.4	105.9	83.7	–1.6	–20.8	–15.1
Finance companies	24.6	30.2	23.8	–0.6	–4.8	–3.6
Mutual funds/pension funds	14.8	18.2	14.3	–0.4	–2.5	–1.9
Total	342.9	516.3	325.9	–18.1	–117.8	–69.8
	As a percent of total					
Banks[3]	45.3	51.1	38.8	48.6	53.3	41.3
Hedge funds	20.4	19.0	23.8	37.0	22.8	29.2
Insurance companies	22.9	20.5	25.7	8.8	17.7	21.6
Finance companies	7.2	5.8	7.3	3.3	4.1	5.2
Mutual funds/pension funds	4.3	3.5	4.4	2.2	2.1	2.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Goldman Sachs.
[1]Par amounts for securities and notional amounts for derivatives.
[2]As of November 2007.
[3]Including investment banks.

Source : IMF (2008), p. 78.

Deux thèses s'opposent pour rationaliser ce tableau comparé des pertes enregistrées par ces deux catégories d'acteurs.

La première consiste à considérer que les *hedge funds* auraient pu dissimuler une partie de leurs pertes jusqu'à présent car, à l'inverse des banques, il s'agit d'acteurs faiblement réglementés qui peuvent donc se permettre d'être moins prompts (grâce à la règle de *lock-up*) et/ou moins pessimistes dans la valorisation des titres en détresse devenus illiquides. De ce point de vue, il est édifiant d'observer qu'un fonds comme Peloton a pu afficher une performance impressionnante en 2007 (+ 86 %, contre + 10 % pour l'ensemble de l'industrie des *hedge funds* en moyenne) avant de disparaître en moins de deux mois...

Une autre explication est toutefois apportée. Sans contester les imprudences d'un certain nombre de fonds, très engagés sur les CDO, les ABS ou les MBS, ce qui leur a permis d'accéder à des performances tout à fait hors-norme jusqu'en 2003-2004, l'exposition de l'ensemble des *hedge funds* aux produits structurés de crédit aurait été largement surestimée. D'abord, parce que contrairement aux actions, les dérivés de crédit représentent une classe d'actifs qui est loin d'être dominante parmi les fonds d'investissement à risque puisque 10 à 15 % seulement des encours sont concernés par ce type d'allocation, *via* les stratégies *Distressed*, *Fixed Income Arbitrage*, et une partie des *Convertible Arbitrage* ou des *Event-Driven*. Certes, il s'agissait depuis quelques années d'une catégorie en pleine expansion, notamment pour les gérants spécialistes de l'arbitrage sur certaines tranches de CDO, mais ces types de fonds ont connu une diffusion limitée du fait de la faiblesse de leur *track record*. Ensuite, comme c'est fréquemment le cas avec les *hedge funds*, parce qu'un choc de marché négatif peut aussi apporter des gains significatifs, par exemple si les fonds prennent des positions *short* sur le « *subprime* », typiquement en achetant de la protection sur les indices de CDS ABX et CMBX. La crise des « *subprimes* » a ainsi rendu célèbres plusieurs gérants de *hedge funds*, comme Andrew Lahde (+ 870 % en 2007 !), les gérants de Harbinger Capital Partners et, surtout, John Paulson, un ancien de Bear Stearns, qui aurait récemment gagné près de 3 milliards de dollars de commissions. Il est vrai que c'est dans la culture des *hedge funds* de ne s'exposer que partiellement au directionnel de marché, d'où leur nom de *hedge*. Cela signifie que même si leurs positions étaient importantes en termes bruts sur le crédit structuré, elles étaient probablement beaucoup plus faibles en termes nets. *A contrario*, les banques qui structurent ces produits n'ont pas vocation, en général, à se positionner sur le directionnel du marché, la position longue étant dans la plupart des cas un résidu de ce qu'elles ne parviennent pas à placer. En adoptant des positions courtes, les *hedge funds* ont sans doute accentué la crise d'illiquidité mais certaines banques ont suivi le même comportement opportuniste, à l'image de Goldman Sachs.

La crise financière de 2007-2008 est le résultat d'un enchaînement de causalités, de l'extension déraisonnable des crédits hypothécaires « *subprimes* » à leur titrisation sans discernement dans des tranches de plus en plus risquées de dérivés de crédit, sans oublier les effets de la hausse des taux d'intérêt américains. Mais l'acquisition massive de CDO ou d'ABCP (*Asset backed commercial paper)* de la part des *hedge funds*, dans un climat d'euphorie, a évidemment alimenté le risque systémique et a sans doute contribué au basculement brutal dans l'illiquidité, après le mois d'août 2007 lorsque les défaillances des emprunteurs primaires sur le marché hypothécaire américain se sont multipliées, suscitant une inquiétude grandissante et, bientôt, un mouvement de panique. Mais à l'exception d'une minorité d'entre eux, il semble que les *hedge funds* se sont moins engagés que les banques dans de tels paris, ce qui apparaît très nettement dans les estimations du FMI quant aux expositions acquises par chaque type d'intermédiaire sur les « *subprimes* » (tableau 2) :

- 69,8 milliards de dollars pour les *hedge funds* contre 155,3 milliards pour les banques, en 2005 ;
- 98,1 milliards de dollars, contre 263,9 milliards en 2006 ;
- 77,6 milliards de dollars contre 126,5 milliards en 2007.

Et l'on remarque également que les sociétés d'assurances ont adopté des positions du même type pour des sommes systématiquement plus importantes que celles allouées par les fonds spéculatifs : respectivement, pour des montants de 78,4 milliards, 105,9 et 83,7 milliards de dollars.

La propagation de la crise d'illiquidité et les *hedge funds*

On a noté précédemment que les *hedge funds* sont des utilisateurs permanents de l'effet de levier, notamment dans les stratégies d'arbitrage où les gérants cherchent à amplifier les gains liés au portage de *spreads* initialement limités. Ce levier est fourni par

leurs *prime brokers*, *via* des lignes de crédit ou des prêts de titres. Or, ce sont les grandes banques internationales qui assurent cette fonction de *prime brokerage*, celles-là même qui ont été prises dans la tourmente de la crise des dérivés de « *subprimes* », qui se sont trouvées à la recherche de liquidités, apportées, en dernier ressort, par les banques centrales. Elles se trouvent tenues aujourd'hui d'assainir leurs bilans. C'est dans cet environnement que les relations se sont fortement tendues entre les banques et les *hedge funds* qui constituaient pourtant jusqu'alors leurs meilleurs clients du fait de l'importance des commissions versées, à hauteur de 25 % des revenus des banques d'investissement (Dubois, Mustier, 2007). Mais cette situation a précipité plusieurs *hedge funds* vers la faillite.

Le mois d'août 2007 avait constitué une première illustration de ce que l'on pourrait appeler un risque de *prime brokerage* avec une performance négative de plus de 2 % pour les *hedge funds*, soit la plus forte baisse depuis début 2000, alors même que les marchés action, quant à eux, avaient progressé sur l'ensemble du mois (tableau 3). Ce sont les banques en effet qui ont été à l'origine de plusieurs défaillances lorsque, prises de panique devant le renversement de tendance des marchés action, les premières inquiétudes sur les crédits hypothécaires américains et l'*unwinding* des *carry trade* de change, en milieu de mois, elles ont alors exigé un *deleverage* massif parmi les *hedge funds* notamment en augmentant les *haircuts*, les marges sur les crédits. C'est ce qui a conduit ces investisseurs à vendre au plus bas et à subir des pertes importantes. L'événement a d'abord été considéré comme un phénomène isolé car les mois qui suivirent furent globalement porteurs pour les *hedge funds* (tableau 3), renforçant d'ailleurs l'impression d'un impact limité de la crise financière sur leurs performances tandis que les banques rivalisaient d'annonces de *write downs* toujours plus impressionnants.

Tableau 3 - Évolution de performances des styles de stratégies de *hedge funds* durant la crise 2007-2008, en %

	année 2007	août 2007	sept. 2007	oct. 2007	nov. 2007	déc. 2007	jan. 2008	fév. 2008	mars 2008
Indices généraux									
Fonds de fonds	10.26	-2.18	2.16	3.07	-1.50	0.46	-2.93	1.42	-2.34
Indice global	9.96	-1.53	2.69	2.85	-2.20	0.53	-2.59	1.86	-2.00
Stratégies Actions									
Equity Hedge (Long/Short)	10.46	-1.67	3.18	3.09	-2.89	0.50	-4.39	1.54	-3.00
Equity Market Neutral	5.30	-1.26	0.72	0.90	-0.30	0.45	-0.95	1.36	-1.08
Equity Quantitatif	12.24	-1.51	4.07	4.27	-4.69	0.27	-5.14	1.86	-1.86
Equity Short Sellers	4.72	1.75	-1.63	-0.11	6.06	0.31	4.48	1.97	0.92
Stratégies directionnelles									
Global Macro	11.13	-2.11	3.23	3.26	-0.89	1.01	1.06	4.90	-0.89
Global Macro Systematic Traders	10.44	-2.55	6.20	6.43	-4.41	1.36	2.84	6.78	-0.24
Emerging	24.91	-2.58	4.66	4.81	-2.66	1.75	-5.83	2.92	-5.13
Stratégies Event-Driven									
Distressed	5.06	-1.43	0.75	1.76	-2.22	-0.11	-2.54	0.10	-0.88
Merger Arbitrage	7.05	0.37	0.98	1.89	-1.46	-0.28	-1.72	0.97	-0.83
Relative Value									
Multistratégie	1.96	-1.20	1.46	0.98	-1.21	0.18	-0.90	0.40	-3.19
Fixed Income -Corporates	-0.73	-1.55	1.66	1.25	-1.80	-0.11	-1.95	-0.65	-1.61
Fixed Income – Asset Backed	1.89	-1.29	0.83	0.73	-0.68	-0.12	0.66	0.66	-0.06
Fixed Income – Arbitrage de convertibles	5.32	-1.02	1.57	1.96	-1.03	-0.31	-1.36	-0.99	-3.82
Indicateurs de marché globaux									
Indice S&P 500	5.49	1.50	3.74	1.59	-4.18	-0.69	-6.00	-3.25	-0.43
Indice MSCI World	5.20	-0.01	3.03	2.16	-4.24	-0.78	-8.38	-1.67	-2.08
Indice Obligataire Monde Citigroup	3.72	1.13	0.13	0.67	1.26	0.02	1.74	0.60	0.08
Indice de volatilité implicite VIX	17.73	23.4	18.0	18.5	22.9	22.5	26.2	26.5	25.6

Sources : Indices HFR (www.hedgefundresearch.com), Datastream.

Les ennuis allaient toutefois rapidement revenir pour les *hedge funds* par la combinaison de deux mécanismes. D'une part, la perspective d'une récession de plus en plus probable aux États-Unis a précipité l'ensemble des marchés action de la planète dans un véritable krach, au premier trimestre 2008, provoquant de fortes pertes pour la quasi-totalité des stratégies de *hedge funds* (hors *Global Macro/CTA* et *Short Seller* évidemment). Pour environ la moitié d'entre eux, les *hedge funds* peuvent être assimilés à des *stock pickers*. Lorsque les marchés action s'effondrent, leur situation devient délicate car ils affichent un *bêta* positif (pour les *Long-Short Equity*) ou parce que les *deals* de M&A sont remis en cause (stratégies de *Merger Arbitrage*). Mais ce sont les nouvelles restrictions de liquidité imposées par les *prime brokers* qui vont provoquer, dans la deuxième quinzaine de mars 2008, une cascade d'énormes difficultés pour de nombreux fonds, parmi les plus importants : Carlyle, Focus, Drake, Blue River, D.B. Zwirn, Pardus, Sailfish, Tisbury, JMW Partners, Platinum Grove [4], plusieurs fonds de Citigroup. Certains *hedge funds* ont d'ailleurs abandonné leurs *prime brokers* au premier rang desquels figurait Bear Stearns, précipitant la faillite de ce dernier.

Autant en mars 2008 qu'en août 2007, on a donc observé une surréaction des pertes globales des *hedge funds* vis-à-vis de ce qu'elles auraient dû être sur la base de leurs niveaux d'exposition sur différents marchés, simplement à cause de la crise d'illiquidité véhiculée par les banques [5]. La situation est à nouveau très tendue aujourd'hui entre les *prime brokers* et les *hedge funds* : en restreignant la liquidité, les *prime brokers* provoquent des ventes à perte chez les *hedge funds*, ce qui induit des demandes de remboursement de la part des investisseurs, engendrant de nouveaux besoins de financement qui, s'ils sont refusés, entraînent de nouvelles difficultés. Cette dynamique, typique des crises d'illiquidité systémique, semble se traduire par un ralentissement des souscriptions auprès des *hedge funds* et, apparemment, par des retraits nets de la part des investisseurs depuis le début 2008. Pourtant, les *prime brokers* restent à la recherche des commissions de courtage que génèrent les *hedge funds*. Ils sont parfois directement associés à leurs performances, notamment lorsqu'ils vendent des produits structurés, du type capital garanti sur un panier de *hedge funds*. Sans le rétablissement de cette relation privilégiée entre *hedge funds* et *prime brokers*, l'industrie des fonds spéculatifs pourrait voir sa spécificité menacée dans les prochains mois. C'est là un phénomène d'autant plus inquiétant pour les *hedge funds* que le *credit crunch* a toutes les chances de ne pas les épargner.

Pour conclure : vers un nouveau paradigme des marchés financiers ? [6]

Les *hedge funds* ne sont pas les principaux responsables de la crise des « *subprimes* » et de ses conséquences systémiques. Tel est le principal enseignement qui se dégage de cette analyse. Cela ne signifie pas que l'on doit les exonérer de toute influence dans le scénario d'ensemble de la crise systémique, à côté des banques, des agences de notation, des courtiers ayant initié les crédits hypothécaires américains à risque…

Une crise systémique répond à des risques systémiques qu'alimentent les innombrables externalités des systèmes financiers. De ce point de vue, les *hedge funds* ont été les propagateurs de la crise des crédits structurés (Aglietta, Rigot, 2008). Car le marché des CDO est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, devaient ajuster leurs positions – fussent-elles perdantes – face aux appels de marge de leurs *prime brokers,* eux-mêmes soumis à des tensions comparables (Dodd, 2007). D'où la suspension des transactions, la disparition de tout prix de marché pour certains CDO, surtout pour les tranches les plus risquées (*equity* et *mezzanine*).

Si la titrisation des crédits hypothécaires n'a pas contribué à la dispersion efficace des risques initiaux, c'est sans doute à cause de certaines notations déraisonnables, mais c'est également parce que le

leverage avait changé tout à la fois l'échelle et la nature du risque « *subprime* ». L'échelle du risque d'abord, compte tenu de l'ampleur des positions à découvert accumulées par les *hedge funds*, mais aussi par les banques ou les sociétés d'assurances, sur l'ensemble des dérivés de « *subprimes* », bien au-delà du risque spécifique de non-recouvrement d'une part des crédits hypothécaires américains. La nature du risque ensuite, compte tenu des rapports entre le niveau de *leverage*, la dynamique d'ensemble du système économique et le cycle du crédit. Car les effets de levier sont procycliques (Buiter, 2007 ; White, 2008). C'est dans le climat euphorique de la première moitié des années 2000 que, tout à la fois, les crédits « *subprimes* » se sont fortement développés aux États-Unis, les dérivés de crédits se sont multipliés, les leviers accordés par les *prime brokers* – et donc par des banques – ont beaucoup augmenté, sans parler de l'inflation des prix d'actifs. Très classiquement, au vu de l'histoire des crises financières, c'est dans une période de croissance et de prospérité que la sous-estimation du risque systémique s'installe. Lorsque le « climat » change pour des raisons endogènes à la sphère financière ou en réponse à un choc macroéconomique, par exemple avec la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis après 2005, alors le scénario s'inverse, le cycle du crédit s'engage dans une nouvelle phase, le *deleveraging* en amplifie les effets, par exemple auprès des *hedge funds*, l'assèchement de la liquidité s'installe et la crise systémique s'étend malgré les interventions en dernier ressort des banques centrales qui colmatent les brèches. Nous en sommes là, au printemps 2008.

Paradoxalement, le nouveau paradigme des marchés financiers, qu'appelle de ses vœux G. Soros, le fondateur du célèbre fonds Quantum, consiste d'abord à limiter les effets de levier, en particulier pour les *hedge funds*. Le renforcement de la transparence, l'amélioration des modèles de notation peuvent peut-être y contribuer… Mais cela ne saurait répondre à la question de la procyclicité qui caractérise les systèmes financiers et principalement, en leur sein, les banques. C'est la raison pour laquelle, dans une période où les propositions de réforme de l'architecture financière se multiplient afin de mieux prévenir l'instabilité, notamment à l'initiative du Trésor américain ou du G7, le recours à une approche macroprudentielle paraît s'imposer (White, 2008 ; Cartapanis, 2003) notamment en introduisant un provisionnement dynamique dans le domaine de la réglementation des banques.

Notes

1. Gredeg,UMR 6126, CNRS, université de Nice Sophia Antipolis.

2. Cereg-DRM Finance, UMR 7088, CNRS – Université Paris Dauphine.

3. Pour des informations détaillées sur les différentes faillites de hedge funds*, on peut se reporter au site : http://hf-implode.com*

4. Pour l'anecdote, on retiendra que les fonds JMW Partners et Platinum Grove sont dirigés par deux anciens membres-clés de LTCM, à savoir J. Meriwether et le prix Nobel d'économie, M. Scholes, respectivement.

5. Voir G. Monarcha et F. Pochon (2008) pour une quantification de ce phénomène.

6. Pour reprendre le titre du dernier ouvrage de G. Soros (2008) : The New Paradigm for Financial Markets : The Great Credit Crash and What It Means*, Public Affairs, London.*

Bibliographie

AGLIETTA, M. ; RIGOT, S., « La réglementation des *hedge funds* face à la crise financière. Une contribution au débat », Document de recherche, EconomiX, UMR 7166, CNRS – Université de Paris X – Nanterre, mars, 2008.

AMENC, N., « Trois premières leçons de la crise des crédits "*subprimes*" », Edhec-Risk and Asset Management Research Centre, Nice, août, 2007.

BLUNDELL-WIGNALL, A., « Structured Products : Implications for Financial Markets », *OECD Financial Market Trends*, n° 93, vol. 2007/2, 2007.

BUITER, W., « Lessons from the 2007 Financial Crisis », CEPR (Centre for Economic Policy Research) Policy Insight, n° 18, December, 2007.

CARTAPANIS, A., « Vers une prévention macroprudentielle des crises financières internationales », *Revue d'économie financière*, n° 70-1, 2003.

CARTAPANIS, A., « Les *hedge funds* et le risque systémique », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?,* Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.

DODD, R., « Tentacles of a crisis », *Finance and Development*, vol. 44, n° 4, December, 2007.

DUBOIS, A. ; MUSTIER, J.-P., « Risques et rendement des activités bancaires liées aux *Hedge Funds* », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.

FERGUSON, R. ; LASTER, D., « *Hedge Funds* et risque systémique », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, « Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness », Global Financial Stability Report, Washington, April, 2008.

JACQUILLAT, B., « *Hedge funds* et private equity : leur apport à la gouvernance des entreprises cotées », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?,* Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.

MONARCHA, G. ; POCHON, F., « *Hedge funds* et persistance de la crise de liquidité : où se situent les risques ? », Natixis Special Report, 8 avril, 2008.

PRADA, M., « Le monde des *Hedge Funds* : préjugés et réalité. La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 10, avril, 2007.

SIMON, Y., « Les *hedge funds*, la titrisation et la crise de l'été 2007 », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?,* Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris, 2008.

SOROS, G., *The New Paradigm for Financial Markets : The Great Credit Crash and What It Means*, Public Affairs, London, 2008.

WHITE, W., « *Past financial crises, the current financial turmoil, and the need for a new macrofinancial stability framework* », Speech at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference, « *The structure of regulation* : lessons from the crisis of 2007 », London, 3 march, 2008.

VERS UNE REMISE EN CAUSE DES BANQUES SPÉCIALISÉES ? QUELQUES RÉFLEXIONS TIRÉES DE L'EXEMPLE AMÉRICAIN

Marc-Antoine Lacroix

Conseiller financier, Agence financière New York

Le mouvement d'universalisation du système bancaire américain n'a pas empêché le maintien d'un fort degré de spécialisation, que ce soit à travers l'existence d'un tissu dense de banques de taille régionale, mais aussi, plus récemment, à travers l'essor d'établissements de crédit non régulés spécialisés dans le crédit immobilier ou le crédit à la consommation.

Comment ont évolué les performances des banques généralistes et des banques spécialisées au cours de la période récente ? Jusqu'en 2006, les banques spécialisées affichaient des performances supérieures à celles des banques généralistes. La crise intervenue depuis l'été 2007 a toutefois frappé de plein fouet tous ces établissements, à commencer par ceux du secteur immobilier. Qu'il s'agisse de la faillite d'établissement, comme New Century, ou des difficultés du prêteur immobilier Countrywide Financial, sans parler des déboires de la banque d'investissement Bear Stearns, la crise a mis en lumière certaines vulnérabilités qui leur sont communes : du côté de l'actif, une concentration excessive sur certaines catégories d'emprunteurs ou d'actifs à risque, mais aussi du côté du passif, à travers une dépendance excessive aux liquidités à court terme fournies par les marchés financiers.

Avec la perspective d'une stagnation prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes commencent également à apparaître du côté des banques régionales, en raison de leur faible diversification et de la concentration très forte de leurs actifs sur l'immobilier commercial.

La crise financière confirme-t-elle a contrario *la supériorité du modèle de la banque universelle ? Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. La présence de dépôts au passif constitue une protection efficace contre le renchérissement du coût de financement sur les marchés interbancaires et l'assèchement des liquidités sur les marchés de dette en période de crise financière. La combinaison entre banque d'investissement et banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas, comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.*

Le paysage bancaire américain a connu une importante phase de consolidation au cours des vingt dernières années. Les cinq premières banques détiennent ainsi plus de 70 % des actifs totaux de l'industrie. Paradoxalement, ce mouvement d'universalisation n'a pas empêché le maintien d'un fort degré de spécialisation du système bancaire.

Cette spécialisation prend essentiellement deux formes. La première tient à la persistance d'un tissu dense de banques de taille moyenne, spécialisées sur une région géographique ou sur une clientèle précise. Quatre-vingt-quinze pour cent des huit mille cinq cents banques enregistrées auprès du régulateur bancaire ont moins de 10 milliards d'actifs qui interviennent sur un marché spécialisé. Une seconde forme de spécialisation, plus récente, tient à l'essor considérable d'établissements de crédit non régulés, spécialisés dans la distribution de prêts immobiliers (*mortgage bankers*) ou de prêts à la consommation (*consumer bankers*). Contrairement aux banques de dépôt qui gardent dans leur bilan les prêts qu'elles distribuent à leurs clients, ces établissements reçoivent peu de dépôts et vendent directement aux marchés financiers les prêts qu'ils distribuent, sous forme de produits titrisés.

Il est intéressant de regarder comment ont évolué les performances respectives des banques généralistes et des banques spécialisées au cours de la période récente. Avant la crise financière, les banques spécialisées affichaient des performances supérieures à celles des banques généralistes. La crise intervenue depuis l'été 2007 a toutefois frappé de plein fouet les banques spécialisées, à commencer par celles du secteur immobilier. Qu'il s'agisse de la faillite d'établissement comme New Century ou des difficultés du prêteur immobilier Countrywide Financial, sans parler des déboires de la banque d'investissement Bear Stearns, la crise a mis en lumière certaines vulnérabilités communes à ces structures : du côté de l'actif, une concentration excessive sur certaines catégories d'emprunteurs ou d'actifs risqués ; mais aussi du côté du passif, à travers une dépendance excessive aux liquidités à court terme fournies par les marchés financiers. Avec la perspective d'une stagnation prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes fortes commencent également à apparaître du côté des banques régionales, en raison de leur insuffisante diversification.

Ainsi, alors que la spécialisation bancaire était présentée par les régulateurs comme un facteur de robustesse du secteur financier, en permettant de confiner le risque à un segment particulier du marché, le scénario d'une vague de faillites en chaîne des banques régionales au cours des prochains mois n'est désormais plus exclu par les régulateurs bancaires américains.

La crise financière confirme-t-elle *a contrario* la supériorité du modèle de la banque universelle ? Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. À court terme, la présence de dépôts au passif constitue une protection efficace contre le renchérissement du coût de financement sur les marchés interbancaires en période de stress des marchés. La combinaison entre banque d'investissement et banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.

Le paysage bancaire aux États-Unis : la persistance d'un modèle d'établissements spécialisés

Depuis le début des années 1980, la tendance est à l'universalité dans l'ensemble des systèmes bancaires des pays industrialisés. Les banques ont été autorisées à effectuer un panel très large d'activités. De nombreux économistes ont souligné les avantages potentiels que présente un système de banques

universelles : la possibilité pour les banques de réduire leurs risques en diversifiant leurs activités, la réduction des coûts d'information, ou encore les économies d'échelle générées par la distribution de nombreux produits à travers un réseau unique.

Même s'il a connu un mouvement de concentration bancaire important au cours des vingt dernières années, le paysage bancaire américain reste marqué par un fort degré de spécialisation. On peut en effet identifier quatre catégories principales d'acteurs bancaires aux États-Unis.

Tout d'abord, il y a les grandes banques commerciales, comme Bank of America, JP Morgan, Wachovia Corp. Well Fargo et Citigroup. Sous l'effet de la concentration, le poids de ces grands groupes a fortement progressé au cours des vingt dernières années : en 2007, les vingt-cinq plus grandes banques détenaient ainsi plus de 70 % des actifs totaux de l'industrie, contre 40 % vingt ans plus tôt. Ces acteurs ont pour caractéristique commune l'internationalisation de leur activité. Leur stratégie d'universalisation concernant leurs lignes de métiers diffère toutefois sensiblement d'une banque à l'autre. Née du rapprochement entre Citibank et Travelers en 1998, Citigroup constitue le meilleur exemple du concept de « *one stop shopping* » malgré son retrait des métiers de l'assurance vie. La banque JP Morgan a également une taille globale mais, suite à des déboires en banque de financement, elle s'est rééquilibrée sur les activités de banque de détail domestique en rachetant Bank One en 2004. Le récent rachat de la banque d'affaires Bear Stearns pourrait toutefois marquer un tournant dans cette stratégie. Des banques comme Bank of America ou encore Wachovia augmentent leur position internationale et tentent surtout de prendre des parts de marché aux banques d'investissement sur le plan domestique, en profitant de leur relation de proximité et de leur système de paiement. Toutefois, elles ne semblent pas avoir la surface suffisante en recherche pour accompagner leurs clients à l'étranger.

Puis, il y a également les banques d'investissement, comme Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merril Lynch, Morgan Stanley, ou Bear Stearns. Il n'y a pas de modèle unique au sein de cet univers, tant en ce qui concerne leur degré d'internationalisation que la diversité de leurs portefeuilles d'activité. Les trois grandes maisons de titres américaines (Goldman Sachs, Morgan Stanley et Merril Lynch) ont une forte spécialisation dans les métiers de banque d'investissement à forte valeur ajoutée, notamment tout ce qui touche aux marchés action (émissions, *trading*, conseil en fusions/acquisitions) et dans une moindre mesure au marché de dette, sur lequel s'est davantage spécialisée une banque comme Bear Stearns.

Ensuite, les banques régionales (*regional banks*) et locales (*community banks*) ont des actifs inférieurs à 10 milliards de dollars : si certaines de ces banques interviennent sur une large gamme d'activité, les trois quarts des établissements ont plus des deux tiers de leurs actifs concentrés sur une seule activité, souvent les prêts aux petites et moyennes entreprises (PME). La persistance de ces banques locales reste l'une des caractéristiques majeures du système bancaire américain. Historiquement, à la suite de la faillite des *savings and loans*, le mouvement de concentration avait pourtant réduit fortement leur nombre, notamment dans les zones faiblement urbanisées. Mais, au cours des quinze dernières années, plus de mille trois cents nouveaux établissements ont été créés. Compte tenu de leur faible taille et de leur spécialisation importante, attirer des managers qualifiés et compétents représente un véritable défi pour ces établissements. Pour compenser leur désavantage par rapport aux larges banques, ces structures investissent dans des actifs faiblement risqués, comme les obligations municipales (*municipal bonds*) et se placent juridiquement sous le régime du sous-chapitre S qui leur permet d'être exonérées de taxes fédérales.

Enfin, viennent les établissements de crédits spécialisés non régulés : ces établissements se spécialisent dans la distribution de cartes bancaires, de crédits hypothécaires, ou encore de prêts à la consommation. La spécialisation est au cœur de leur stratégie et ils cherchent à développer une position de *leader* sur un produit ou un marché en tirant parti de la connaissance approfondie de leur secteur par rapport aux autres banques. Mais, contrairement aux banques proprement dites, ces établissements ne sont pas soumis à un régime de supervision bancaire.

En l'absence de données consolidées sur la taille et le poids du secteur, seules des sources professionnelles peuvent être utilisées. Un rapport récent sur les acteurs du marché immobilier identifiait à près de sept mille les enseignes indépendantes spécialisées dans le crédit immobilier en 2007 [1].

Comment analyser cette persistance des banques spécialisées aux États-Unis ? Deux explications, parmi d'autres, peuvent être avancées.

Premièrement, le facteur réglementaire est une première explication possible. Les grandes maisons de titres américaines tirent leur supériorité actuelle du poids des marchés financiers américains, mais aussi du *Glass Steagall Act* instauré en 1933. Ce n'est qu'en 1999 que le législateur américain a levé, à travers la *Gramm- Leach-Bliley Act*, les dernières restrictions qui empêchaient les banques de se faire concurrence sur les activités de banque commerciale et les activités de banque d'affaires. Toutefois, le cadre institutionnel de la supervision bancaire n'a quasiment pas évolué depuis, entretenant une fragmentation peu propice à la consolidation bancaire. À l'échelon fédéral, plusieurs entités sont ainsi en charge de la supervision bancaire : l'Office of the Comptroller Of the Currency pour les banques commerciales (OCC), l'Office of Thrift Supervision (OTS) pour les caisses d'épargne, la Security of Exchange Commission (SEC) pour les banques d'investissement, et la Réserve fédérale (Fed) pour les *holdings* bancaires. Le caractère fédéral des États-Unis favorise également la fragmentation, l'échelon national restant le régulateur primaire de droit commun des établissements bancaires. Ce système entraîne pour le secteur bancaire des coûts réglementaires parfois estimés excessifs par la profession qui juge que ces coûts sont la principale raison du développement d'établissements de crédit non régulés.

Deuxièmement, l'innovation financière et les nouvelles technologies de l'information ont également joué un rôle-clé dans le développement de ces établissements spécialisés non régulés. La technologie permet en effet une spécialisation accrue des fonctions et des métiers et un découpage de la chaîne de crédit, comme l'illustre l'apparition de nouveaux intermédiaires spécialisés tout au long de la chaîne du crédit immobilier :

- les établissements qui originent le prêt immobilier (*mortgage bankers)*. Les principaux acteurs de ce marché sont New Century Financial (avant sa mise en faillite) et Countrywide Financial. Ces établissements se sont notamment spécialisés dans le développement des prêts « *subprimes* ». En 2006, environ 63 % des prêts « *subprimes* » provenaient de ce type d'entité. La particularité de ces originateurs est qu'ils ne gardent qu'une petite partie des prêts qu'ils distribuent dans leur propre portefeuille, la plus grosse part étant vendue sur le marché secondaire hypothécaire où ils sont regroupés en *pool*, repackagés et utilisés comme collatéral pour des produits de dette vendus sur les marchés financiers.
- les courtiers immobiliers (*mortgage brokers*) dont le rôle consiste à mettre en contact l'emprunteur et l'établissement de crédit en proposant au premier les meilleures conditions possibles. Ils interviennent aujourd'hui dans plus de 50 % des transactions hypothécaires et sont en général rémunérés par le prêteur.
- les assureurs de crédits hypothécaires (*mortgage guarantors*) qui assurent l'investisseur contre le risque de défaut de l'emprunteur.

Face aux banques généralistes, ces établissements mettent en avant les avantages tirés de leur modèle de spécialisation : en période de croissance, une meilleure sélection des risques liée à la bonne connaissance de leur secteur ; en période de ralentissement, une plus grande flexibilité censée leur permettre de réallouer plus rapidement leur portefeuille d'activité sur des secteurs plus porteurs.

Les banques spécialisées à l'épreuve de la crise

Ces arguments sont-ils valables ? Pour tenter de répondre à cette question, il est intéressant de comparer les performances entre les différentes catégories de banques à la lumière de la période récente, à partir de quelques indicateurs simples : évolution de leur capitalisation

boursière, de leur rentabilité des capitaux propres, ou encore de leur prime de risque sur les marchés financiers.

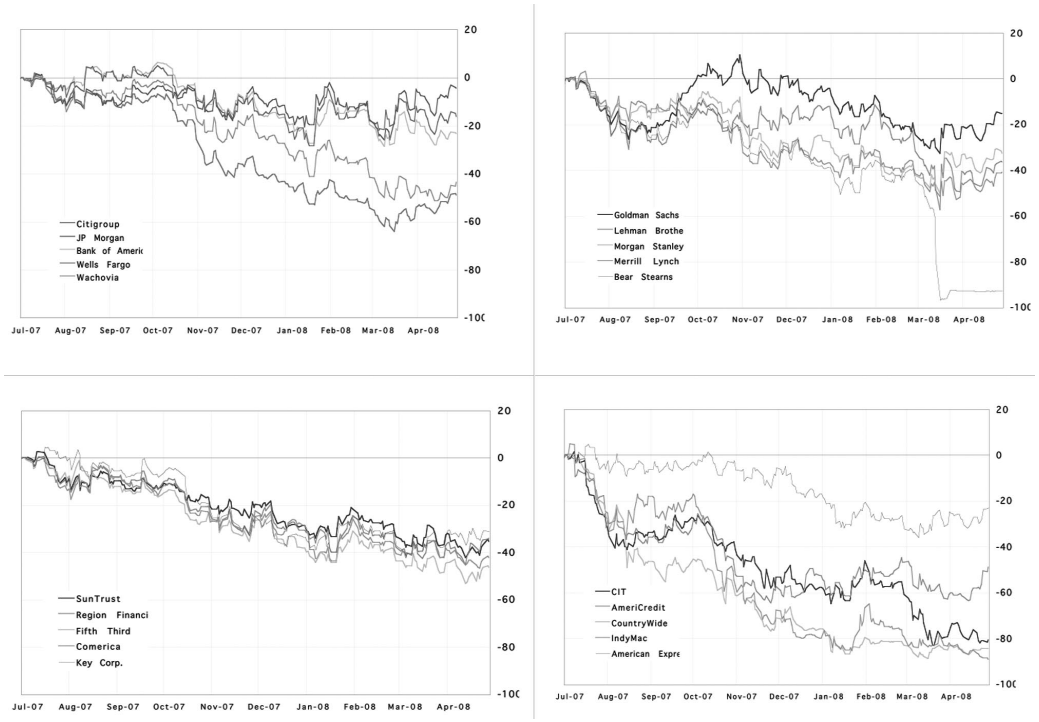
Les graphiques ci-après retracent ces évolutions pour les vingt plus importantes banques américaines (mesurées par la taille de leur bilan), réparties en quatre groupes selon la nature de leurs activités : banques commerciales (Citigroup, JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Wachovia), banques d'investissement (Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merril Lynch, Bear Stearns), banques régionales (Sun Trust, Regional Financial, Fifth Third, Comerica et Key Corp) et banques spécialisées (CIT, Americredit, Countrywide, Indymac et American Express).

Capitalisations boursières : les banques spécialisées les plus touchées

Contrairement à une idée répandue, une certaine discrimination a bien eu lieu de la part des investisseurs entre les différentes catégories de banques. Ce sont les banques spécialisées qui ont globalement accusé la plus forte défiance des investisseurs depuis le début de la crise. Trois des cinq banques composant le groupe des banques spécialisées ont ainsi vu leur capitalisation boursière chuter de plus de 80 %, les établissements les plus sanctionnés étant ceux qui interviennent dans le financement des prêts à la construction (Indymac) ou dans les prêts aux emprunteurs immobiliers « *subprimes* » (comme Countrywide). À ce stade, les établissements spécialisés dans les cartes bancaires ont été moins sanctionnés : la baisse du cours d'American Express a été limitée à un peu moins de 20 %.

Les évolutions de capitalisations boursières apparaissent également différenciées au sein des autres groupes. Si, dans l'ensemble, les banques généralistes ont mieux résisté que les banques spécialisées, certaines ont toutefois enregistré des baisses de capitalisation de plus de 40 % (Citigroup, Wachovia), la défiance des investisseurs étant en général liée à l'exposition de ces établissements au risque « *subprime* ». Quant aux banques d'investissement, leurs performances boursières apparaissent également disparates, avec des baisses comprises entre 18 % (Goldman Sachs) et 40 % (Lehman ; Morgan Stanley, Merril Lynch), mais 90 % pour Bear Stearns.

Évolution des capitalisations boursières des banques américaines depuis juillet 2007



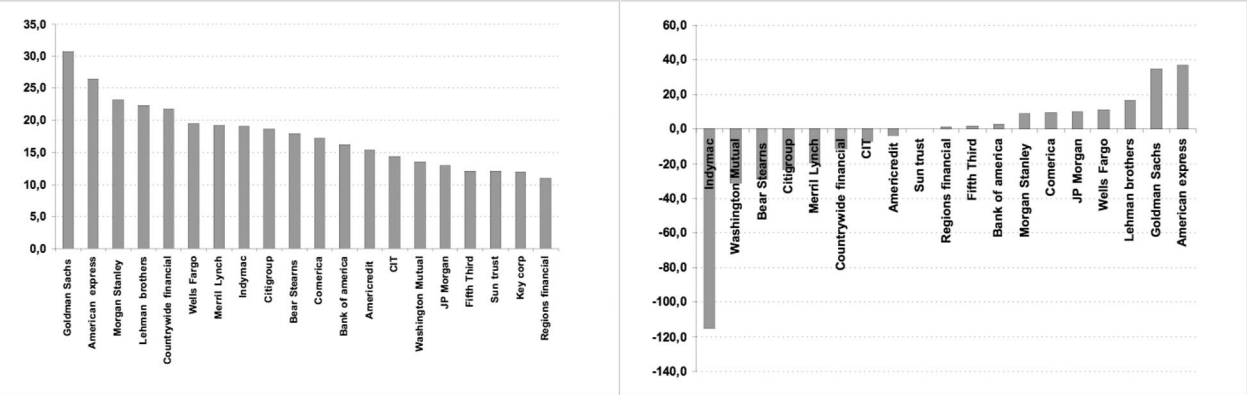
Source : Bloomberg

Rentabilité des fonds propres : une forte cyclicité pour les banques spécialisées, aggravée par une gestion déficiente du risque de crédit ?

Pour comparer les évolutions des rentabilités des capitaux propres des banques de chacune des catégories avant et après la crise, on compare leurs ROE (*return on equity*) au quatrième trimestre 2006 et quatrième trimestre 2007.

Au quatrième trimestre 2006, la rentabilité des banques spécialisées était en moyenne supérieure à celles des banques universelles américaines. À cette période, le groupe qui affiche la meilleure rentabilité des fonds propres est alors celui des banques d'investissement (ROE compris entre 20 et 30 %), suivi par celui des banques spécialisées (ROE proches de 20 %), les banques universelles (ROE proches de 15 %) et, enfin, les banques régionales (ROE proches de 10 %). Les banques spécialisées apparaissent bien placées dans ce classement : sur les dix meilleures performances de rentabilité, cinq sont le fait des banques d'investissement, trois des banques spécialisées (American Express, Countrywide Financial, Indymac), et seulement deux des banques universelles (Wells Fargo et Citigroup).

Rentabilité des capitaux propres (ROE) au 4T 2006 et 4T 2007 (en %)

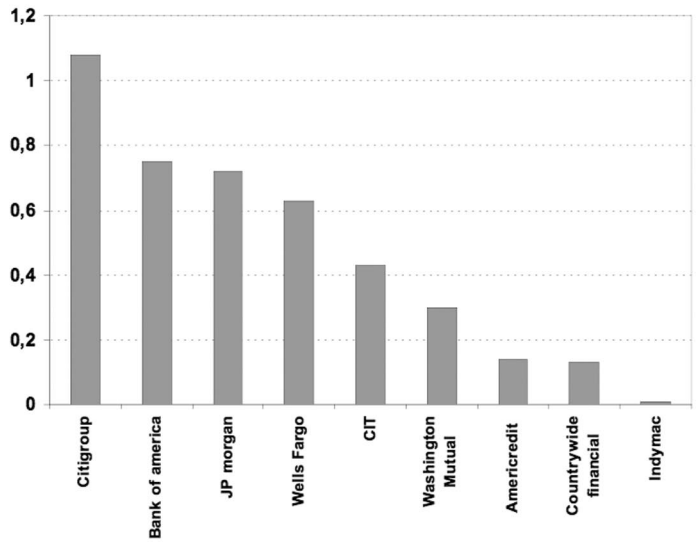


Source : rapports annuels

En revanche, les données du quatrième trimestre 2007 confirment les mauvais résultats des banques spécialisées par rapport aux banques généralistes. Parmi les dix plus mauvaises performances figurent quatre banques spécialisées (Indymac, la banque spécialisée dans les prêts à la construction immobilière, Countrywide financial, la banque spécialisée dans les prêts « *subprimes* », mais aussi Americredit, établissement spécialisé dans le financement des achats automobiles, ou encore CIT).

L'ampleur des pertes liées à la crise immobilière est évidemment la cause principale de ces mauvais résultats. Celles-ci semblent toutefois avoir été aggravées par deux facteurs. Le premier est le levier d'endettement important auquel ont eu recours les banques spécialisées. En 2006, juste avant la crise, le montant des actifs au sein des bilans de ces établissements représentait en effet environ dix fois leurs fonds propres. En période de faible taux d'intérêt, il est rationnel de faire jouer le levier d'endettement pour accroître la rentabilité de son investissement. Pour attirer les investisseurs et lever des fonds, ces banques ont affiché des taux de rendement élevés. Pour justifier ces rendements élevés, elles ont dû s'orienter vers des clients au profil plus risqué comme les emprunteurs « *subprimes* » en leur proposant des formules dites « innovantes » mais qui témoignaient surtout d'un relâchement de la discipline du crédit.

Taux de provisionnement du risque de crédit, fin 2006 (en % des prêts consentis)



Source : rapports annuels

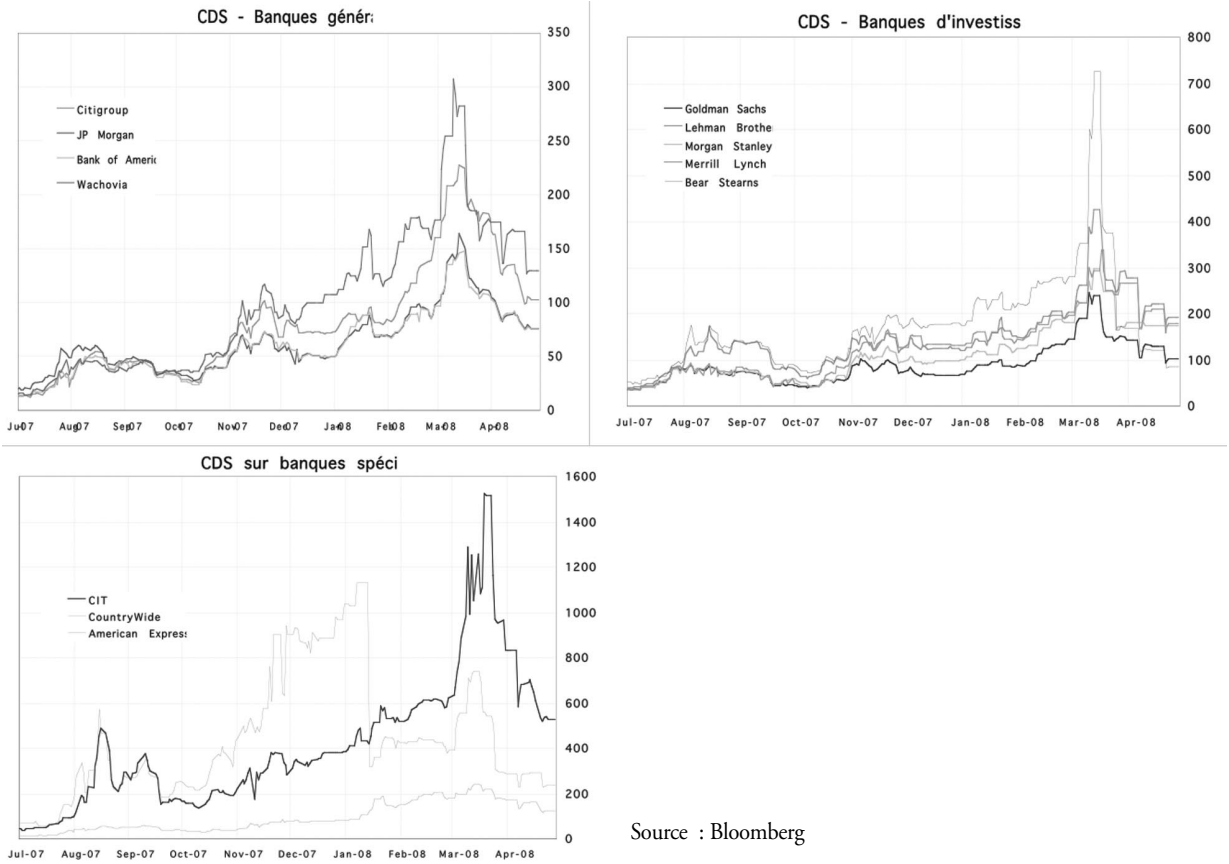
Ce recours au levier d'endettement ne s'est pas accompagné, et c'est le deuxième facteur aggravant, par un provisionnement du risque de crédit rigoureux. Comme le montre le graphique qui suit, le taux de provisionnement du risque des banques spécialisées apparaît nettement inférieur fin 2006 à celui des banques généralistes alors que le profil de leurs clients était visiblement plus risqué.

Une plus grande vulnérabilité des banques spécialisées face au renchérissement des coûts de financement

Si les banques spécialisées ont enregistré des pertes du côté de leurs actifs, ce sont également les tensions du côté des passifs qui les ont mises en difficulté, avec l'assèchement des liquidités sur le marché de la dette collatéralisée (ABCP, *asset backed commercial paper*) qui constitue leur principale source de financement. En effet, ces banques ne recevant pas de dépôts de la part de leurs clients, elles se financent essentiellement à travers les liquidités à court terme qu'elles trouvent sur les marchés financiers en échange de leurs titres. À partir d'août 2007, les investisseurs institutionnels (*mutual funds*, *hedge funds*) qui étaient les principaux acheteurs de ces titres se sont brutalement retirés de ce marché. Parallèlement à la baisse de la demande pour leurs titres, les primes de risque sur les signatures que représentent ces banques spécialisées se sont fortement accrues.

Le graphique suivant retrace l'évolution des *spreads* sur CDS (*credit default swaps*) pour les principales catégories de banques. Si la hausse des *spreads* a été générale et a touché l'ensemble des banques, on constate que son ampleur a été considérable pour les banques spécialisées (avec une hausse des *spreads* parfois supérieure à mille points de base), reflétant les hausses de perception de défaut sur ces établissements de la part des investisseurs. Ne pouvant plus se financer aussi facilement sur les marchés financiers, certaines banques ont dû se résoudre à des sources alternatives de financement (notamment en négociant des facilités de crédit auprès de grandes banques généralistes), souvent dans la perspective d'acquisition. Countrywide a ainsi reçu plus de 2 milliards de dollars de la part de Bank of America, dans la perspective de son rachat par la banque généraliste.

Évolution des *spreads* sur CDS des principales banques américaines



Source : Bloomberg

La prochaine étape : des faillites en chaîne des banques régionales ?

Avec la perspective d'un scénario de stagnation prolongée de l'économie américaine, des inquiétudes commencent à apparaître du côté des banques régionales. Beaucoup d'entre elles ont leur activité concentrée dans les zones touchées par la crise immobilière (Californie, Floride). De plus, un grand nombre de ces établissements ont concentré leur activité sur le secteur des prêts en immobilier commercial qui commence à son tour à montrer des signes de faiblesse. Au quatrième trimestre 2007, 2 368 institutions (à rapporter à 8 533 établissements assurés auprès du FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation) avaient un total des prêts à la construction dépassant le montant de leurs fonds propres.

Donald Kohn, l'un des vice-présidents de la Fed a récemment indiqué que la concentration du risque au sein des banques régionales était l'une des fragilités majeures du système bancaire américain à l'heure actuelle.

À ce stade, selon les statistiques communiquées par le FDIC, seules quatre banques régionales ont fait faillite.

Si le montant des actifs cumulés de ces banques apparaît faible (2,5 milliards de dollars), il est notable qu'il s'agisse à chaque fois de banques spécialisées : Hume Bank, banque communautaire du Missouri à destination des minorités ethnique ; Miami Valley Bank, banque de l'Ohio spécialisée dans le crédit hypothécaire ; ou encore Netbank, banque en ligne domiciliée en Georgie. Certes, on est encore loin de la vague des faillites des *saving and loans* durant les années quatre-vingts. Toutefois, les défauts d'établissement bancaire sont en général une variable retardée du cycle. Si, fin avril, le nombre d'établissements bancaires en faillite est encore faible, près de quatre-vingts établissements sont sous surveillance négative de la part du FDIC.

Conclusion : la supériorité du modèle de banque universelle ?

La crise financière confirme-t-elle *a contrario* la supériorité du modèle de la banque universelle ? Il est sans doute encore trop tôt pour le dire. Comme les banques d'investissement, les banques spécialisées connaissent une cyclicité marquée de leurs résultats. Seule la fin de la crise et un bilan approfondi des performances respectives des banques universelles et des banques spécialisées sur l'ensemble du cycle pourront permettre de dresser des conclusions définitives.

Un certain nombre de constats provisoires peuvent toutefois être dressés. En période de stress des marchés financiers, disposer d'un volume important de dépôts à son passif constitue une solide protection face au renchérissement des coûts de financement et à l'assèchement des liquidités sur les marchés financiers de dette. Du côté de l'actif, la combinaison entre activité de banque d'investissement et de banque commerciale peut être également un moyen de réduire la volatilité du résultat en période de retournement de cycle. Une banque universelle comme JP Morgan, par exemple, a su maintenir un niveau de rentabilité à deux chiffres malgré la crise financière grâce à une stratégie intelligente d'universalisation « sélective ».

Toutefois, toutes les stratégies ne se valent pas comme le rappellent les pertes colossales enregistrées par certaines banques universelles (UBS, Deutsche Bank). Pour s'imposer définitivement comme modèle, la banque universelle doit également faire la preuve de sa capacité à gérer de manière efficace le risque associé à la diversité de ses métiers.

Note

1. Mortgage Channel and fair lending, étude du Joint Center for Housing studies, Harvard University, avril, 2007.

La gestion stratégique d'actifs d'un fonds de réserve face au risque financier

Stéphane Hamayon
Économiste, Harvest

Florence Legros
Professeur, université Paris Dauphine

Les effets des récentes turbulences financières posent la question de la sensibilité du fonds de réserve pour les retraites à une crise boursière. Pour éclairer ce problème complexe, nous avons placé le fonds dans un environnement virtuel stylisé. Ainsi, tant la dynamique du prix des actifs risqués que celle du besoin de financement du régime par répartition que supplée le fonds ont été simulées. Cette modélisation nous a permis d'encadrer les stratégies de placement minimisant le risque de défaillance du fonds de réserve, puis d'analyser sa sensibilité face à un krach boursier. Les résultats suggèrent que la part des actions dans les allocations stratégiques a plutôt tendance à être sous-pondérée et nous alertent, par ailleurs, sur l'inquiétante faiblesse de l'abondement du fonds de réserve au regard de sa mission présumée.

Il y a, sans conteste, de nombreuses manières d'aborder la problématique du risque inhérent à l'utilisation des revenus du capital pour financer les retraites. Pour analyser les relations entre retraites et risques financiers, notre approche, qui ne présente donc qu'un des angles d'attaque possibles, se concentre sur l'étude du processus qui régit le prix des actifs risqués et sur son impact sur la gestion d'actifs d'un fonds de réserve.

La nature de ce processus fait l'objet de nombreuses controverses et notre propos n'est pas de prendre parti dans ce débat ouvert et complexe mais, plus modestement, de cerner l'éventail des risques associés aux visions antagonistes du fonctionnement des marchés financiers.

Notre modélisation repose sur l'appareil calculatoire de la finance traditionnelle et néglige la recherche appliquée qui s'en éloigne (lois asymétriques, risques extrêmes…). Cette liberté nous permet de proposer une carte relativement simple d'un territoire complexe et, ainsi, de définir un modèle maniable, facile à imbriquer dans la dynamique d'un fonds de retraite. En outre, on peut penser que horizon d'épargne très long des fonds de réserve se prête davantage aux simplifications que l'analyse financière à plus court terme.

Loin de nous éloigner du sujet, ce survol des théories extrêmes a pour finalité de nous interroger sur l'existence de stratégies d'allocations distinctes, selon la dynamique présumée du prix des actifs, et sur la sensibilité de ces stratégies à une crise financière.

Pour donner du corps à l'exposé, l'exercice de modélisation est appliqué au cas français au travers d'un fonds de lissage auquel on a grossièrement prêté les caractéristiques du Fonds de réserve pour les retraites [1] (FRR).

Pratiquement, l'article s'articule en trois parties. Compte tenu du rôle central que jouent les actifs risqués dans la stratégie d'allocation d'un fonds de réserve, la première partie de notre exposé se focalise sur la modélisation des marchés action français. Mais la gestion financière d'un fonds de réserve est également dépendante de sa mission et des perspectives du régime par répartition qu'il supplée. C'est pourquoi, dans une seconde partie, nous nous dotons d'une simulation de référence concernant l'évolution de l'équilibre financier du régime de base de retraite. Enfin, dans le dernier chapitre, combinant les différents éléments d'environnement du fonds, nous cherchons par le biais de simulations stochastiques à identifier les stratégies d'allocations susceptibles de minimiser le risque de défaillance du fonds.

Un éclairage sur la modélisation du cours des actions

Au-delà des vertus classiques de lissage intertemporel des ajustements que l'on prête à la constitution de réserves par épargne, un argument de pure opportunité milite en leur faveur. Il y a tout lieu de penser que le rendement implicite de la répartition, qui dépend des évolutions démographiques et des progrès de productivité, restera à horizon visible durablement inférieur à celui offert par les actifs financiers. L'un des objectifs des fonds de réserve – qui justifie leur existence temporaire – est donc de tirer parti de ce différentiel de rendement. Pour remplir cette mission, les fonds de réserve doivent investir une partie de leurs ressources sur des véhicules à haut rendement, c'est-à-dire sur des actifs risqués. La contrepartie d'un tel investissement se traduit par un surcroît de volatilité généralement fonction de la durée d'épargne. Compte tenu de l'horizon de placement long des fonds de réserve, la nature présumée de la relation entre rendement et risque – et de son évolution au cours du temps – détermine pour l'essentiel le choix des allocations stratégiques. Or, les soubassements de cette relation centrale restent controversés. C'est pourquoi il nous a paru nécessaire de baliser le contour des différentes conceptions de la dynamique du cours des actions avant de se pencher sur la gestion d'actifs des fonds de réserve.

Convergence ou efficience : le débat sur la dynamique des cours reste ouvert

La nature du processus qui régit les prix des actifs financiers fait l'objet de nombreux débats. Certains auteurs considèrent, dans la mouvance de Louis Bachelier (1900), que les prix des actifs risqués suivent une marche aléatoire, c'est-à-dire un processus sans mémoire dans lequel les chocs sont permanents ; d'autres arguent que les mouvements extrêmes de prix observés sur les marchés financiers sont transitoires, c'est-à-dire qu'une forte variation dans un sens est suivie de mouvements de sens opposés qui corrigent tendanciellement la déviation initiale et ramènent les prix des actifs vers leurs valeurs fondamentales. Comme le mécanisme de correction des mouvements extrêmes est d'autant plus probable que la durée de placement est longue, l'allongement de la durée de placement conduit donc à une réduction du risque.

La théorie des marchés financiers est née au début des années soixante dans le sillage de la définition de l'efficience des marchés financiers donnée par Fama (1965). C'est, en effet, dans l'article fondateur « The Behavior of Stock-Market Prices » que Fama postule qu'« *un marché financier est dit efficient si, et seulement si, l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif* ».

Il découle de cette théorie que si les marchés sont efficients, ils sont imprédictibles et suivent une marche aléatoire. À la suite de ces travaux pionniers, beaucoup d'efforts ont été déployés pour tester l'efficience des marchés financiers.

◆ Une évaluation empirique de l'efficience des marchés

Depuis la contribution de Lo et MacKinlay (1988), le test du « ratio de variance » et ceux qui s'inscrivent dans son prolongement – comme le test non paramétrique de Wright (2000) par exemple – sont devenus les outils privilégiés d'analyse de l'efficience des marchés.

C'est logiquement ce type de test que nous avons retenu pour expérimenter l'hypothèse de marche aléatoire sur des données françaises, ce qui revient à tester la forme faible de l'efficience qui argue qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations passées pour prévoir l'évolution future du prix d'un actif.

Plus précisément, nous avons repris le script donné par Campbell et alii (1997) pour le test du ratio de variance. L'intuition derrière le test du ratio de variance est la suivante : si le cours des actifs suit une marche aléatoire, alors sa variance croît linéairement avec l'intervalle des observations. Il en découle que la variance des rendements r_t sur une période q doit être approximativement égale à q fois la variance sur une période. Si on note Var(rt(q)) la variance de la somme des différences premières du logarithme des cours sur la période q, alors le test du ratio de variance VR se note :

$$VR(q) = \frac{Var(r_t(q))}{q\,Var(r_t)}$$

Lo and MacKinlay ont montré que pour q=2, VR(2)-1=r(1), où r(1) est le coefficient d'autocorrélation du premier ordre.

Un ratio proche de l'unité suggère une marche aléatoire, tandis qu'une déviation significative indique une autocorrélation des rendements. Un ratio de variance inférieur à l'unité plaide pour un processus de « retour vers la moyenne » (*mean reversion process*).

■ Une application au marché boursier français

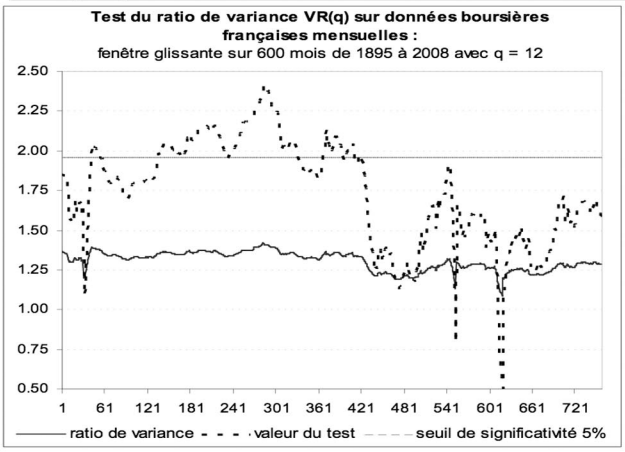
Afin d'étudier l'efficience au sens faible du marché boursier français, nous avons travaillé sur les séries des performances des actions (dividendes réinvestis) rétropolées sur longue période par Jacques Friggit [2] et sur les chroniques de « *total return* » calculées par Global Financial Data [3], principal fournisseur pour des données financières historiques.

Les ratios de variance ont été calculés sur le logarithme du cours nominal des actions sur différentes profondeurs et à plus ou moins haute fréquence. Malgré une corrélation très élevée (98 %) entre nos différentes sources de données, nous avons privilégié les historiques de performance fournis par Global Financial Data qui déterminent des résultats plus contrastés. Ce constat démontre la forte sensibilité des tests de ratios de variance et soulève la question de la fiabilité des données, ou encore de l'homogénéité économique de la période sous revue. De fait, les résultats de ces tests sont assez instables dans le temps et fournissent des éléments pour le moins contradictoires selon la fréquence des données utilisées.

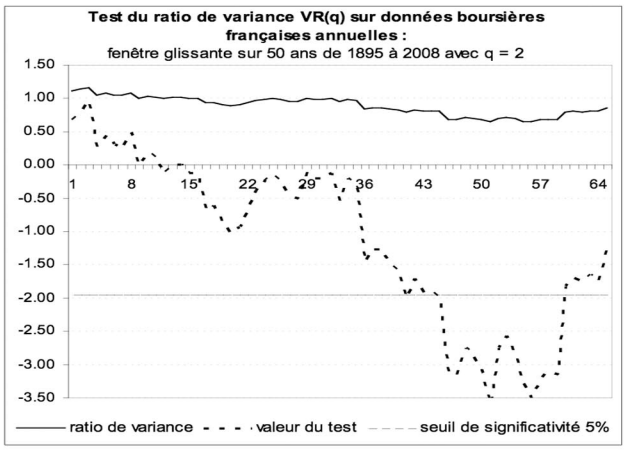
Afin de résumer la nature des résultats issus des croisements entre les périodes et les fréquences, les tests de ratios de variance ont été estimés sur une fenêtre glissante. La méthode favorise la synthèse visuelle des estimations. La lecture des graphiques montre que les tests effectués sur les séries mensuelles ne s'avèrent pas stables dans le temps et plaident plutôt en faveur du rejet de l'hypothèse nulle d'efficience des marchés (graphique 1). Les ratios calculés sont supérieurs à l'unité, ce qui suggère une corrélation sérielle positive des rendements à court terme.

En revanche, sur des fréquences annuelles, le verdict des tests est opposé : les ratios de variance sont inférieurs à l'unité, ce qui plaide pour un processus de retour vers la moyenne (graphique 2).

Graphique 1



Graphique 2



Ces résultats sont naturellement fragiles compte tenu des seuils de significativité calculés. Toutefois, loin d'être surprenant, l'antagonisme des tests est en ligne avec les résultats de Poterba et Summers (1988) qui trouvent des ratios de variance supérieurs à l'unité pour les observations de fréquences inférieures à l'année, et inférieurs pour les fréquences plus longues. Cela implique des rendements corrélés positivement sur les intervalles courts et négativement sur les intervalles supérieurs à l'année.

Les auteurs expliquent le phénomène par la présence de « composants transitoires dans des cours des actions ». Les imperfections des marchés (phénomènes de surinterprétation, emballements mimétiques et autres processus cumulatifs pour reprendre les principaux biais cognitifs) peuvent se traduire à court terme par des déviations significatives entre les cours boursiers et leur valeur fondamentale. Toutefois, à plus long terme, les mouvements excessifs seraient corrigés et les cours tendent vers un niveau économiquement compatible.

Cette batterie de tests, dont les résultats ne permettent pas de conclusion claire, justifie la démarche consistant à analyser la sensibilité des fonds de réserve face aux aléas boursiers au travers d'une double modélisation proposant une carte simple mais contrastée du processus de détermination du prix des actions.

Malgré la détection d'autocorrélation positive sur les séries à hautes fréquences, nous n'avons pas étudié cette modélisation qui reflète les anomalies de court terme sur les marchés et qui n'a pas de sens sur l'horizon d'épargne des fonds de réserve. On a retenu, comme substitut, le cas où les rendements des actifs risqués sont régis par un pur bruit blanc gaussien. Cette hypothèse est vraisemblablement à long terme la configuration la plus défavorable. C'est pourquoi, l'objectif étant d'encadrer le risque de défaillance d'un fonds de réserve, les scénarios simulés sous cette conjecture détermineront la fourchette défavorable de nos évaluations.

La modélisation alternative à celle qui suppose l'efficience des marchés correspond au cas où les ratios de variance sont inférieurs à l'unité. Cette configuration est nettement détectable sur les tests effectués sur données annuelles qui sont significatifs au seuil de 5 % sur la fin de la fenêtre d'estimation. Dans ce type de processus, la dynamique des cours est régie par un processus de retour vers la moyenne ou « *mean reversion* ». Les scripts calculés dans cette hypothèse correspondent à la fourchette favorable de nos simulations.

Un processus simple de retour vers la moyenne

L'hypothèse de « retour vers la moyenne » présume que les chocs sur les marchés boursiers ont un caractère transitoire et que, à plus ou moins long terme, un mouvement de sens opposé viendra corriger la déviation initiale pour rapprocher les prix des actifs de leur moyenne historique. Les modèles de ce type peuvent

revêtir de nombreuses formes. À l'instar de Metcalf et Hassett (1995), nous avons supposé que le prix des actifs risqués suivait un processus dans lequel la composante permanente est un mouvement brownien géométrique standard et la composante transitoire est un processus stationnaire d'Ornstein-Uhlenbeck.

$$dx/x=\{\alpha+ \eta(x^*e^{\alpha t} - x)\}dt + \sigma dz$$

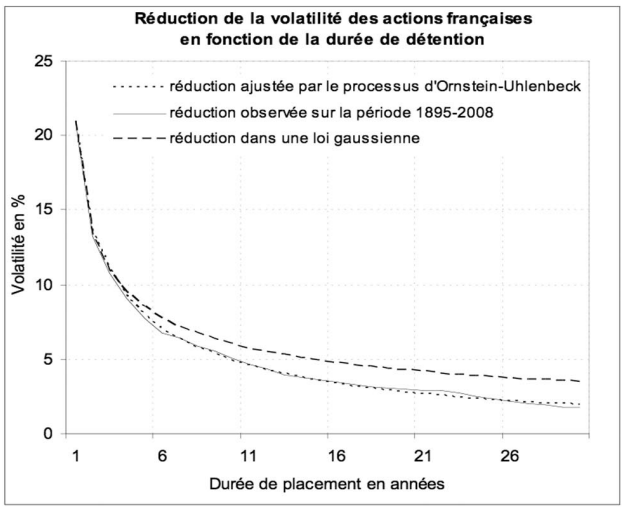
avec :

x	=	prix d'un actif
x^*	=	niveau d'équilibre de long terme
dz	=	$\sqrt{dt}$ est l'incrément standard d'un processus de Wiener
α	=	dérive par unité de temps (drift)
σ	=	volatilité de x
η	=	paramètre de « retour vers la moyenne » « *mean reversion* »

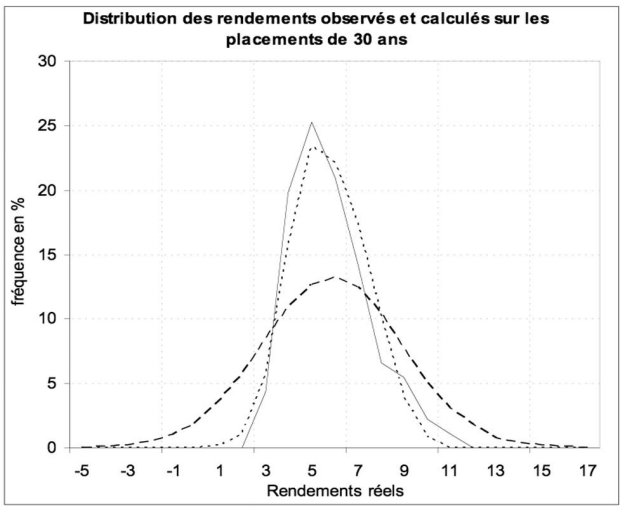
Une fois le modèle posé, il convient d'en estimer les paramètres. L'approximation de la valeur du paramètre η de retour vers la moyenne est notamment importante.

En première approche, les estimations économétriques sur les historiques de performance dont nous disposions pour la France déterminent des paramètres irréalistes (volatilité et retour vers la moyenne sont mal estimés). De ce fait, nous avons opté pour une méthode moins orthodoxe pour déduire la valeur de η. Le processus retenu a été intégré dans une simulation de type Monte Carlo, ce qui permet de créer artificiellement des séries chronologiques suivant soit un pur mouvement brownien (η=0), soit un processus hybride mixant mouvement brownien et retour vers la moyenne. Pour estimer le paramètre de « *mean reversion* » de notre processus, nous avons cherché la valeur de η qui minimisait les écarts entre les densités des distributions observées et calculées sur différentes durées de placement. Les graphiques 3 et 4 illustrent la nature des résultats obtenus. Afin de ne pas alourdir l'exposé, nous ne représentons que la distribution des rendements observés et simulés pour les placements de trente ans. Pour les autres durées de détention, la qualité des résultats est synthétisée par la comparaison des courbes de volatilité. Dans ce type d'estimation, on décèle une réduction du risque plus rapide que dans une loi gaussienne. Notre estimation sur des séries françaises détermine une valeur de ? proche de 10 % (soit une demi-vie de 6,5 ans) ce qui correspond à la fourchette basse des valeurs trouvées par les auteurs qui se sont livrés à des mesures beaucoup plus minutieuses. Balvers et alii (2000) trouvent des coefficients de retour vers la moyenne de l'ordre de 20 % (soit une demi-vie de 3,5 ans), Fama et French (1988) calculent des forces de rappel encore plus fortes. Ces écarts sont imputables aux méthodologies, mais aussi à la profondeur des chroniques sur lesquelles nous avons travaillé (1895-2008). Les auteurs qui concentrent leurs travaux sur l'estimation des paramètres de retour vers la moyenne sur les marchés financiers travaillent généralement sur des panels d'indices boursiers de plusieurs pays, plutôt que sur les performances sur très longue période d'un seul pays en raison de la présomption de moindre fiabilité des statistiques anciennes.

Graphique 3



Graphique 4



Nos résultats sont toutefois compatibles avec ceux obtenus par les auteurs travaillant sur les données d'une même place boursière. Ainsi, dans le sillage des travaux de Campbell et Viceira (2002), Bec et Gollier (2007) déterminent sur des données trimestrielles françaises une volatilité inférieure à 3 % pour un placement de vingt-cinq années. La mise en évidence de « *mean reversion* » sur des séries françaises conforte notre démarche. Soulignons cependant que les propriétés de retour vers la moyenne des chroniques boursières font largement débat. Par exemple, Philippe Jorion (2003) réfute violemment la thèse de diversification temporelle des risques (qui incline à détenir des allocations d'autant plus risquées que l'horizon de placement est long) et établit que la seule diversification efficace est géographique.

Nantis de nos modélisations stylisées de la dynamique du cours des actions, il nous est désormais possible d'apprécier l'influence de ces processus antagonistes sur la stratégie d'allocation d'actifs des fonds de réserve.

Le besoin de financement du régime général d'assurance vieillesse

Pour étudier la capacité d'un fonds de réserve à résister aux aléas des marchés financiers, il est indispensable de définir assez strictement son rôle au sein du régime de retraite. En effet, l'allocation d'actifs d'un fonds de réserve est totalement dépendante de sa mission et des perspectives du régime par répartition qu'il supplée. En premier lieu, il est donc nécessaire de se doter d'une simulation de référence concernant le régime de retraite par répartition. Le périmètre des projections est circonscrit au régime général d'assurance vieillesse (Cnav, Caisse nationale d'assurance vieillesse) et aux régimes alignés. Ce périmètre nous autorise à prêter à notre fonds les principales caractéristiques du FRR puisque sa mission est de combler tout ou partie des besoins de financement prévisionnel de ces régimes. La maquette utilisée dans les projections s'inspire notamment du modèle de Blanchet (1992) et est décrite dans Hamayon et Legros (2001). Elle utilise des projections démographiques exogènes pour alimenter un modèle de croissance de type Solow.

Le cadre des projections

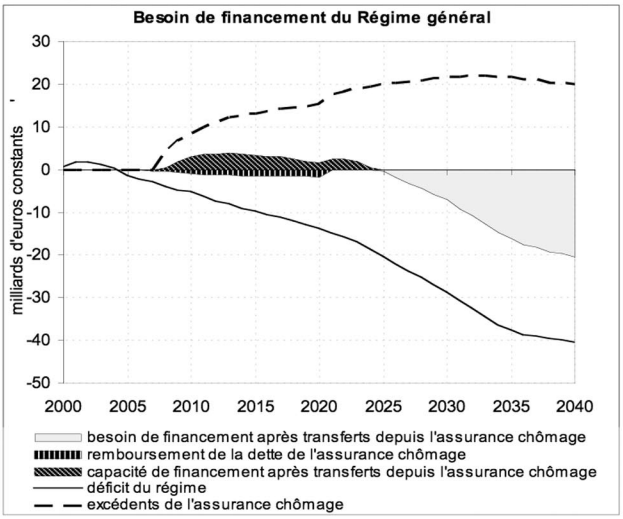
Pour les projections, nous avons repris les principales mesures paramétriques initiées lors de la réforme des retraites entreprise en 2003. Sans présager des dispositions qui découleront de l'issue des négociations en cours en 2008, nous avons supposé que le processus d'allongement graduel de la durée de cotisation se poursuivrait, portant cette durée à 164 trimestres d'ici à 2012 et à 168 trimestres à l'horizon 2020. Par ailleurs, dans un contexte européen caractérisé par une forte concurrence fiscale et l'absence de convergence des politiques sociales en Europe à horizon visible, nous avons considéré que les taux de cotisation resteraient maintenus à leur niveau actuel sur toute la période de projection. La poursuite du durcissement des modalités d'acquisition des droits à la retraite ne permettrait pas d'assurer l'équilibre financier des retraites à moyen terme. Nous avons donc présumé, comme l'envisage la réforme de 2003, que le déficit résiduel des régimes serait financé par un transfert des excédents de l'assurance chômage vers la branche retraite. Le scénario de référence table explicitement sur une amélioration durable du marché du travail conduisant à un taux de chômage inférieur à 5 % à partir de 2015. Dans ce schéma optimiste, l'assurance chômage deviendrait excédentaire et les cotisations qui lui sont versées pourraient baisser, et celles au profit de l'assurance vieillesse augmenteraient d'autant.

Pour le reste, le cadre démo-économique des projections est assez consensuel, le progrès technique exogène est supposé évoluer au taux de 1,8 %, les hypothèses démographiques retenues – espérance de vie, solde migratoire net – sont calquées sur celles du Conseil d'orientation des retraites (Cor, 2007).

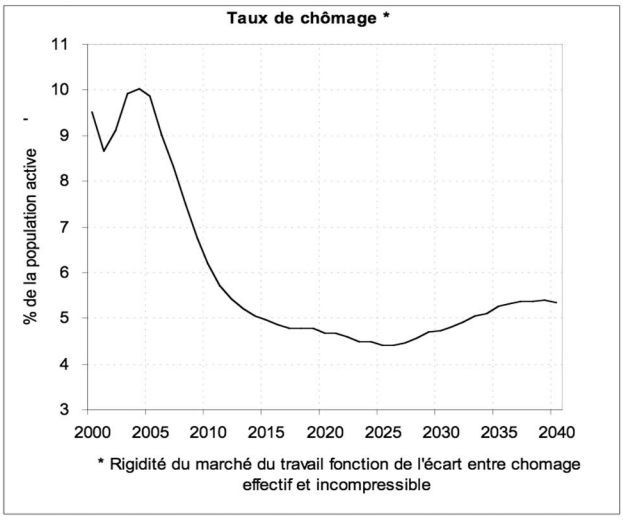
Une simulation de référence

Les simulations effectuées sous ces hypothèses déterminent un déficit annuel de l'ordre de 40 milliards d'euros constants à l'horizon 2040 pour le régime général (graphique 5). Combler ce déficit coûterait environ six points de cotisation. Le transfert des excédents de l'assurance chômage, largement tributaire de l'assainissement du marché du travail (graphique 6), permettrait le maintien de l'équilibre du régime jusque vers 2025. Au-delà de ce terme, les déficits se creusant, le besoin de financement du régime d'assurance vieillesse ne serait que partiellement compensé par les ressources en provenance de l'assurance chômage. En 2040, terme des projections, le besoin de financement du régime général s'établirait autour de 20 milliards d'euros.

Graphique 5



Graphique 6



L'exercice de simulation n'a pas pour objet d'étudier l'impact des modifications paramétriques sur l'équilibre financier du régime de base des salariés mais, plus modestement, de déterminer une date raisonnée d'apparition des déficits et de calculer leur montant. Le calcul du besoin de financement du régime et de son calendrier prévisionnel nous est indispensable pour simuler la stratégie d'allocation d'actifs du fonds.

Quelle gestion d'actifs pour le fonds de réserve ?

Dans la réalité, l'utilisation future du fonds de réserve n'est pas strictement définie. Tout au plus sait-on que la mission du FRR est de combler une partie des besoins de financement prévisionnels de la Cnav et des régimes affiliés (artisans, commerçants et salariés agricoles) et que ce fonds n'apportera aucune contribution financière à ces régimes avant 2020. Ses premiers « passifs » n'apparaîtront donc pas avant cette date. Compte tenu de notre problématique, ces éléments de stratégie demandent à être complétés. L'exercice de simulation requiert notamment une meilleure visibilité sur les décaissements à venir du fonds. C'est pourquoi, nous assignons assez arbitrairement au fonds de réserve l'objectif raisonnable de combler 20 % du déficit annuel du régime entre 2025, année d'apparition desdits déficits dans notre scénario, et 2040 fin des projections.

Le fonds de réserve est estimé à 33 milliards d'euros en 2007. On considère que l'abondement annuel du fonds est limité à sa seule ressource pérenne (la part du prélèvement de 2 % sur les revenus du patrimoine, soit environ 1,6 milliard d'euros en 2007). Les sommes investies par la collectivité dans le FRR ne peuvent être utilisées pour la diminution de la dette publique.

Par conséquent, à partir de 2020, le FRR est tenu de rembourser intérêts et capital sur la base d'un coût moyen (estimé aujourd'hui à 4,4 % en nominal par le Cor) qui correspond au coût des ressources publiques affectées au FRR et donc non utilisées pour désendetter l'État.

Ce point revêt une importance fondamentale : le FRR génèrera un surplus financier [4], destiné à financer une partie des besoins des régimes par répartition, uniquement s'il parvient à obtenir sur le long terme un rendement supérieur au coût moyen des emprunts d'État.

La stratégie d'allocation du fonds de réserve

Pour tenter d'encadrer le risque inhérent à un tel objectif de rendement, nous avons reconstitué la dynamique du fonds à partir des flux d'abondements et de décaissements déterminés par notre maquette démo-économique. Mais au lieu de placer les *cash flows* du FRR sur la base du rendement endogène relativement inerte déterminé par le bouclage macro-économique de notre modèle (qui donne le rendement du capital à partir de sa fonction de production), nous avons simulé le fonctionnement du fonds en reprenant les modélisations stylisées de la dynamique du cours des actifs risqués, préalablement définies à partir des observations passées. Concernant le contexte financier, nous nous plaçons dans un univers simplifié où il existe trois classes d'actifs (actions, obligations, monétaires) et dans lequel le rendement réel des actions est conforme à son niveau de long terme, soit 6,3 % pour les actions françaises. Par ailleurs, nous avons retenu l'hypothèse d'une prime de risque de 3,5 %, soit un niveau en ligne avec sa moyenne historique. Une conjecture moins favorable aurait naturellement une incidence notable sur l'accumulation des surplus financiers. Nous avons considéré, en outre, que le *spread* de signature entre les obligations du secteur privé et celles de l'État s'établirait à cinquante points de base. Une fois l'environnement macrofinancier esquissé, reste à simuler la gestion du fonds. À ce sujet, nous avons prêté aux gérants une stratégie de diversification optimale reposant sur un critère d'« espérance-variance ». On suppose ainsi, dans le processus d'optimisation, que l'utilité de l'investisseur est fonction du couple « rendement/risque » de l'allocation sélectionnée. Nous appuyant sur les conclusions de Jondeau et Rockinger (2004), nous considérons par simplicité que, en présence de non-normalité modérée, le critère espérance-variance fournit une bonne approximation de la maximisation de l'utilité espérée.

Pratiquement, la fonction d'utilité prêtée aux gérants est classiquement du type

$$u = x'*e - (x'*c*x) / \gamma$$

avec :

- x = vecteur de poids des actifs
- e = vecteur du rendement des actifs (*expected return*)
- c = matrice des covariances
- γ = tolérance au risque de l'investisseur

L'objectif des gestionnaires consiste à trouver les allocations qui, simultanément, maximisent leur utilité et minimisent la probabilité de défaillance du fonds compte tenu des *cash flows* préalablement déterminés par le modèle démo-économique. Les variables du processus d'optimisation sont donc les poids des classes d'actifs et la valeur du paramètre de risque γ.

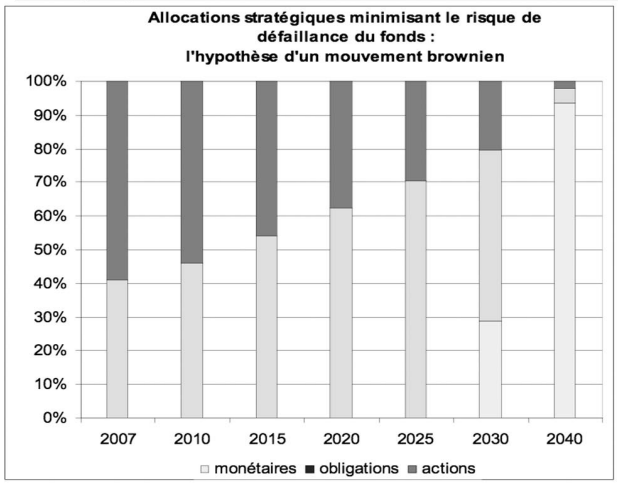
Du fait de l'hypothèse de constance du paramètre de tolérance au risque dans le temps et de la réduction de la volatilité des actifs avec la durée de placement, les frontières d'efficience se « verticalisent » avec le temps et les allocations qui maximisent l'utilité des gestionnaires contiennent d'autant plus d'actifs risqués que l'échéance de décapitalisation du fonds est lointaine.

Des stratégies d'allocations contrastées selon la modélisation du prix des actifs

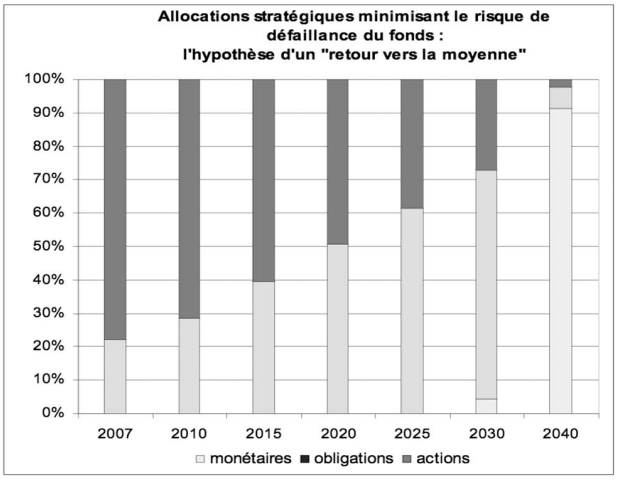
Afin de déterminer la stratégie de placement minimisant le risque de faillite du fonds de réserve

dans son environnement stylisé, nous avons procédé à des simulations stochastiques en y intégrant, tour à tour, les paramètres de la dynamique des cours boursiers précédemment estimés. Il est alors facile, pour un processus donné, de simuler artificiellement les trajectoires possibles des rentabilités boursières. Les résultats déterminent des stratégies différenciées selon les propriétés que l'on prête au cours des actions. Les allocations stratégiques optimales obtenues dans l'hypothèse où le cours des actions suit un mouvement brownien (graphique 7) s'avèrent plus prudentes que celles déterminées dans l'hypothèse alternative où ces mêmes cours sont régis par un processus de retour vers la moyenne (graphique 8). Le résultat s'explique par des vitesses de réduction de la variance différentes selon les processus envisagés. La réduction de la variance des cours est fonction du temps dans un mouvement brownien, elle est plus rapide dans un processus de retour vers la moyenne. C'est donc sans surprise que l'on retrouve une moindre proportion d'actifs risqués dans les allocations stratégiques déterminées dans l'hypothèse d'un mouvement brownien (60 % d'actions contre 78 % dans l'hypothèse alternative en début de simulation).

Graphique 7

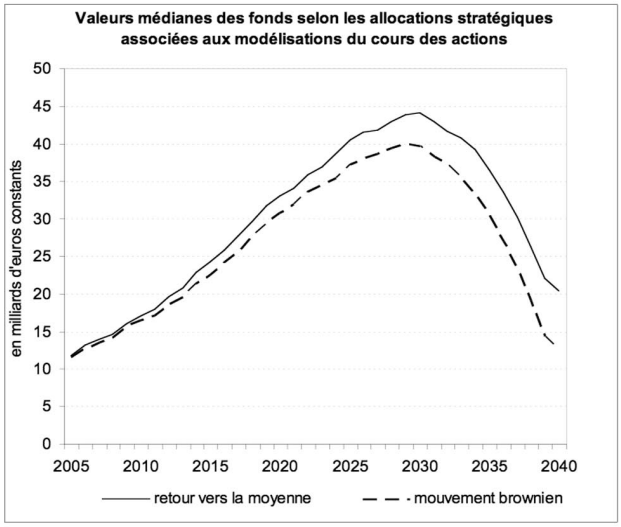


Graphique 8

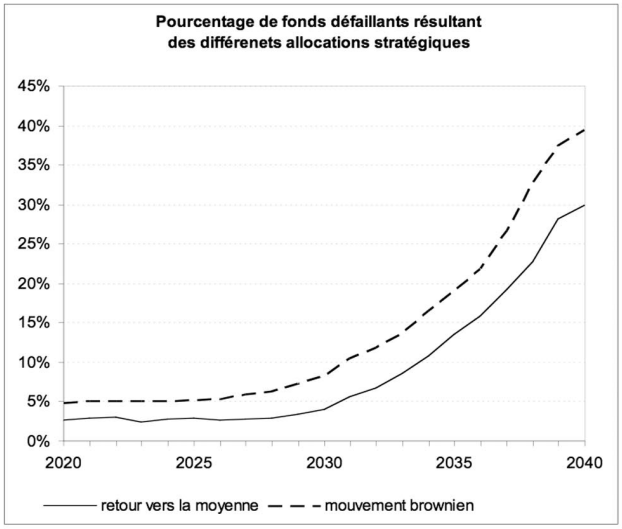


Compte tenu des abondements et des décaissements à venir, on peut calculer l'évolution probable du surplus financier destiné à financer une partie des besoins des régimes par répartition, c'est-à-dire la valeur du fonds disponible hors remboursement de la dette publique. Dans l'hypothèse d'un mouvement brownien, la valeur médiane du fonds s'établirait à 40 milliards d'euros constants avant 2030, contre presque 45 milliards dans le cas d'une dynamique de retour vers la moyenne (graphique 9). Au delà de ce terme, les montants accumulés par les fonds se réduiraient rapidement sous l'effet de la décapitalisation correspondant à la prise en charge de 20 % du déficit annuel du régime de base. En 2040, la valeur médiane des fonds serait ramenée à 13 et 20 milliards selon les hypothèses. La dispersion des résultats peut être illustrée par le pourcentage de fonds défaillants résultant de la simulation des différentes allocations stratégiques (graphique 10). Le terme « fonds défaillants » a ici deux acceptions. À l'horizon 2020, les fonds défaillants sont ceux dont le rendement est inférieur au coût moyen des ressources affectées au désendettement ; au-delà, le qualificatif désigne les fonds dont le montant est insuffisant pour combler 20 % du déficit annuel du régime de base par répartition entre 2025 et 2040. Dans la modélisation dans laquelle les chocs sur les marchés ont un caractère transitoire, le pourcentage de fonds épuisés ressortirait à 30 % en 2040, soit dix points de moins que dans la simulation d'un mouvement brownien. La modélisation dans laquelle on simule une force de rappel de long terme sur le marché action détermine donc un fonds de lissage plus important et une moindre dispersion des performances probables des fonds.

Graphique 9



Graphique 10

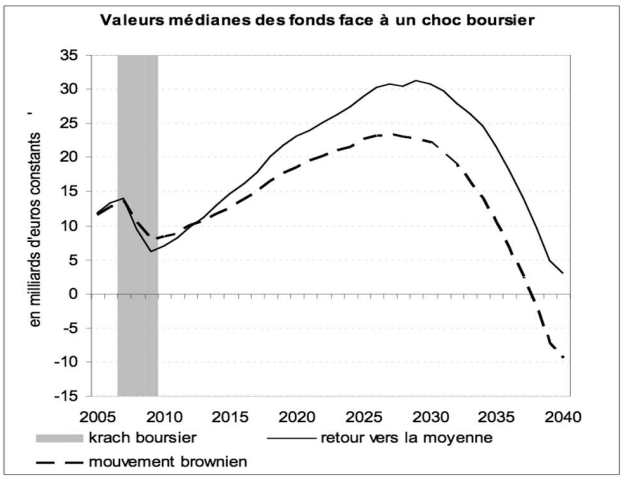


La simulation d'un krach boursier

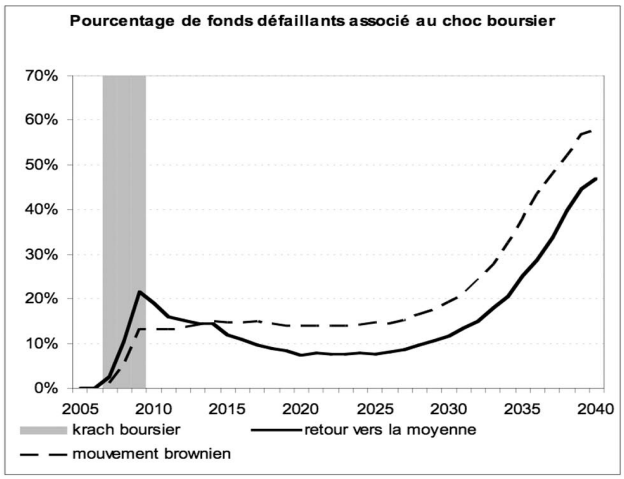
L'actualité financière pose la question de la sensibilité du fonds de réserve face à une crise boursière. Pour apporter quelques éléments de réponse à ce problème complexe, nous avons simulé un recul marqué du cours des actions et estimé son impact sur la dynamique du fonds. Accessoirement, nous nous sommes interrogés sur l'opportunité de recourir, en cas de crise, à des stratégies de gestion plus ou moins prudentes. Soulignons que notre ambition n'est pas de définir la nature de l'allocation tactique à même de circonscrire les conséquences d'une crise sur les marchés financiers. L'objectif est hors de portée. L'exercice d'allocation reste abordé sous l'angle stratégique et ignore les évolutions de la conjoncture économique et boursière. Désireux de ne pas multiplier les simulations, nous avons généré assez arbitrairement un choc boursier de grande ampleur. Ce choc aurait un impact d'autant plus important que l'allocation stratégique des fonds est risquée (graphique 11). De fait, dans le cas du fonds modélisé sous l'hypothèse d'un retour vers la moyenne, la baisse de la valorisation serait de 56 % (contre un recul de 41 % dans l'hypothèse alternative). Au pire de la crise, la valorisation du fonds simulé dans un environnement brownien serait donc supérieure à celle du fonds étudié dans un *script* de retour vers la moyenne. Cette hiérarchie ne serait que transitoire et s'inverserait en quelques années en raison de la force de rappel qui tend à rapprocher les prix des actifs de leur moyenne historique dans le scénario de « *mean reversion* ».

L'incidence du choc boursier sur les fonds de réserve est clairement perceptible lorsqu'on s'intéresse à l'évolution du pourcentage des fonds défaillants (graphique 12). À la suite de la baisse du rendement des actions, on note un accroissement brutal du nombre de fonds dont le rendement est inférieur au niveau minimal requis pour dégager un surplus. Le phénomène est beaucoup plus marqué dans le scénario de retour vers la moyenne. Cependant, un mouvement de sens opposé venant corriger la déviation initiale, l'incidence du krach serait partiellement gommée à l'horizon 2020. Ce n'est pas le cas dans l'hypothèse où le cours des actions suit une marche aléatoire. Compte tenu du caractère permanent des chocs qui caractérise ce scénario, le krach se traduit par un effet d'échelon, soit une augmentation durable des fonds défaillants. En 2040, année de fin de projection, moins de 50 % des fonds seraient épuisés dans le scénario le plus favorable, contre presque 60 % dans la simulation d'une mouvement brownien. Dans ce dernier cas, compte tenu de la proportion de défaillance, le fonds médian ne pourrait pas remplir la mission qui lui incombe dans notre scénario.

Graphique 11



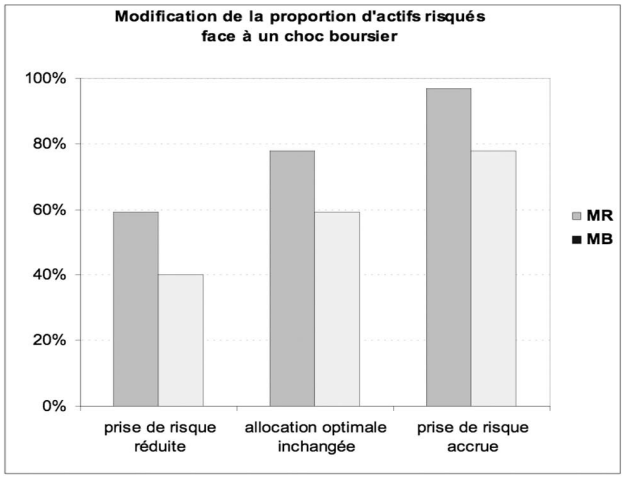
Graphique 12



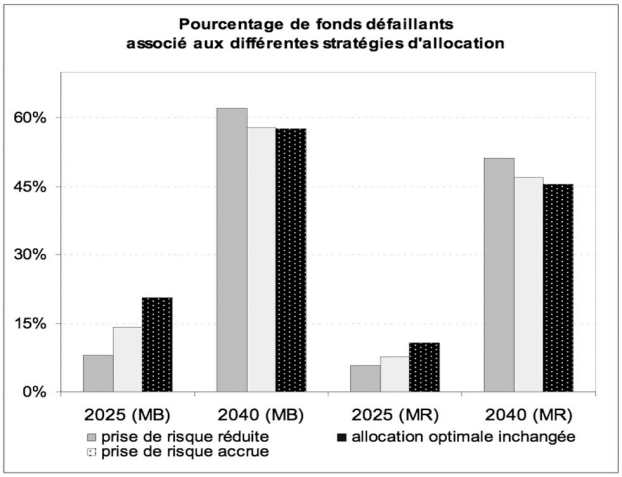
La lecture de ces résultats soulève une question légitime relative à la gestion d'actifs des fonds de réserve et conduit à s'interroger sur la capacité de politiques d'allocations stratégiques plus ou moins prudentes à mieux résister à une crise boursière. Pour tenter de répondre à cette interrogation, nous avons simulé la dynamique des deux fonds de réserve dans le cas où la prise de risque des gestionnaires serait réduite puis accrue. De manière assez subjective, nous avons supposé que cette politique se traduirait par une variation de respectivement – 10 % et + 10 % du poids des actions dans les allocations initiales. Les résultats sont résumés par les graphiques 13 et 14 sur lesquels les scénarios de mouvement brownien et de « *mean reversion* » sont respectivement notés MB et MR. Une stratégie plus risquée permettrait, au terme des projections, d'égaler ou de très légèrement minorer la proportion de fonds défaillants ; mais cette convergence tardive se fait au détriment du nombre de fonds éligibles en début de décapitalisation, soit en 2025 dans notre scénario. Il y a moins de fonds éligibles au moment où apparaissent les premiers passifs du fonds. Toutefois, puisqu'on calcule une proportion équivalente de fonds défaillants en 2040, on en déduit que leur montant est en moyenne supérieur à celui que détermine la simulation de référence.

De même, une politique de réduction de la prise de risque ne conduit pas à remettre en cause la stratégie optimale. Elle se traduit par une proportion de fonds éligibles légèrement plus importante au moment des premiers passifs car la stratégie de réduction du poids des actions limite l'incidence du krach boursier.

Graphique 13



Graphique 14



Cependant, si le poids des fonds défaillants est légèrement plus faible que dans la simulation de référence, le surplus moyen accumulé est plus faible que dans les autres scénarios. Le déficit relatif de rendement, dû à la sous-pondération des actions, se traduit logiquement par un pourcentage de fonds épuisés significativement plus important au terme des projections. La modulation de la proportion d'actifs risqués dans les allocations stratégiques ne semble donc pas conduire à des résultats susceptibles de remettre en cause la nature des allocations calculées en l'absence de krach pour minimiser la proportion de fonds défaillants.

En guise de conclusion

Il n'est naturellement pas question de conclure étant donné la complexité du sujet. On se contentera toutefois de noter que, malgré un champ d'investigation somme toute assez restreint, l'exercice de simulation ouvre clairement deux pistes de réflexion.

En premier lieu, il existe manifestement des stratégies d'allocations distinctes selon la dynamique présumée du prix des actifs risqués. Si l'on pense que les rendements des actions ne sont pas déconnectés de la croissance économique potentielle, autrement dit si l'on admet qu'à long terme les performances des marchés reflètent, au moins pour partie, le rendement du capital qui est l'un des facteurs explicatifs de la croissance, alors il est vraisemblable que les actions sont sous-pondérées dans les allocations des fonds de retraite. Le diagnostic resterait valide face à un choc anticipé sur les marchés financiers.

En second lieu, en dépit d'une définition assez spécifique de la mission du fonds de réserve, les résultats des simulations laissent penser que, s'il reste abondé par ses seules ressources pérennes, le FRR devra probablement renoncer à apporter une contribution structurelle au financement des retraites et limiter plus modestement son ambition au lissage des transitions. Ce constat est d'autant plus préoccupant que, tant sur le plan démo-économique que sur le plan financier, nos hypothèses sont globalement optimistes.

Notes

1. www.fondsdereserve.fr/

2. Jacques Friggit, Conseil général des Ponts et chaussées : http://www.adef.org/statistiques/

3. https://www.globalfinancialdata.com/

4. Précisons qu'en l'absence d'informations précises sur la dynamique d'abondement passée du FRR, nous avons estimé de façon assez optimiste que le surplus disponible pour le financement des régimes représentait aujourd'hui environ 40 % du montant du fonds.

Bibliographie

BACHELIER, L., « Théorie de la spéculation », Annales scientifiques de l'École normale supérieure, Séries 3, 17, 1900, pp. 21-86.

BALVERS, R. ; WU, Y. ; GILLILAND, E, « Mean Reversion across National Stock Markets and Parametric Contrarian Investment Strategies », *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 55(2), 2000, pp 745-772, 04.

BEC, F. ; GOLLIER, C., « *Assets Returns Volatility and Investment Horizon* : The French Case », IDEI Working Paper, n° 467, 2007.

BLANCHET, D., « Retraites et Croissance à long terme : un essai de simulation », *Économie et prévision*, n° 105, 1992.

CAMPBELL, J. ; LO, A. ; MACKINLAY, C., *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1997.

CAMPBELL, J. ; VICEIRA, L. M., « Strategic Asset Allocation », *Clarendon Lectures in Economics*, Oxford University Press, 2002.

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES (COR), Quatrième rapport du Conseil d'orientation des retraites : « Retraites : questions et orientations pour 2008 », 2007, voir site internet www.cor-retraites.fr

FAMA, E. F., « The Behavior of Stock-Market Prices », *Journal of Business*, 38(1), 1965, pp. 34-105.

FAMA, E. F. ; FRENCH, K. R., « Permanent and Temporary Components of Stock Prices », *Journal of Political Economy*, vol. 96, n° 2, 1988, pp. 246-273.

HAMAYON, S. ; LEGROS, F., « Construction and impact of a buffer fund within the French PAYG pension scheme in a demo-economic model », CESifo Working Paper, n° 531, 2001.

JONDEAU, E. ; ROCKINGER, M., « Optimal portfolio allocation under higher moments », Banque de France, NER n° 108, 2004.

JORION, P., « The Long-Term Risks of Global Stock Markets », *Financial Management*, vol. 32, n° 4, 2003.

LO, A. ; MACKINLAY, C., « Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks : Evidence from a Simple Specification Test », *Review of Financial studies*, 1, 1988, pp. 41-66.

METCALF, G.E. ; HASSETT, K. A., « Investment under alternative return assumptions : comparing random walks and mean reversion », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1995, 19 : pp. 471-1488.

POTERBA, J. ; SUMMERS, L., « Mean reversion in stock returns: Evidence and Implications », *Journal of Financial Economics*, 22, 1988, pp. 27-59.

WRIGHT, J., « Alternative variance-ratio tests using ranks and signs », *Journal of Business and Economics Statistics*, 18, 2000, pp. 1-9.

Les régimes de retraite d'entreprise sous la pression de la volatilité des marchés financiers

Denis Campana

Responsable France de l'activité Retraite, Mercer

Jacques Goulet

Responsable Europe de l'activité Retraite, Mercer

Les coûts et les risques attachés aux engagements de retraite supplémentaire d'entreprise constituent un problème majeur des économies développées. Ceci est vrai autant en France qu'à l'étranger. A titre d'exemple, les entreprises françaises du CAC 40 totalisent 177 milliards d'Euros d'engagements de retraite, c'est-à-dire 14% de leur capitalisation boursière. Les régimes de retraite supplémentaires dits « à prestations définies » font face à un certains nombre de défis dont un des plus importants est la croissance de l'espérance de vie, phénomène mondial qui pèse lourd sur l'évolution des charges futures. Quant à la crise des subprimes*, il est difficile à l'heure actuelle d'avoir un chiffrage précis de son impact sur les fonds de pensions ; ceci étant, il semblerait que cet impact devrait rester modeste. L'article qui suit explore la situation actuelle des régimes de retraite supplémentaires d'entreprises, les difficultés auxquelles ils font face, les évolutions à venir ainsi que l'impact de la crise des* subprimes.

Les coûts et les risques attachés aux engagements de retraite supplémentaire d'entreprise constituent un problème majeur des économies développées. Ils ont été placés sous les projecteurs durant les derniers mois à cause de l'évolution des marchés financiers et de la réduction de l'accès au crédit.

L'absence de grands régimes de retraite d'entreprise en France ne doit pas masquer que ceux-ci sont très courants sur les autres places économiques et donc présents dans les comptes consolidés des multinationales françaises. Dans les pays où ces régimes existent, le total des engagements représente une part substantielle du Produit intérieur brut (PIB). Ainsi, au Royaume-Uni, les engagements excèdent mille milliards d'euros, soit près de 59 % du PIB ; la situation est comparable en Allemagne, au Japon et aux États-Unis. Avec une part significative de leurs opérations en dehors de la France, les entreprises du CAC 40 sont, par conséquent, aussi exposées par ces engagements que leurs concurrents locaux.

Cet article se focalise sur les dispositifs à prestations définies, dans lesquels l'employeur s'est engagé sur une promesse de résultat en termes de niveau de

rente, souvent basé sur la rémunération de fin de carrière. Le financement passe alors par la constitution de provisions. Plusieurs techniques de financement existent, mais la plus commune est celle où l'employeur supporte dans ses comptes l'essentiel des risques en assumant la promesse. Ces risques sont nombreux ; les principaux sont : les risques de taux servant de base à l'actualisation des charges, l'accroissement de la longévité humaine et le risque de sous-performance des actifs de couverture. Dans les cas où les charges s'avèrent plus faibles que celles qui étaient anticipées, l'employeur récupère en principe les fruits des gains qui en résultent même si, en pratique, les montages sont plus complexes.

À l'inverse de ces régimes, dans les mécanismes à cotisations définies, la contribution de l'employeur est déterminée et les risques subséquents sont supportés par les employés. Il existe aussi les systèmes de solidarité nationale où les charges des employeurs sont réparties sur une large base d'entreprises sans réelle marge de manœuvre sur les coûts induits.

Pourquoi ce sujet est devenu d'actualité ?

Jusqu'au virage des années 2000, les retraites ne figuraient pas spécialement à l'ordre du jour des préoccupations des directeurs financiers et des analystes. Cette situation s'est transformée sous l'effet de trois facteurs essentiels :

- les normes comptables qui ont ramené les engagements de retraite et leur volatilité dans le bilan des entreprises, et ce, principalement sous une forme de « *mark to market* » ;
- la chute du marché action qui a mis à l'épreuve le plan de financement à long terme sur lequel ces engagements reposaient ;
- un accroissement dans la maturité des plans qui a induit une modification de la charge de constitution des droits accumulés, au point de revêtir un impact visible vis-à-vis des capacités financières du sponsor, c'est-à-dire de l'entité qui a la responsabilité de la bonne fin du plan.

La maturité des plans a souvent été augmentée par les restructurations menées par les sociétés. À titre d'exemple, les entreprises ont déconnecté les engagements de retraite des entités opérationnelles en transférant les activités manufacturières dans les pays émergents ou en vendant certaines de leurs entités à des fonds d'investissement sans que ceux-ci reprennent à leur compte les engagements de retraite.

Ces effets ont été fréquemment amplifiés par des modifications réglementaires prises par des gouvernements soucieux d'améliorer la solvabilité des régimes de retraite proposés aux employés (également électeurs) ou qui cherchent à réduire la charge de couverture de tout ou partie des pertes de droits consécutifs qui leur incomberait à la faillite des sponsors.

Quelle est l'importance de ces problèmes ?

Une étude de Mercer a modélisé l'exposition aux risques financiers de retraite des plus grandes sociétés dans les principales économies. Les résultats sont présentés dans le tableau 1 qui met en évidence similarités et différences entre chacun des pays.

Les entreprises françaises du CAC 40 totalisent 177 milliards d'euros d'engagements de retraite, c'est-à-dire 14 % de la capitalisation boursière. En regard, les actifs représentent 139 milliards d'euros, les provisions constituant donc une charge de 38 milliards d'euros, soit 3 % de la capitalisation boursière.

Il est intéressant de constater que 64 % des engagements proviennent de huit entreprises seulement qui ne représentent que 34 % de la capitalisation boursière. L'exposition de ces entreprises peut être extrêmement élevée puisque, par exemple, deux d'entre elles se caractérisent par des engagements de retraite bruts qui excèdent leur capitalisation boursière. Alors que l'exposition nette de ces sociétés après prise en compte des actifs de couverture est bien moindre, cela ne signifie pour autant pas que les risques sont également moindres. Une hausse de 10 % de la

longévité humaine pour les deux entreprises prises en exemple aurait, toutes choses égales par ailleurs, pour effet de réduire de 22 % leur capitalisation boursière, comparativement à une sensibilité de moins de 1 % en moyenne sur l'ensemble du CAC 40.

L'exposition aux risques dans les autres pays tend à être plus élevée. Ainsi, les engagements bruts représentent 27 % en Allemagne et 22 % au Royaume-Uni de la capitalisation boursière. Les engagements pour les régimes à prestations définies aux États-Unis sont plus faibles avec 11 % de la capitalisation boursière. Cela témoigne du recours significatif désormais aux régimes à cotisations définies vis-à-vis desquels il n'y a plus de risques résiduels pour l'employeur. La politique de financement est plus forte au Royaume-Uni et aux États-Unis ; l'exposition nette ressort à moins de 1 % quand les plans aux États-Unis dégagent d'une manière globale des surplus, comparés aux 3 % d'exposition pour le CAC 40 et aux 7 % pour le DAX 30 allemand. Le chiffre élevé pour l'Allemagne reflète une forte tradition de provisionnement interne pour la couverture des promesses de pension. La pratique est cependant en train de changer, depuis les dernières années, avec une volonté significative des employeurs d'investir dans les CTA, « *Contractual Trust Arrangements* ».

Tableau 1 – Exposition retraite sur les principaux marchés

Milliards € décembre 2007	Zone euro euro Stoxx 50	UK FTSE 100	Région Europe Stoxx 50	France CAC 40	Allemagne DAX 30	Japon NIKKEI 225	USA S&P 500
Valeur boursière	2 464	2 320	3 083	1 300	886	1 890	9 025
Provisions pensions	403	514	620	177	236	310	987
Actifs de couverture	314	501	597	139	174	265	1 009
Déficit (surplus)	89	14	22	38	62	45	(22)
Niveau de couverture en %	78	97	96	78	74	85	102
Exposition brute en % de la valeur	16	22	20	14	27	16	11
Déficit en % de la valeur boursière	3,60	0,60	0,70	3,00	6,90	2,40	n/a
Accroissement annuel des avantages en % de la valeur	0,35	0,48	0,47	0,32	0,63	0,41	0,27

Source : Mercer data

Mesure de l'exposition et mesure du risque

Les engagements de retraite sont à très long terme : une personne âgée de 30 ans ne recevra normalement rien avant 2040 et pourrait vivre jusque dans les années 2060, et ce, sans compter l'impact de la réversion. Le risque de longévité présente un niveau substantiel d'incertitude qui se répercute sur le montant total de pension à être servi. Celui-ci est également relié, directement ou indirectement, aux salaires et/ou au niveau d'inflation sur des périodes de plusieurs décennies.

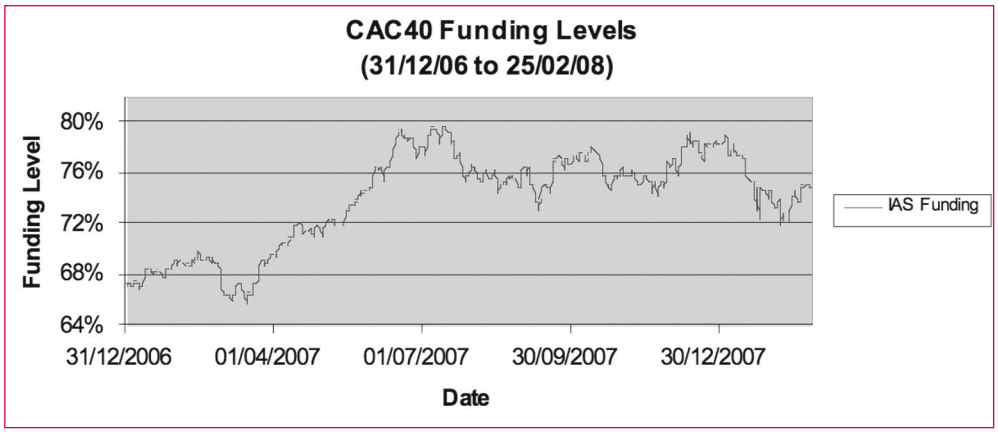
Les normes comptables actuelles requièrent un calcul de provisions basé sur l'emploi d'un taux d'escompte, appliqué à chaque paiement futur, fixé par référence au rendement des obligations *corporate* double A de durée longue. Lorsque cette référence évolue, les provisions changent également. En l'absence de financement externe – approche traditionnelle allemande en particulier –, la réduction du rendement obligataire entraîne *ipso facto* un accroissement du niveau des provisions (et *vice versa*).

Dans des pays comme les Pays-Bas, le Royaume-Uni ou les États-Unis, où le financement des régimes se fait par le biais de la constitution d'un portefeuille d'actifs juridiquement séparés, une partie significative de ces actifs est investie dans les supports liés aux actions. Les fluctuations du marché action pouvant s'établir séparément de celui des obligations, qui servent à la mesure des engagements de retraite, le risque net des engagements de retraite s'expose à des variations rapides et amples.

Ces fluctuations doivent être reconnues intégralement dans les bilans en application des normes US Gaap. La reconnaissance de cette situation constitue pour le moment une option dans les normes comptables européennes. Cette option est retenue de manière croissante (au Royaume-Uni en particulier) et, dans les cinq ans qui viennent, il est possible qu'elle devienne obligatoire en raison de la révision des standards comptables internationaux en cours actuellement.

La divergence entre l'évolution du couple valeur des actions/rendement des obligations constitue la principale source de volatilité dans les positions financières des régimes. Ainsi, en 2007, les actions ont généralement surperformé les obligations d'entreprise conduisant à une réduction de 28 milliards d'euros l'exposition des entreprises du CAC 40, soit 2 % de la capitalisation boursière. En 2008, cette situation s'est renversée. Nous estimons que la chute du marché action a augmenté l'exposition de 8 milliards d'euros, ou de 0,60 % de la capitalisation boursière. Les implications pour les entreprises les plus exposées auront été encore plus importantes.

Tableau 2 – Niveau de financements des engagements CAC 40 - 2007/2008



Source : Mercer PMAT database

D'autres causes de volatilité des engagements doivent être soulignées :

- **L'inflation**. Les provisions sont corrélées, souvent liées directement à l'inflation, soit directement soit indirectement à travers les salaires futurs. Les changements d'anticipation du niveau d'inflation conduisent alors à des modifications du niveau des provisions.

- **La longévité humaine.** Les provisions sont affectées par les changements de ce paramètre, ou plus précisément par les changements dans son anticipation. Ainsi, les modifications concernant l'anticipation du risque de longévité au Royaume-Uni ont conduit à rajouter 15 % aux provisions au cours des cinq dernières années sans que cela ait constitué un sujet pour les autres pays.

Les effets de l'inflation, de la raréfaction du crédit et du ralentissement économique

La pression inflationniste augmente dans le monde, comme le retrace le tableau 3 ci-dessous.

La pensée dominante est que cette tendance haussière va se poursuivre et la fixation des prix des actifs financiers intègre des hypothèses d'inflation plus élevée.

Les implications pour les engagements de retraite sont complexes : dans de nombreuses situations, l'inflation paraît profitable aux entreprises et mauvaise pour les employés parce que les promesses ne sont pas, ou peu, liées à l'inflation.

L'inflation est un mécanisme classique de transfert de valeur au détriment des créanciers qui vaut également pour les promesses de retraite. On pourrait avancer que les problèmes rencontrés ces dernières années dans certains pays proviendraient de la victoire apparente des économies sur l'inflation qui aurait conduit des employeurs à s'engager en termes réels et non en termes courants. Ainsi, par pure relation de cause à effet, une plus forte inflation entraîne une actualisation financière plus importante et alors une réduction des provisions à faire figurer dans les bilans.

L'inflation peut constituer cependant une mauvaise nouvelle pour les performances des sociétés, du moins dans certains secteurs, et fragiliser alors la capacité à financer des engagements, même si l'exposition globale se réduit. Ce serait spécialement le cas si l'inflation devenait hors de contrôle et causait ses dégâts à large échelle. De tels problèmes seraient d'autant plus graves si les promesses étaient totalement indexées, comme c'est par exemple le cas de beaucoup de plans dans les services publics privatisés au Royaume-Uni.

À plus large échelle, le ralentissement économique, voire la récession consécutive à la raréfaction du crédit, s'avèrerait néfaste pour les performances des entreprises, spécialement dans les « vieilles économies » où résident la plupart des fortes expositions au risque de retraite supplémentaire.

Tableau 3 – Taux d'inflation 2006/2007

Indice des prix (année pleine)	2006 (en %)	2007 (en %)
France (HICP)	1,5	2,6
Euro-area (HICP)	1,9	3,1
Japon	0,3	0,7
USA	2,5	4,1

Source : OECD

Quel impact de la crise des « *subprimes* » sur les fonds de pension ?

S'il est difficile à l'heure actuelle d'avoir un chiffrage précis de l'impact de la crise des « *subprimes* » sur les fonds de pension, on peut néanmoins apporter quelques éclairages à cette question.

L'incertitude sur l'ampleur de l'impact tient de la multiplicité des fonds de pension qui ont pu, chacun de leur côté, investir dans des actifs liés au « *subprime* » ou dans des véhicules financiers qui sont indirectement impactés par des produits « *subprimes* » comme par exemple des produits de trésorerie dit dynamiques.

Pourtant, au total, plusieurs éléments militent pour considérer que l'impact devrait rester modeste. En premier lieu, les fonds de pension ne placent qu'une faible partie de leurs actifs dans des produits sophistiqués préférant les poches actions ou obligations. En second lieu, dans beaucoup de cas, les produits liés aux « *subprimes* » ont été repris par l'émetteur, généralement une banque, limitant ainsi le risque supporté par les agents économiques.

Bien entendu, l'ampleur de cette crise doit conduire les principaux fonds à auditer plus précisément leurs expositions et, sans doute, pour les plus importantes d'entre elles à communiquer.

Dernier comportement qui reste anecdotique, certains fonds de pension ont spéculé sur les produits « *subprimes* » dans le second trimestre 2007. Reste à savoir si cette stratégie s'avèrera gagnante à moyen terme.

Des changements à venir

L'exposition des entreprises au risque de retraite va certainement se poursuivre avec la volatilité des marchés. Le tableau 4 ci-après montre l'estimation de l'exposition du CAC 40 à différents niveaux du marché action et obligataire, en supposant que ces variations soient identiques sur les différents marchés où opèrent les entreprises. Ainsi, une diminution de 15 % du CAC 40, combinée avec une augmentation de 25 points de base du rendement obligataire, augmente le déficit de 5 milliards, en l'occurrence il passe de 38 à 43 milliards d'euros.

Tableau 4 – L'impact des marchés financiers sur les engagements bruts de retraite

Corporate Bond

CAC40 Shar Index

	-0.5%	-0.25%	Current (5.48%)	+0.25%	+0.5%
-15% (4772)	60	54	48	43	37
-5% (5333)	53	47	41	36	31
Current (5614)	50	44	38	33	28
+5% (5895)	47	41	35	29	24
+15% (6456)	40	34	28	23	18

CAC40 deficit (surplus) in €billion. Chiffres au 31/12/07.

Source : Mercer PMAT database

Implications dans les finances des entreprises

Les comptes des sociétés donnent une indication sur leur exposition au risque de retraite mais ils n'apportent cependant pas une vision complète des problèmes sous-jacents. Les fluctuations à court terme des marchés sont susceptibles de provoquer de la volatilité dans les chiffres d'engagement, même si ces derniers n'ont pas une interprétation économique réelle dans la mesure où l'engagement réel, correspondant au versement de prestations, ne peut avoir véritablement le temps de changer à brève échéance, contrairement à l'image donnée par la fluctuation de leur valeur actuarielle.

Cela peut être plus facilement appréhendé en considérant un engagement de retraite comme une forme de dette à long terme, approche de plus en plus adoptée par les observateurs du marché et les régulateurs. Les avantages de retraite constituent effectivement des paiements différés et, en acceptant le différé dans ce versement, les employés apportent un financement à l'activité de l'entreprise. Les conditions du remboursement présentent des particularités par rapport à un emprunt classique parce que l'essentiel des reversements dépend du risque de longévité humaine. Quoi qu'il en soit, cet engagement de remboursement constitue une charge sur le revenu de l'entreprise au même titre qu'un emprunt classique.

Cette analogie est utile lorsqu'on examine l'impact des fluctuations du marché obligataire. Le montant d'une dette à long terme peut être inchangé mais le coût de son remboursement anticipé ou de son transfert vers une autre partie varier. Cela éclaire une subtile conséquence de l'implosion du marché du refinancement. Alors que les provisions relatives aux retraites baissent conformément à leur mesure selon les normes comptables, il n'en résulte pas nécessairement que leur coût pour s'en débarrasser diminuerait. La charge pour lever des capitaux afin de régler un tiers repreneur de ces engagements augmente en même temps que le *spread* de crédit.

Le cas des financements internes

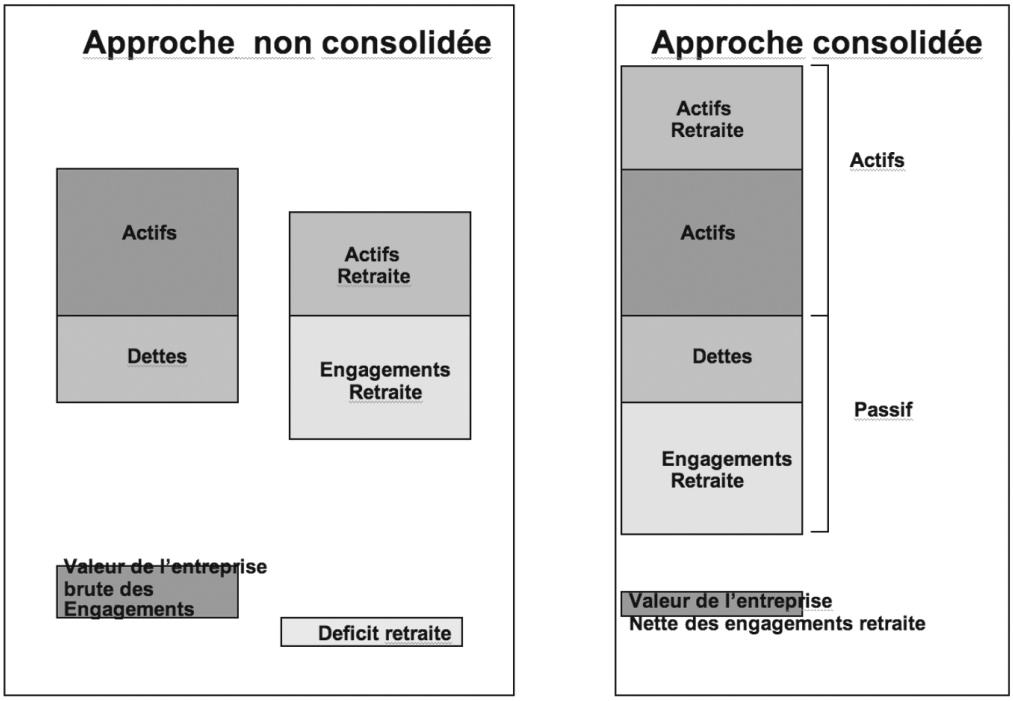
Les propos à venir concernent la situation d'une promesse non financée, comme cela a été le cas général en Allemagne où les engagements au titre des populations actives ou des retraités sont financés intégralement par les actifs industriels de l'entreprise.

Dans beaucoup de pays, il est obligatoire de constituer un actif financier dans une institution indépendante afin de sécuriser les avantages contre le risque d'insolvabilité de l'employeur. Il est fréquent de considérer que ces fonds constituent le moyen d'assurer le règlement des échéances promises et de positionner le risque d'insuffisance du financement comme une obligation d'entreprise. Si le financement externe est supérieur aux engagements calculés, la question des retraites est considérée comme peu importante pour l'entreprise.

Pourtant, cette approche peut se révéler dangereuse. Lorsque la stratégie d'investissement se révèle positive, l'entreprise peut être tentée de faire bénéficier les employés et les retraites de cette situation par le biais d'une réduction des cotisations ou d'une augmentation des promesses. Mais, en cas de retournement des marchés financiers, l'entreprise va devoir certainement couvrir l'insuffisance, et ce, généralement, toujours à un mauvais moment.

Un plan de retraite à prestations définies n'apparaît qu'en solde dans le bilan d'une entreprise, alors que son risque est lié aux deux membres qui constituent ce solde, les engagements et les actifs de couverture. Le courant de pensée anglo-saxon pousse fermement à dissocier ce solde dans l'interprétation du bilan de l'entreprise. Les engagements de retraite seraient ajoutés aux dettes de l'entreprise, d'un côté, et les actifs de couverture comme des actifs additionnels à ceux détenus dans le cadre opérationnel, de l'autre côté. Le tableau 5 ci-après schématise cette vision.

Tableau 5 – Modes de présentation des engagements retraite



Pression sur le *cash*

La volatilité des comptes du bilan peut découler d'une discordance entre la valeur *mark to market* des actifs détenus – s'il y en a – et les engagements au passif. Cela ne nécessite pas obligatoirement de liquidités à court terme pour le sponsor du plan de retraite, mais ce pourrait être le cas si des exigences de financement minimal étaient requises par le régulateur. Cette situation va croissante. Dans les pays où un tel financement minimal est exigé, à l'instar des États-Unis, des retournements de marché peuvent conduire à des appels de fonds et intervenir à des périodes où ces difficultés des marchés sont également corrélées à celles de l'activité des entreprises.

Cela est une autre facette de la situation problématique provoquée par l'implosion du crédit, lorsque la situation exige des appels à contribution. Le coût pour lever des financements peut alors s'avérer plus fort que prévu provoquant des difficultés à les réaliser.

Résoudre les enjeux liés aux risques de retraite

Les enjeux détaillés tout au long de cet article ont conduit beaucoup d'entreprises exposées aux risques de retraite à se concentrer sur la mesure de ceux-ci et à leur gestion.

Les techniques de *value at risk* se sont ainsi développées afin d'évaluer le niveau des risques encourus. Ceux-ci peuvent être ajustés dans le but d'atteindre un budget de risque supportable afin, par exemple, de limiter le besoin de *cash* dans les situations de retournement ou de voir la notation d'un sponsor dégradée en raison de son risque retraite.

Mais ces techniques ont leurs limites, même si elles donnent de précieux éclairages sur cette exposition à un risque donné en recourant à des approches comparables à celles utilisées dans d'autres domaines de la finance d'entreprise.

La majorité des entreprises ne souhaite pas ou ne peut pas se couvrir contre les risques associés aux engagements de retraite. En effet, la détention d'actifs sur les plans de retraite est souvent vue comme une contribution utile à la réalisation de profits ou, au minimum, comme une réduction de la charge de constitution des promesses de retraites formulées. Cela est encouragé par les normes comptables actuelles qui autorisent de faire apparaître les rendements attendus dans les états financiers plutôt que les rendements réels.

Cependant, quelques entreprises veulent réellement accroître la couverture des engagements retraite et l'on note, au cours des cinq dernières années en Europe, un intérêt croissant pour des techniques sophistiquées de couverture. À titre d'exemple, les régimes de retraite ont opéré des *swaps* de taux et des *swaps* d'indices sur l'inflation pour plus de 100 milliards d'engagement, comparativement à presque rien cinq ans auparavant. L'achat annuel de contrats d'assurance destinés à déconsolider les engagements ont doublé pour atteindre 5 milliards d'euros au Royaume-Uni en 2007. Nombre de banques cherchent à développer des produits dérivés afin de couvrir les risques de longévité de la même façon que les risques de taux ou d'inflation.

Les plans de retraite venant à maturité, car beaucoup sont dorénavant fermés aux nouveaux employés, une attention particulière est portée au risque d'asymétrie et à la rémunération du sponsor du plan. La capacité dans les plans financés à tirer avantages d'investissements profitables est de plus en plus encadrée afin qu'elle ne soit pas utilisée à une simple économie dans la charge de constitution des droits futurs. L'orientation actuelle est que les gains de performance doivent au contraire revenir aux employés, à l'administration fiscale, ou aux organismes publics de garantie des régimes. Quoi qu'il en soit, la recherche de réduction du risque demeure. Cette orientation pèse sur la gestion des régimes de retraite au risque de générer de la pression dans les autres opérations de l'entreprise afin de diminuer l'impact dans les résultats globaux.

Il est en tout cas essentiel que l'entreprise effectue un pilotage précis de ces questions et alloue pour cela les ressources à hauteur de celles qu'elle affecte sur d'autres sujets sensibles.

En raison également des « unes » réservées dans la presse financière ou dans la presse grand public, il conviendrait ainsi que les entreprises s'assurent de disposer d'un programme de communication de leur approche en matière de maîtrise de ces risques à l'intention de leurs actionnaires, de leurs créanciers, des bénéficiaires des plans et de tous les conseils de ces parties prenantes.

Conclusion

Les plus importantes entreprises françaises, qui ont une forte activité internationale, sont exposées au prix et à la volatilité de leurs engagements de retraite, principalement au titre des opérations de retraite nées à l'étranger. Ainsi, l'exposition relative des entreprises du CAC 40 excède celle des entreprises du S&P 500 aux États-Unis.

Un ensemble de facteurs – au rang desquels la volatilité des marchés, l'accroissement de la maturité des plans et un renforcement de la réglementation – conduit à augmenter les risques attachés aux retraites supplémentaires.

Alors que la tendance 2007 apparaissait comme plutôt favorable avec une réduction des engagements liés à la retraite de l'ordre de 2 % de la capitalisation boursière, cette situation s'est notablement renversée en 2008 avec la chute du marché des actions.

L'accroissement du rendement du marché obligataire *corporate* découlant de la crise du crédit a amorti l'impact défavorable des événements économiques, ainsi qu'en témoignent les comptes des entreprises ; mais l'avenir pourrait s'avérer beaucoup plus douloureux.

Si, du fait de la crise, les actifs représentatifs des engagements baissaient, les sociétés concernées seraient alors conduites à augmenter leur contribution en *cash* au moment où le coût de ces financements s'accroît.

Les risques de récession et d'inflation sont également présents avec un impact global qui pourrait être néfaste sur les engagements, même si un peu d'inflation pouvait aider les promoteurs du plan de retraite mais pas leurs bénéficiaires.

Tous ces éléments vont très vraisemblablement conduire à accentuer la surveillance et la gestion des situations à risque sur les régimes supplémentaires de retraite ainsi qu'à envisager une plus grande ouverture vers les techniques de couverture financière telles que les *swaps* ou les contrats d'assurance.

Les engagements de retraite apparaissent plus que jamais comme une forme de dette à long terme.

IMMOBILIER : SÉCURITÉ, VOUS AVEZ DIT SÉCURITÉ ?

Guy Marty

Directeur général, Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF)

Symbole de sécurité, l'immobilier se trouve être à l'origine – ou au moins avoir été le catalyseur – de deux crises bancaires majeures en moins de deux décennies. Comment interpréter ce paradoxe ?

Fin des années 1980, milieu des années 2000. Deux effervescences immobilières qui, à leur terme, mettent en danger le système bancaire, avec des conséquences importantes sur l'ensemble de l'économie. Entre les deux, une effervescence financière, la bulle internet, qui n'a pas représenté à elle seule une menace systémique mais qui a, elle aussi, entraîné des dégâts collatéraux significatifs.

Que deux des trois accidents majeurs en moins de deux décennies aient eu l'immobilier pour point de départ est un fait remarquable. La contradiction avec le sentiment de sécurité attaché aux actifs immobiliers est frappante. Nous ne pourrons pas prétendre avoir pleinement compris la crise actuelle née des « *subprimes* » et conjuré un *bis*, ou plutôt un *ter repetita*, si nous n'avons pas analysé les éléments de ce paradoxe.

Certes, on pourrait objecter à cet axe de réflexion que les deux crises sont en tous points dissemblables, aussi bien au regard des facteurs immobiliers que des mécanismes bancaires et financiers, et que chacune devrait donc être considérée dans ses propres ressorts et caractéristiques. Il est vrai que la première était mondiale dès le départ et concernait l'immobilier d'entreprise, tandis que la seconde est née dans un secteur très précis du logement américain. Il est vrai aussi que la première provenait d'une activité de crédit inscrite directement dans le bilan des banques, tandis que la seconde est venue de leur hors-bilan dans un contexte de désintermédiation financière. Mais l'immobilier est à la source, en tout cas l'initiateur, de ces deux crises. Nous allons donc les examiner sous cet angle.

Pour une poignée de dollars : la crise des années 1980

Nous ne traiterons pas ici la première crise systémique bancaire en détail [1]. Il nous suffira pour notre propos d'en reprendre les grandes lignes.

Elle se déclencha aux États-Unis en 1989, avec l'affaire des *Savings & Loans* (S&L) dont la grande majorité se trouvait en cessation de paiement. Voici le commentaire d'Alan Greenspan – alors président de la Réserve fédérale américaine (Fed) – à ce propos : « *Les banques commerciales aussi avaient de graves ennuis. Le problème était encore plus épineux que celui des S&L parce que les banques représentaient un secteur beaucoup plus vaste et important de l'économie. La fin des années 1980 était leur période la plus noire depuis la Grande Dépression ; des centaines de banques de petite et moyenne dimension faisaient faillite et des géants*

comme la Citibank et la Chase Manhattan étaient en péril. Leurs difficultés, comme dans le cas des S&L, tenaient à un excès de prêts spéculatifs – au début des années 1980, les grandes banques avaient misé sur la dette d'Amérique latine, puis, lorsque ces prêts avaient pris mauvaise tournure, comme des joueurs amateurs essayant de se refaire, elles avaient misé encore plus, entraînant tout le secteur dans une débauche de prêts sur l'immobilier commercial. » [2]

Le même constat peut être formulé, *mutatis mutandis*, pour les marchés immobiliers européens qui, eux aussi, avaient été inondés par les crédits bancaires.

On pourrait bien sûr apporter de nombreuses précisions, et en particulier évoquer la disparition progressive dans cette décennie du contrôle des changes et de l'encadrement du crédit, deux facteurs qui enserraient le crédit bancaire et dont la libération ne pouvait s'effectuer sans heurts. On pourrait aussi mentionner la désinflation mondiale à partir du début des années 1980, très perturbante pour les marchés immobiliers. Le mécanisme de « mémoire de marché » faisait perdurer dans les esprits le statut de valeur refuge de la pierre alors qu'il n'était plus fondé objectivement et nourrissait des espoirs de plus-value correspondant à une période inflationniste révolue. Les banques, comme l'ensemble des acteurs, étaient ainsi prédisposées à des excès. Mais, si le crédit bancaire a suivi puis entraîné la hausse des valeurs immobilières, on peut se demander pourquoi les banques dans leur ensemble sont sorties de leur cadre de prudence et ont créé une telle déferlante de crédits sur les marchés immobiliers. La question a été posée de savoir ce qui serait advenu en France, par exemple, si les banques, au lieu de jouer l'immobilier, avaient misé sur les petites et moyennes entreprises (PME) avec une frénésie équivalente : non seulement les pertes n'auraient vraisemblablement pas été de même ampleur, mais surtout les avantages pour notre économie auraient été considérables en termes de croissance, d'emploi, d'innovation. Alors, pourquoi l'immobilier ?

Et pourquoi « *comme des joueurs amateurs essayant de se refaire* » ? L'accusation est excessive, mais les apparences sont symptomatiques. Le contexte, d'une part, permettait aux banques de développer leur activité de crédit, et, d'autre part, les incitait – sans doute plus que dans des conditions normales – à rechercher des sources de rentabilité. Or, la marge sur les crédits immobiliers était élevée, beaucoup plus élevée par exemple que pour les crédits aux entreprises. Et cette rémunération s'obtenait dans le cadre de crédits par nature moins risqués puisque correspondant à des actifs réels. Une opportunité stratégique se présentait. Le développement du crédit immobilier semblait logique dans sa motivation et pertinent dans son articulation entre le risque et sa rémunération.

La démarche aurait été valide si elle n'avait été entachée de plusieurs erreurs d'appréciation, aussi bien sur la rentabilité que sur le risque.

Sur la rentabilité tout d'abord. Si le crédit promoteur générait des marges nettement plus substantielles que le crédit aux entreprises, il aurait fallu s'interroger sur la raison de cette trop belle opportunité. Ce n'est qu'à l'issue du phénomène de bulle, et seulement en raison de cette bulle, que les pertes ont finalement été considérables. En réalité, l'aubaine aurait dû être interprétée comme une alarme. Les marges étaient trop élevées, elles n'auraient pas dû servir de base à une stratégie de grande ampleur. Cette erreur de *pricing* trouve vraisemblablement son explication dans le fait que le crédit promoteur étant marginal, au départ, dans la masse des crédits bancaires, le secteur de la promotion n'était pas en position d'influer sur son prix. Nous verrons qu'un défaut de *pricing* inverse était présent dans le creuset de la crise des « *subprimes* ». Mais cela nous amène à l'évaluation du risque. Tout d'abord, comme nous l'avons vu précédemment, les banques, ou plus factuellement les individus dans les banques, à tous les échelons depuis les opérationnels jusqu'aux états-majors, ont participé dans les années 1980 de cette « mémoire de marché » qui donnait à l'immobilier un statut de valeur refuge. Cet anachronisme fut bien compris ensuite, « *mais un peu tard* » dirait notre ami La Fontaine. Toujours est-il que cette erreur de l'époque ne se retrouve pas dans la crise actuelle : il est dorénavant bien établi que la valeur d'un actif immobilier ne procède que de son flux de revenus.

Une autre erreur relative au risque a consisté à ignorer la nature d'actif de rareté des biens immobiliers. Parce que la matière n'est pas extensible, ou du moins parce qu'elle ne l'est que très lentement, tout consensus à son égard peut rapidement se transformer en bulle par l'afflux de capitaux, pour peu que le contexte soit propice, autrement dit que la croissance monétaire soit plus forte que la croissance économique. Notons que ce facteur figure également dans la mécanique de la crise actuelle.

Enfin, les banques ont sous-estimé la difficulté de réaliser l'actif immobilier. Quand le retournement du marché a fait plonger les valeurs en dessous du niveau de la dette, les positions n'ont pas pu être dénouées rapidement et les provisions correspondantes n'ont fait qu'augmenter au fur et à mesure que le marché se grippait. C'est ce qui a fait la nécessité, aussi bien que la fortune, des investisseurs et des fonds que l'on qualifie d'opportunistes, appellation qui serait juste si elle n'était réductrice. En effet, ceux-ci n'ont pas simplement pris la relève des banques en difficulté, ils ont engagé un processus parfois complexe de remise sur le marché, qui relevait d'un savoir-faire différent de celui de prêteur. Il est intéressant de constater que cette erreur d'évaluation, commise à la fin des années 1980 avec l'immobilier d'entreprise, est présente, cette fois-ci avec l'immobilier résidentiel aux États-Unis dans la difficulté de résolution de la crise actuelle.

Pour quelques dollars de plus : la crise des « *subprimes* »

La bulle des années 1980, de caractère mondial, fut celle du crédit promoteur et de l'immobilier d'entreprise. La crise des « *subprimes* » est née aux États-Unis, dans le secteur très spécifique du crédit logement à des ménages relativement fragiles.

À l'échelle des banques américaines qui ont produit des « *subprimes* », on peut dire qu'il y a eu répétition du scénario précédent en termes de stratégie : recherche de rentabilité et faiblesse du risque puisque celui-ci était pour l'essentiel transféré à la sphère financière.

Constatons tout d'abord que la nature d'actif de rareté de l'immobilier – et donc sa prédisposition à la formation de bulles – de même que la difficulté de réalisation des actifs dans les cas de défaillance n'avaient toujours pas été identifiées comme des risques sérieux par les établissements prêteurs. Récidive d'autant plus regrettable que la conjonction des deux facteurs suffit pour créer une crise sévère. Mais cela n'explique pas la contagion à l'ensemble du système bancaire mondial. Il faut comprendre l'édifice de la titrisation.

Admettons qu'il n'y ait pas de victime sans bourreau et que les banques productrices de « *subprimes* » se soient rendues coupables. Mais il n'y a pas non plus de bourreau sans victime, et la question que l'on est en droit de poser est celle-ci : Pourquoi la sphère financière a-t-elle si avidement consommé des fonds à base de « *subprimes* » ?

De toute évidence, le premier motif fut la recherche de rentabilité. La baisse généralisée des taux a créé une demande pour des rendements plus élevés. Il était normal dans ce cas d'accepter que les produits sous-jacents, avant alchimie financière, soient plus risqués. D'où les « *subprimes* ». Les investisseurs finaux étaient dans leur logique naturelle en voulant optimiser les rendements. Les concepteurs de produits restaient dans la leur en voulant développer leur *business* et proposer aux investisseurs des produits attrayants. Les banquiers produisant et titrisant des « *subprimes* » étaient tout aussi fidèles à leur vocation en voulant augmenter le volume de leurs commissions. Tout semblait donc pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles… jusqu'au dérapage.

Selon la version couramment admise aujourd'hui, les producteurs de « *subprimes* » et les promoteurs de produits titrisés – d'ailleurs encouragés plutôt que freinés par les agences de notation – ont été poussés au crime par l'appétit des investisseurs. Jusqu'à l'implosion du système et ses conséquences sur la titrisation, puis sur le bilan des banques.

Néanmoins, le mécanisme était vicié dès le départ, lorsque le marché des « *subprimes* » était encore

relativement sain. Même s'il n'y avait pas eu de bulle du logement aux États-Unis, même si la titrisation des « *subprimes* » avait été de moindre ampleur, il y aurait eu un accident. Le processus reposait en effet sur une profonde ambiguïté en ce qui concerne le risque et sa rémunération. Pour le banquier prêteur, le risque n'est que dans un sens. Son espoir optimal de rémunération est fixe, seul son degré de perte par rapport à cet objectif est incertain. S'il considère que son risque est plus élevé, il fixera un taux plus important. De toute façon il subira des pertes, sa seule incertitude est sur leur montant. Pour le financier, le risque se définit comme une volatilité, donc une incertitude de nature différente. Le risque est la probabilité de s'écarter de la rentabilité moyenne dans le temps. Il est parfois mal compris qu'un investissement dont la rentabilité serait forte mais irrégulière serait par définition risqué, alors que celui qui perdrait chaque année de la valeur dans la même proportion serait considéré comme « sans risque » : l'écart par rapport à la moyenne, tel est le critère pour un financier. L'exigence de rentabilité élevée va de pair avec une volatilité plus forte, donc le risque de perdre… ou celui de gagner.

Le taux de crédit immobilier plus élevé du banquier n'est donc pas directement transposable au rendement plus élevé de l'investisseur, ce qui crée une difficulté : la répartition du risque dans un portefeuille n'a pas non plus la même signification. En additionnant des crédits à haut risque, on ne peut pas demander à la statistique de créer un portefeuille équivalent à celui d'emprunteurs robustes. Tandis que les techniques statistiques de l'allocation d'actifs permettent couramment, avec des placements très volatils mais décorrélés entre eux, de réduire effectivement le risque.

De ces considérations qui relèvent de notions de base bien connues, il ressort que la titrisation des « *subprimes* » s'est développée à partir d'un malentendu sur l'efficacité des portefeuilles pour la maîtrise du risque.

De plus, comme lors de la crise précédente, le diable se cachait au tout début du processus, dans le *pricing* du risque par les banques, mais cette fois-ci dans le sens de la sous-estimation. Certes, le gouvernement américain avait fortement encouragé les « *subprimes* ». Certes, le logement est un besoin primaire et l'on peut penser que même les ménages relativement fragiles sont attachés à rembourser leur crédit immobilier tant qu'ils le peuvent encore. Mais l'activité de banquier prêteur consiste à intégrer dans le prix des crédits pratiqués le poids des défaillances probables, sauf à être subventionné directement ou indirectement comme c'est le cas en France, par exemple, avec le prêt à taux zéro. Selon ce strict point de vue, les marges des banquiers producteurs de « *subprimes* » auraient dû être nettement plus élevées qu'elles ne l'étaient compte tenu du risque statistique de défaillances. Par voie de conséquence, à l'autre bout de la chaîne des titrisations, les investisseurs ont acheté un risque non rémunéré à sa juste mesure.

Mais, peut-être ont-ils d'autant plus facilement baissé la garde que derrière les crédits immobiliers, même à risques, il y a un actif possédant deux qualités propres ? La première est une volatilité historique relativement faible qui a pu les séduire, même s'il n'est pas rationnel d'assimiler le comportement des créances à celui des logements sous-jacents. La seconde est son caractère de bien tangible qui procure, quoi qu'il en soit, un certain sentiment de sécurité.

Les leçons de l'expérience

De cet examen des deux crises, il ressort que les systèmes bancaires ont été pénalisés très sévèrement pour une approche trop approximative de la chose immobilière, et que la sphère financière s'est rendue coupable aussi bien que victime de la même façon. Mais pouvait-il en être autrement ?

Reconnaissons pour le moins qu'il y avait un piège, et qu'il n'était pas nécessairement facile à identifier. L'immobilier d'entreprise, en effet, ne représentait qu'une proportion très marginale de l'activité de crédit au début des années quatre-vingts. Quant aux « *subprimes* », ils ne constituaient encore il y a quelques années qu'une faible partie des nouveaux crédits logement, eux-mêmes représentant une faible partie de la masse de crédit des banques américaines.

Enfin, l'immobilier ne compte pour la sphère financière que parmi les actifs alternatifs, et encore, depuis peu.

Dans ces conditions, comment aurait-on pu redouter des déflagrations aussi importantes ? Et comment résister à la tentation de transposer, sans les adapter spécifiquement, des méthodes éprouvées par ailleurs dans le domaine du crédit comme dans celui de la titrisation ? Tentation d'autant plus dangereuse que l'immobilier, malgré sa faible part dans les activités bancaires et financières, est susceptible de créer des chocs en retour considérables compte tenu de sa dimension propre : dans la plupart des pays développés, l'immobilier d'entreprise représente à lui seul l'équivalent du produit intérieur brut (PIB), et l'immobilier résidentiel près de trois fois.

Ce n'est pas faire preuve d'un optimisme inconsidéré que d'envisager un après-crise dans lequel les banques retrouveront progressivement le chemin de la titrisation, et dans lequel la circulation redeviendra fluide entre l'économie et les systèmes bancaire et financier. On peut imaginer aussi que les ressorts de l'immobilier seront mieux compris par les banques et la sphère financière, et que, ainsi, sera mis fin au paradoxe selon lequel l'immobilier possède un tel pouvoir de déstabilisation, alors même qu'il a toujours été un symbole de sécurité.

À l'issue de la bulle immobilière de la fin des années 1980 et de la crise qui a suivi, il est resté un parc immobilier d'entreprise : des actifs bien réels, renouvelés, au service des entreprises, un marché beaucoup plus mature et économiquement performant. À l'issue de la bulle internet et de son éclatement, la planète avait fait sa révolution technologique dont on mesure aujourd'hui l'importance et l'intérêt. Lorsque la crise née des « *subprimes* » sera derrière nous, y aura-t-il aussi, même si nous ne le percevons pas encore, un bénéfice durable ?

Notes

1. Le lecteur qui voudrait approfondir l'euphorie immobilière mondiale de la fin des années 1980 et la crise bancaire qui s'en est suivi, pourra se reporter utilement au numéro hors-série de la Revue d'Économie fnancière *entièrement consacré à ce sujet sous le titre : « L'épargne immobilière institutionnelle dans le monde – La crise financière de l'immobilier », 1994. Notons également l'article très complet de G. Albanel « Les banques françaises face à la crise de l'immobilier » paru dans* Réflexions immobilières, *numéro 18, juillet 1997.*

2. Alan Greenspan. Le temps des turbulences, *J. C. Lattès, 2007.*

Crise financière et équilibre banque/assurance

André Babeau

Professeur émérite, Université Paris Dauphine

Conseiller scientifique au BIPE

En février 2003, Ben S. Bernanke, qui n'était pas encore président de la FRB (Federal Reserve Bank), déclarait à l'université d'État de Saint-Cloud dans le Minnesota que, malgré quelques excès, les crédits habitat au segment de clientèle dit « subprime *» lancés dans les années 1990 étaient à encourager puisqu'ils permettaient l'accession à la propriété de catégories de la population qui jusque-là n'y avaient pas accès [1]. Comme quoi, telle la langue d'Ésope, le «* subprime *» peut être la meilleure ou la pire des choses. D'ailleurs, y avait-il quelque chose à en redouter ? Dans son* Global Financial Stability Report *d'avril 2007, le Fonds monétaire international (FMI) n'écrivait-il pas que les «* stress tests *» les plus sévères montraient que, même dans le cas de baisses de prix de l'immobilier dans des proportions historiquement inconnues, aucun investisseur en crédits titrisés n'aurait à supporter de pertes significatives [2] ? Il concluait alors qu'un choc majeur en ce domaine avait une faible probabilité de se produire.*

Plus sérieusement, la crise financière – qui a débuté dès 2005 aux États-Unis et a atteint l'Europe au cours de l'été 2007 – est-elle susceptible de modifier, sur le marché des particuliers, l'équilibre concurrentiel qui s'est établi en France depuis la fin du siècle dernier entre groupes bancaires et assureurs traditionnels ? Prétendre pouvoir répondre dès maintenant à cette question, alors que ladite crise est sans doute assez loin d'être terminée, présente certains risques. À tout le moins, la tentative de réponse doit être formulée avec prudence.

Une situation au départ très favorable aux réseaux bancaires ?

Avant d'envisager les arguments qui peuvent amener à répondre par l'affirmative ou la négative à une telle question, il convient d'avoir une idée assez précise des positions respectives des groupes bancaires et des assureurs traditionnels dans les comportements d'épargne et la composition du patrimoine financier des ménages. C'est en effet cette situation qui pourrait éventuellement changer si l'équilibre actuel entre l'offre et la demande de produits était, pour des raisons diverses, amené à se modifier.

En 1980, la part des bancassureurs dans les versements sur les contrats d'assurance vie ne dépassait pas 18 % du total. Un peu plus de dix ans plus tard, la collecte des deux parties s'équilibrait à 50 % chacune et, fin 2006, c'est 66 % de la collecte qui était réalisée par les réseaux bancaires et assimilés, cette part étant

d'ailleurs la même quel que soit le support du contrat (unités de compte ou euro). La répartition des encours de provisions suivait avec un certain retard, mais dès 1995, les parts des banques et des assureurs traditionnels s'équivalaient et, fin 2006, le poids relatif des groupes bancaires dans les provisions s'élevait à 61 % du total.

Si l'on prend comme référence non plus la seule assurance vie mais l'ensemble du patrimoine financier des ménages (hors actions non cotées et « autres participations »), la position hégémonique des bancassureurs est encore plus forte puisque leur part est légèrement supérieure aux quatre cinquièmes des actifs financiers possédés par les ménages. Par contre, la part des assureurs traditionnels (vie et non-vie) n'atteint pas 20 %. On peut ajouter qu'un assureur vie est en contact avec ses clients environ quatre fois par an, alors que les contacts d'un conseiller de clientèle bancaire avec un grand nombre des clients faisant partie de son « portefeuille » sont peut-être dix fois plus fréquents. Globalement, la position des « bancassureurs » auprès de la clientèle des particuliers est donc spécialement forte.

En matière d'assurance, il faut tout de même noter que cette position varie suivant les marchés considérés. Dans le domaine de l'assurance épargne – qui correspond à la grande majorité des encours de provisions –, la situation des bancassureurs est spécialement favorable puisque leur part dans la collecte n'est pas très éloignée de 70 %. En assurance retraite, en revanche, elle tombe à seulement un peu plus de deux cinquièmes ; cependant, les provisions d'assurance retraite ne devraient, fin 2007, avoir été que de l'ordre de 100 milliards d'euros (à comparer aux 1 200 milliards d'euros que constitue l'ensemble des provisions mathématiques). C'est surtout sur l'assurance retraite collective principalement articles 83 et 39 du Code général des impôts, que les groupes bancaires sont minoritaires. On observera enfin que, en assurance décès, leur part ne dépasse pas le tiers des cotisations, mais, là encore, cela ne concerne qu'une faible partie des engagements d'assurance.

La crise survenue cet été est-elle de nature à modifier très sensiblement les équilibres de concurrence qui viennent d'être esquissés ? Nous ne le pensons pas, même si plusieurs effets indirects peuvent aboutir à redessiner, plus ou moins durablement, certaines frontières.

Quelles conséquences en France ?

Des effets directs limités sur la position concurrentielle des groupes bancaires à l'égard des assureurs traditionnels…

Certes, la crise des « *subprimes* » aux États-Unis est bien née dans le secteur bancaire, mais ce dernier ne fonctionne pas du tout comme le secteur bancaire français. Il est beaucoup plus fragmenté, notamment en matière de réseaux de distribution. Des imprudences graves ont été commises outre-Atlantique, qui ne l'ont pas été en France. Ces imprudences concernent moins la cible de clients choisie que les types de crédits qui leur ont été proposés. Il faut aussi rappeler que le passif des ménages français, fin 2007, ne dépassait pas les trois quarts de leur revenu disponible, alors que cette proportion était voisine de 130 % aux États-Unis.

La pratique de la titrisation en France est, par ailleurs, restée assez modérée : en 2005 par exemple, le volume de crédits titrisés (hors CDO, *Collateralized debt obligations*) ne dépassait pas 0,5 % du produit intérieur brut (PIB) [3]. Cette même proportion atteignait, selon la Banque centrale européenne (BCE), 2,5 % du PIB en Italie, plus de 4 % en Espagne, plus de 5 % au Portugal et près de 8 % aux Pays-Bas. Même l'Allemagne, avec un volume de crédits titrisés dépassant 1 % du PIB, se situait nettement au-delà de la France.

En ce qui concerne les placements des investisseurs institutionnels européens, et plus précisément des banques en Europe – qu'il s'agisse des ABS (*Asset*

backed securities) émis aux États-Unis ou de ceux qui ont été émis en Europe –, la BCE n'a pas connaissance des volumes souscrits. Elle indique seulement que, parmi les ABS émis en Europe au cours des deux années 2005-2006, 48 % ont été placés dans la zone euro, 38 % au Royaume-Uni, 5 % en Asie et 4 % en Amérique du Nord. La BCE ne donne pas non plus, par pays de la zone euro, les souscriptions d'ABS émis dans cette même zone. De toute façon, cette information serait bien évidemment insuffisante car il faudrait aussi connaître les souscriptions par les banques et autres investisseurs institutionnels français d'ABS émis ailleurs que dans la zone euro.

Il n'en reste pas moins que les banques françaises payent un assez lourd tribut à l'apurement de la crise : de 12 à 14 milliards de dollars sur les 290 milliards de dépréciations et pertes enregistrées à ce jour (20 mars 2008) dans le monde. Mais ce tribut est moindre que celui qui a été enregistré en Allemagne (de l'ordre de 30 milliards de dollars), ou même au Royaume-Uni (environ 25 milliards de dollars). Naturellement, il faudrait ajouter à cela les dommages collatéraux et, par exemple, en France, la situation délicate de certaines filiales de banques pratiquant le « rehaussement » de crédit aux États-Unis. Dans la majorité des cas, il est tout de même probable que les précautions prises en France ont été marquées au total d'une assez grande prudence.

Par rapport aux banques, les assureurs français semblent avoir été, jusqu'ici, bien moins touchés, leur exposition directe aux « *subprimes* » étant le plus souvent modeste et la valeur de leur portefeuille « titrisé » étant, à notre connaissance à ce jour, restée assez stable. Tel ou tel assureur a bien eu certaines difficultés passagères avec les fameux fonds monétaires dynamiques, mais s'en est honorablement sorti.

Malgré ces chocs importants subis par les banques françaises – nous passons sur de très graves incidents de salles de marché sur lesquels des enquêtes sont en cours –, l'image des grands groupes bancaires français ne paraît pas s'être substantiellement dégradée dans l'opinion. La définition des banques donnée par certains (« un organisme de grande distribution allié à un *hedge fund* ») a sans doute beaucoup amusé les spécialistes ; elle voulait caricaturer, non parfois sans pertinence, certaines pratiques ; elle rouvre évidemment le débat concernant une nouvelle séparation des banques d'affaires et des banques de dépôts. Mais l'opinion française, actuellement, ne ressent pas les choses de cette façon. Le capital de confiance des grands réseaux bancaires demeure, nous semble-il, important, même si les épargnants ne sont pas sans s'interroger sur la structure de certains coûts et le caractère désintéressé de certaines offres de produits ou de services. On souhaiterait bien sûr que le marché des produits d'épargne devienne, comme le disent les spécialistes du marketing, moins un « marché de vendeurs » et davantage un « marché d'acheteurs » ; mais cette remarque concerne aussi bien les groupes bancaires que les assureurs traditionnels et, pour y parvenir, il faudra que le niveau de formation économique et financière des épargnants français s'élève très sensiblement.

En définitive, en France, en ce qui concerne les établissements de crédit, nous n'avons pas eu de Northern Rock – « *La grenouille qui voulait se faire aussi grosse que le bœuf* » –, ni d'IKB, la banque allemande particulièrement malheureuse dans ses placements, ni de chocs aussi importants que ceux qu'ont subis l'UBS (Union de banques suisses) et le Crédit suisse, sans parler bien sûr de la « nationalisation » des pertes de Bear Stearns et des recapitalisations à répétition de Citigroup.

Sans doute faut-il aussi ajouter, pour bien décrire la situation relative des groupes bancaires et des grandes entreprises d'assurances en France, que l'« assurbanque », cheval de bataille des assureurs traditionnels pour diversifier leur offre dans la concurrence qui les oppose aux banques, est pour le moment restée plutôt en deçà de ce que l'on pouvait en attendre. De nouvelles initiatives seront prises dans les tout prochains mois mais, en ce domaine, pour le moment, la diversité de l'offre de produits de placements, sans compter celle des crédits, reste tout de même un point fort des groupes bancaires.

Est-ce à dire que la survenue de la crise financière sera sans conséquences pour les banques françaises en ce qui concerne leur politique commerciale à l'égard

des particuliers ? La réponse à une telle question mérite évidemment réflexion.

… mais un recul de la part bancaire en assurance vie ?

Pendant un à deux ans, la part des banques en assurance vie pourrait reculer dans un marché dont la croissance s'est déjà ralentie.

Pour l'ensemble des banques françaises, la crise issue des « *subprimes* » intervient dans un environnement complexe dont les composantes varieront évidemment dans le temps :
- quasi-inversion de la courbe des taux selon les échéances (une situation qui n'est évidemment jamais favorable aux établissements de crédit) ;
- fort dynamisme de l'endettement des ménages au titre de l'habitat qui laisse prévoir une sensible progression des actifs bancaires (même si l'on entre dans une phase de ralentissement) ;
- banalisation des livrets A qui peut rapporter des liquidités (elle ne compensera cependant pas le reflux de l'épargne contractuelle – plan d'épargne populaire : Pep, et surtout plan d'épargne logement : (PEL).

Il y a certes plusieurs années que les banquiers français étaient préoccupés par l'évolution de leur bilan : un actif qui progresse vigoureusement et un passif qui ne suit pas devait de toute façon, à terme plus ou moins rapproché, poser certains problèmes. Jusqu'à la fin de 2006, ou au premier semestre 2007, si l'on soulevait cette question, la réponse était invariablement : la titrisation donne beaucoup de souplesse dans l'équilibrage des bilans ; au pire, le placement d'émissions obligataires ne devrait pas poser de problèmes grâce au soutien de la clientèle et éventuellement d'investisseurs institutionnels.

Depuis l'été 2007, les choses ont évidemment beaucoup changé dans ce domaine. La titrisation n'est, de fait, plus évoquée et la remontée des primes de risque rend les émissions obligataires sensiblement plus coûteuses. En réponse à l'effondrement des Pep et aux sorties massives sur les PEL, on comprend donc bien que les banques françaises se soient d'abord battues sur les super-livrets pour éviter des intrusions, puis sur les comptes à terme en lançant de vigoureuses campagnes commerciales ; dans un cas comme dans l'autre, des résultats spectaculaires ont successivement été obtenus.

C'est évidemment dans ce contexte qu'il faut interpréter le recul de la collecte sur les contrats d'assurance vie au cours des premiers mois de l'année 2008 : recul de 7 % en janvier et, peut-être, un chiffre à nouveau négatif en février. La collecte des assureurs traditionnels semble, quant à elle, à peu près stable. C'est celle des bancassureurs qui a reflué. Ce n'est pas beaucoup s'avancer que de suggérer que ce recul est très probablement délibéré : dans les flux nouveaux de placements financiers des ménages, il s'agit de laisser plus de place aux produits de bilan, afin d'anticiper sur de probables déséquilibres entre actifs et passifs. Dans l'immédiat, la part des bancassureurs dans la collecte de l'assurance vie va donc reculer à partir des sommets qu'elle avait atteints et qui ont été rappelés ci-dessus. Mais ce recul ne sera pas nécessairement brutal car, globalement, le chiffre d'affaires entre dans une période de croissance plus modérée, après trois ou quatre années particulièrement fastes. Les produits « retraite » devraient sans doute être amenés à connaître un fort dynamisme au cours des prochaines années, surtout si celui-ci est conforté par le diagnostic d'ensemble qui va être réalisé en milieu d'année et soutenu par certains aménagements des dispositifs en place. Mais l'encours de ces produits, comme on l'a rappelé, n'est encore que très minoritaire dans le total des provisions d'assurance vie ; on a donc affaire ici à une tendance de long terme qui ne se confirmera que progressivement. Fin 2008, début 2009, la banalisation du livret A entraînera, quant à elle, une certaine augmentation de l'épargne liquide dans les placements des ménages. Dans ces conditions, il est très peu probable que la collecte de l'assurance vie retrouve, à brève échéance, la croissance à deux chiffres qu'elle a fait apparaître au cours de récentes années.

Toutefois, même sur un marché ralenti, la part des bancassureurs pourrait reculer de façon significative. Mais pendant combien de temps ? S'agit-il d'une évolution conjoncturelle ou structurelle ? Selon nous, ce recul pourrait être d'une certaine durée sans quitter la temporalité des cycles de conjoncture.

Au sein d'un groupe bancaire, la relation entre produits de bilan et produits hors bilan (assurance vie, Organismes de placement collectif en valeurs mobilières : OPCVM) est d'ailleurs complexe. Le passif bancaire en fonds propres ou emprunts obligataires peut être, dans certaines limites, indirectement alimenté par les placements des particuliers en OPCVM ou en assurance vie réalisés dans le groupe. Mais, même en tenant compte de cette relation qui est bien réelle, cela ne résout cependant pas à terme le problème de l'équilibrage des bilans bancaires dans l'hypothèse plausible d'une poursuite de la croissance soutenue des actifs.

Reste donc bien posé le problème d'un produit de bilan qui viendrait prendre le relais des Pep ou des PEL. En ce qui concerne le premier, la cause est entendue : il est en cours de disparition progressive. S'agissant du second, aujourd'hui, le nombre d'ouvertures de plans est inférieur au nombre de fermetures. Lors des ajustements semestriels de la rémunération des produits d'épargne réglementés, le PEL semble depuis plusieurs années pratiquement ignoré… Signe des interrogations qui taraudent les services de Bercy à l'égard de l'avenir d'un produit qui coûte cher aux finances publiques ?

Il est vrai que, pour que les crédits d'épargne logement redeviennent vraiment attractifs, il faudrait une assez forte remontée des taux longs et, d'ailleurs, même dans ce cas, compte tenu de la concurrence sur le marché des prêts à l'habitat, il n'est pas sûr qu'un tel produit puisse vraiment réoccuper la place qu'il avait jadis. On ne sait pas, par ailleurs, si le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi a en projet un produit d'épargne contractuelle susceptible de relayer le Pep ou le PEL au passif des banques ? Même si le plan d'épargne retraite populaire (le Perp) et le plan d'épargne pour la retraite collectif (le Perco) – comme c'est plausible – font l'objet d'aménagements pour accélérer la croissance de leurs encours, cela ne change pas grand-chose au problème d'équilibrage des bilans des banques françaises. Il est donc clair que la pression sur ces bilans risque de subsister un certain temps.

Au cours des prochains trimestres, on peut donc tabler, de la part des bancassureurs, sur une relative modération de leur offre de produits d'assurance vie. Cela n'est pas vrai de l'assurance dommages qui n'est en rien concurrente des passifs bancaires : on devrait donc voir les efforts des bancassureurs se renforcer dans ce domaine pour prendre des parts de marché aux assureurs traditionnels au départ largement majoritaires. Ce pourrait être, par exemple, le cas en matière d'assurance dépendance. Il s'agit là d'un marché qui devrait être en forte croissance au cours des dix prochaines années et qui attend, pour être mieux défini en ce qui concerne le secteur privé, que les pouvoirs publics précisent clairement leur position quant au « cinquième risque ». Là encore, au cours du second semestre de cette année, les choses devraient être précisées et de nouvelles propositions dans ce domaine devraient pouvoir être adressées aux prospects dont les attentes sont bien réelles. Pour le moment, les bancassureurs paraissent peut-être un peu moins présents sur ce marché, mais, au cours de l'année 2007, leur progression semblait plus rapide que celle des assureurs traditionnels.

La modération des groupes bancaires en matière de produits d'assurance vie pourrait subsister jusqu'à la sortie de la crise financière avec ses conséquences sur l'économie réelle que nous sommes en train de vivre : alors 12 mois ? 18 mois ? Au terme de cette période, même si les taux longs ont normalement augmenté pour donner une allure plus usuelle à la pente de la courbe selon les échéances, les primes de risque payées par les institutions financières devraient s'être réduites, ouvrant la voie à un financement par émissions d'obligations moins coûteux. Il est également probable que la réflexion aura progressé en ce qui concerne la réglementation et la pratique de la titrisation… et pas seulement aux États-Unis. S'agit-il de sous-réglementation dans ce secteur, comme beaucoup le disent, ou, au contraire, de surréglementation,

comme le soutiennent d'autres ? Ou peut-être d'une réglementation à la fois incomplète et inadaptée ?

La confiance une fois revenue et leurs problèmes d'équilibrage de bilans correctement résolus, il est très peu probable que les bancassureurs ne cherchent pas, dans la longue période, à maintenir sur le marché de l'assurance vie la position enviable qu'ils avaient jusqu'ici et, parallèlement, à faire croître leur poids relatif sur celui de l'assurance retraite.

Notes

1. Federal Reserve Bank, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Saint Cloud State University, 21 février 2003, huit pages.

2. FMI, Global Financial Stability Report, avril 2007, Chapter 1, Assessing Global Financial Risks, pages 7 et 10.

3. Securitisation and the Bank Lending Channel, ECB, Working Paper Series, n° 838, décembre 2007, page 29.

7.

Et les autres acteurs ?

■ François Meunier
Crise des marchés de dette ? *Caveat emptor* !

■ Olivier Garnier
Du bon usage de la notation financière externe

■ Pierre Bollon
Renforcer le *Buy-side* pour équilibrer les marchés financiers

■ Christian Gouriéroux,
Bon ou mauvais usage des notations

■ Bertrand du Marais et Philippe Frouté
Le droit, les agences de notation et la crise du crédit

■ Nicolas Véron
Le comptable est-il coupable ?

Crise des marchés de dette ? *Caveat emptor !*

François Meunier

Directeur financier, Coface

Président, Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion (DFCG)

« Une crise est un événement trop grave *[dit l'économiste Paul Romer]* pour être gaspillée ». *La crise ouverte à l'été 2007 sur les marchés financiers est un événement à la fois grave et multiforme. Pour se limiter à un seul de ses aspects, elle interroge en profondeur le fonctionnement des marchés du crédit. Cet article cherche à montrer que la crise et son ampleur résultent largement d'un sous-investissement massif de l'industrie financière dans la gestion des risques de crédit. Certes, le démarrage de la crise et sa diffusion tiennent à d'autres facteurs, occasionnels pour certains (crise immobilière, choc de liquidité, etc.) ou, pour d'autres, liés à la dimension internationale des marchés. Mais il a manqué depuis longtemps des investisseurs puissants, avertis et « impliqués » dans les produits de dette, sur le modèle – finalement bien plus solide – des investisseurs en actions.*

Il est difficile d'organiser un marché de dette

Un fait de base est souvent ignoré : les produits de dette se prêtent moins facilement que les produits « actions » à une finance *directe*, c'est-à-dire à un financement non intermédié par un bilan bancaire. L'histoire le montre. Si l'on oublie la dette souveraine – qui a été à l'origine des marchés financiers modernes –, les marchés de la dette d'entreprise se sont développés très tardivement. En contraste, l'apport de fonds propres aux grandes entreprises passe depuis longtemps par des marchés d'actions ouverts et liquides. Le financement obligataire d'entreprise (*corporate*) n'est apparu que lors de la première vague de mondialisation, avant la guerre de 1914, et principalement aux États-Unis. Il a disparu ensuite dans les tourments de la crise de 1929 et il a fallu attendre la fin des années 1980 pour qu'il vienne en Europe.

Cela est une sorte de paradoxe pour qui pense que les actions sont plus risquées et donc *a priori* plus complexes que les produits de dette. Comme l'expliquer ?

La complexité supposée des actions est trompeuse. Les contrats de dette sont d'une variété et d'une complexité beaucoup plus grande, ce qui rend plus difficile la standardisation nécessaire à la mise sur le marché. Des contrats aussi simples en apparence qu'une ligne de liquidité bancaire se mettent difficilement sous format financier, comme le montre bien Tirole (2008). La surveillance des produits de dette est à deux vitesses : ordinaire lorsque tout va bien, très difficile quand tout va mal.

L'information sur la solvabilité est souvent de nature privée et confidentielle parce qu'elle peut être à la fois intrusive et une arme donnée aux concurrents.

Le coût de collecte d'information est lourd par rapport à la rémunération offerte par la dette, alors que le plus fort rendement des actions le rend économiquement supportable. Il en résulte pour les actions une recherche et une analyse de risque considérablement plus importantes.

Le droit commercial, pourtant si riche en matière de contrats et d'obligations, protège parfois moins les obligataires que les actionnaires quand ils sont dispersés sur un marché ouvert. Pensons à une grosse acquisition financée par dette qui va changer le profil de risque de l'entreprise… Qui protège contre la dilution les obligataires en place ? [1]

Au fond, quand il s'agit de financement direct, les actionnaires sont aujourd'hui mieux lotis que les obligataires. Ce déséquilibre a des conséquences dommageables ; c'est d'une tension bien réglée entre ces deux classes d'intérêt qu'une entreprise tire sa bonne gestion :

- les actionnaires sont davantage intéressés à la croissance et aux perspectives de profit ; ils regardent vers le haut ;
- les obligataires, par la solvabilité et la capacité pour l'entreprise de tenir à tout moment ses engagements, veillent à ce que l'entreprise n'aille pas vers le bas.

De cette difficulté de négocier des titres de dette résulte le rôle historiquement majeur du système bancaire. Les banques ont été et restent encore l'intermédiaire dominant. Elles sont mieux placées pour structurer ou garantir un financement et pour faire valoir leurs intérêts en cas de difficulté, mieux placées aussi pour collecter l'information qui a besoin souvent d'une relation privée et confidentielle pour être obtenue. Si l'on considère qu'une entreprise affirme sa solvabilité quand elle obtient son crédit bancaire, elle diffuse ainsi une information et participe, en quelque sorte malgré elle, à la transparence d'ensemble. Les banques sont donc aussi des agents de transparence. Leur fonction primordiale (en dehors de la gestion du système de paiement) est d'ordre informationnel comme l'observent les économistes depuis au moins Diamond (1984). Elle consiste à assumer pour elles-mêmes, et indirectement pour la collectivité, le coût de sélection et de surveillance des risques de crédit.

Pour prolonger le paradoxe noté plus haut, on observe qu'il n'y a pas de banque pour l'intermédiation « action ». Pourtant, on pourrait imaginer une économie idéalisée où le système de paiement serait géré par des banques se limitant à l'investissement dans les fonds propres de leurs clients, et, exclues par réglementation de l'activité de crédit. Les produits de dette, réputés moins risqués, seraient réservés à la finance directe. L'idée est saugrenue – pas forcément d'ailleurs en ce qui concerne la gestion du risque de liquidité [2] – mais permet de bien mettre en valeur la complexité inhérente aux produits de dette.

La finance directe et les agents de transparence

Pour autant, la finance directe s'est implantée étape par étape dans le monde de la dette : dette souveraine d'abord, obligations du secteur public ensuite, puis obligations *corporate* simples. Sont venus ultérieurement les produits obligataires sur émetteurs privés à risque, et, plus récemment, quittant le domaine des entreprises, les titres de créances sur dette des particuliers, dette hypothécaire, cartes de crédit, crédit à la consommation, etc. Dans ce dernier cas, la mise sur le marché requiert une structuration par lots de créances, ce que l'on appelle la titrisation. Ces avancées de la finance directe ont été indéniablement positives, élargissant l'accès au crédit et réduisant le coût macroéconomique de gestion des risques, notamment en économisant les fonds propres nécessaires à leur couverture.

Un des exemples les plus frappants a été l'innovation des obligations à haut risque (*junk bonds*) apparues

aux États-Unis à la fin des années 1980, en quelque sorte les ancêtres des « *subprimes* » dans le monde des entreprises. Elles ont ouvert plus largement l'accès du crédit des entreprises à bilan fragile, notamment les entreprises de technologie. Nombreux sont ceux qui attribuent à cette avancée financière, parmi beaucoup d'autres, le dynamisme de l'économie américaine depuis cette époque. Comme toujours avec les innovations en finance, le succès initial s'est converti en une ruée des investisseurs sur le nouveau filon, avec les débordements habituels. Combinée à la crise des *savings and loans*, la naissance des *junk bonds* a déclenché la crise financière de 1991. Mais ce segment a désormais acquis sa maturité. Au plus fort de la crise de crédit de 2007, les *spreads* sur ce marché se sont envolés, mais sans que le marché perde sa liquidité. Il compose aujourd'hui plus de la moitié du financement obligataire des entreprises américaines et près du tiers en Europe.

Comment alors la finance directe va-t-elle régler les questions informationnelles liées à la dette ? Il faut qu'apparaissent aux côtés des banques d'autres « agents de transparence ». On citera les agences de notation, les investisseurs spécialisés dans l'investissement en produits de dette, une réglementation qui force les agents économiques à la transparence. Les banques continuent à jouer un rôle, y compris de façon indirecte par la sécurité qu'elles donnent aux créanciers finals. Par ailleurs, le crédit interentreprise – qui lie fournisseurs et clients à partir de leurs relations commerciales et porte sur des montants financiers très importants (plus que le crédit bancaire classique) – tient un rôle considérable de producteur d'information et de confiance dans les échanges, y compris au profit des banques.

Le passage hasardeux à un nouveau modèle bancaire

Les banques ont pris acte de cette nouvelle donne et se sont coulées dans le moule de la finance directe. Tout d'abord sur le schéma initial de quasi-courtage dit « originer et vendre », sur des actifs financiers simples – actions et obligations – dont la banque assurait la collecte et la distribution. C'est le modèle de la *banque d'investissement* (années 1980 en Europe, bien avant aux États-Unis).

Ce modèle s'est élargi quand les banques commerciales ont voulu rivaliser avec ces nouveaux acteurs et en raison de la fin de la réglementation américaine, mise en place à la suite de la crise de 1929 (*Glass Steagall Act*), préservant l'étanchéité entre les métiers de banque d'investissement et les métiers de crédit. Les banques continuent à offrir leurs crédits, dans leur complexité contractuelle, mais pour les sortir de leurs bilans en s'appuyant sur les marchés financiers. Les départements de crédit ont donc rejoint la banque d'investissement, donnant ainsi le modèle de *banque de financement et d'investissement* (BFI) dans les années 1990. Des techniques financières nouvelles, dont les titrisations dites synthétiques et les dérivés de crédit, ont permis cette cession de risques bancaires.

Cette financiarisation des banques a correspondu chez elles à un désinvestissement industriel de l'analyse crédit. À déverser facilement les risques sur le marché, on ne garde ni les incitations ni la capacité économique de bien les gérer. L'externalisation devient la solution. Autrefois, pour les dossiers de crédit importants, il y avait dans les banques des équipes chevronnées d'analyse du risque, appelées en France les *ingénieurs-conseil*, dont la fonction – pour employer le jargon moderne – était celle d'analystes crédit *buy-side*. Dans un modèle de pure distribution, ces équipes sont superflues. On les remplace par des équipes *sell-side* chargées de noter les titres à placer sur le marché et intéressées à la vente. Ce déport de compétence réduit évidemment la production de bonne information et donc, indirectement, la transparence du système financier.

En contrepartie, la connexion entre les marchés et les banques s'est approfondie, d'une façon finalement éloignée du modèle de courtage originel. D'un côté, les marchés sont devenus des compléments incontournables des banques quand elles veulent gérer activement leurs risques. De l'autre, sachant la complexité des produits, des adhérences nouvelles se

sont créées entre les marchés et les bilans bancaires, par exemple *via* la fourniture de lignes de liquidité aux véhicules de titrisation. Du point de vue de la transparence, ce mouvement est souhaitable, mais à la condition de laisser en place l'outil industriel de gestion des risques. À défaut, l'extension des marchés génère de nouveaux risques bancaires et la diversification qu'opère la banque sur les marchés devient illusoire : chaque établissement bancaire est mieux protégé grâce à un risque mieux réparti ; mais le risque total de l'économie s'accroît. Si de plus, par mimétisme ou similitude des modèles de risque, la diversification est conduite à l'identique dans les grands établissements bancaires, les bilans finissent par se ressembler et sont exposés pareillement à des chocs transversaux. Il est frappant à cet égard de constater que la crise de 2007 a frappé de façon assez homogène la plupart des établissements bancaires, petits ou grands, d'un pays ou d'un autre.

Le rôle de la réglementation et de l'internationalisation des marchés

À son corps défendant, les superviseurs bancaires ont aidé ce mouvement. Ils ont légitimement imposé des ratios de solvabilité contraignants afin de sécuriser le système. Simples au début avec le ratio Cooke (de la fin des années quatre-vingts), plus complexes, mieux reliés aux risques portés, avec Bâle II. On se félicite de la sécurité apportée, mais pour observer aussitôt qu'on introduit ainsi une « taxe » à la finance indirecte (liée au fait que le financement par fonds propres est plus coûteux que celui par dette), ceci alors que les coûts de gestion du risque du crédit sont élevés en regard du gain et que les marchés ont imposé des exigences de rendement, et donc un coût des fonds propres de plus en plus élevés (ce qui accroît la taxe). Comment financer un suivi nécessairement coûteux de la solvabilité des clients si les plus importants d'entre eux vont directement sur les marchés et si les agences de notation remplissent le service à coût moindre ? La fuite vers le modèle BFI s'est accélérée. À l'été 2007, on estime que les banques américaines ne portaient plus sur leur bilan que 30 % des crédits qu'elles avaient générés, le reste étant disséminé *via* les marchés [3].

L'ouverture mondiale des marchés a, elle aussi, amplifié ce déficit de gestion des risques. La titrisation aide à rompre le lien entre nationalité du débiteur ultime et du porteur de risque ultime. C'est en quelque sorte la fin de l'« habitat préféré », une constante jusqu'à nos jours des systèmes financiers, par lequel les investisseurs sont plus enclins à investir dans des actifs proches d'eux, en particulier de leur propre pays ou de leur propre entreprise s'agissant des salariés. La même dualité apparaît : c'est une bonne chose du point de vue de la diversification, une moins bonne chose si l'anonymat créé distend le lien entre investisseur et débiteur, générant une moindre qualité des risques individuels.

Les agences de notation : un substitut très imparfait

Les agences de notation ont occupé la place libérée. Elles font bénéficier efficacement les investisseurs de leurs capacités d'analyse et de leurs économies d'échelle ; elles protègent la confidentialité tout en surveillant le management. Leur réputation est à ce point précieuse qu'elles se doivent – et ont les moyens – d'être indépendantes des émetteurs notés. Mais leur modèle souffre d'au moins deux défauts. Précisément à cause de leur réputation, elles ont indirectement entraîné la démission d'autres acteurs de la chaîne de confiance, y compris des superviseurs prudentiels qu'elles ont parfois remplacés. Le cas des *monolines* ou rehausseurs de crédit est frappant. Ces institutions travaillent en diversifiant dans leur bilan les risques de crédit couverts. Mais, dans un monde financier sans frottement d'information, le marché accomplirait mieux qu'elles cette diversification. Pour qu'il y ait valeur ajoutée, il faut à nouveau sélection et surveillance, domaines

que les rehausseurs, appuyés à l'excès sur les notations d'agences et pressés par les coûts, ont tout simplement abandonnés.

C'est donc d'une certaine manière le succès des agences qui a fragilisé le système. À leur corps défendant, là aussi, leur hégémonie dans la prise de parole sur le crédit a été déstabilisante puisqu'elle a permis un sous-investissement partout ailleurs dans l'analyse crédit – voir Meunier (2005) sur cette évolution. Les agences ont ensuite imprudemment transporté cette réputation dans des domaines nouveaux, notamment dans la notation des véhicules de titrisation et des produits complexes, sans disposer de la technicité et de l'expérience adaptées. L'abus de réputation a permis l'abus de confiance.

Insistons en second lieu sur le volet « surveillance » d'une bonne gestion des risques. Autant une agence peut, lors de ses revues régulières, s'assurer assez efficacement qu'un management ne néglige pas les intérêts des créanciers, autant il est impossible de « surveiller » un véhicule de titrisation qui, en tant que personne juridique, n'est qu'une boîte vide sans management responsable, sans comparaison aucune avec une entreprise – voir Cazes (2007).

Des créanciers trop faibles

Une conclusion s'impose : n'investit vraiment dans l'analyse du risque que celui qui a un intérêt fort à la bonne fin du risque. La finance désintermédiée n'est viable que si les investisseurs prennent leur autonomie et développent en interne les capacités requises de gestion de risque. Les investisseurs en produits de dette ont-ils été à la hauteur de cet enjeu de nature industrielle ?

La comparaison avec les investisseurs en produits « action » conduit à une réponse négative. Ici, on voit des fonds de pension et des investisseurs institutionnels puissants, ayant investi dans des départements d'analyse importants. L'analyste *buy-side* y est roi. Il peut se passer à la fois des analystes *sell-side* et des agences de notation (il n'y a pas ou peu de bureaux indépendants sur la notation actions). Il est frappant que les dirigeants d'entreprises cotées, qui en général ne lèvent pas de capital sur les marchés action, soient soumis à l'examen très exigeant des investisseurs professionnels, par exemple lors de *road shows* réguliers, et que, en contraste, leurs fortes levées d'emprunts se fassent de façon anonyme, quasiment automatique. Les Sicav (société d'investissement à capital variable) obligataires ont peu de capacité d'analyse, reçoivent peu les émetteurs, et sont souvent contraintes par des codes d'investissement basés sur des *ratings* d'agence. Le voudraient-elles que leurs marges le leur interdiraient économiquement.

Au travers de crises répétées, les marchés d'actions ont dû bâtir l'infrastructure appropriée. Ils n'ont pas eu l'appui encombrant de l'intermédiaire bancaire ou des agences de notation. Les avancées considérables en matière de gouvernance d'entreprise ont aidé, mais elles se sont surtout faites au profit des actionnaires. Certains critiquent le capitalisme moderne pour donner trop de pouvoir à l'actionnaire, avec la religion de la « valeur actionnariale ». En réalité, il y a insuffisance du contrepoids de la « valeur obligatoriale ». Selon le vieux principe du droit romain, c'est à l'acheteur, à l'investisseur, de prendre garde. Le *caveat emptor* vaut toujours. Il faut simplement un *potens emptor*.

La transparence doit à cet égard être distinguée de la simple information financière (*disclosure*). La transparence, c'est de l'information financière active, c'est-à-dire remise entre les bonnes mains [4]. Les créanciers doivent être nourris en bonne information sur la solvabilité, y compris sur les institutions financières qui sont des emprunteurs d'un type particulier (les déposants ou les assurés pour les sociétés d'assurances sont en quelque sorte des créanciers malgré eux). La transparence n'est donc nullement incompatible avec une information propriétaire, construite par l'investisseur lui-même.

Il est probable que l'industrie financière ira vers un renforcement du poids des investisseurs dette, notamment en réponse à la crise de 2007. À défaut, ce sera de la responsabilité des régulateurs, passant par :
- la standardisation des produits de dette, y compris

pour faciliter les transactions sur des marchés organisés, mieux sécurisés ;
- l'obligation pour les fonds d'investissement crédit à disposer *in situ* d'équipes de recherche ; à cet égard, les *hedge funds* en disposent et la crise récente a montré qu'ils n'ont pas forcément été le maillon le plus faible de l'industrie financière ;
- d'indispensables progrès dans la gouvernance au profit des créanciers externes, à la fois dans les entreprises pour la surveillance de la solvabilité, et, surtout, dans les véhicules d'investissement avec des conseils de surveillance plus présents, moins anonymes ; la « masse obligataire » – pour employer ce terme quelque peu dépréciatif retenu par le droit français – doit avoir des droits pour protéger son patrimoine, pas uniquement en cas de faillite, mais quand le management ou les actionnaires prennent des décisions qui changent par trop le profil de risque de l'entreprise [5] ;
- la remise en cause de clauses d'éligibilité des titres obligataires sur base de notations externes d'agence pour éviter les effets d'automaticité et de démission ;
- l'encouragement aux produits obligataires à risque ou subordonnées (mezzanine) ; il s'agit là de titres de dette, avec donc la perspective du créancier, qui sont les premiers frappés en cas d'insolvabilité de l'entreprise ; ils compensent ce risque accru par des rémunérations beaucoup plus fortes [6] ; c'est cette rentabilité qui leur donne les moyens d'une bonne supervision.

Le dernier point de cette liste mérite un accent particulier. L'utilité de ces titres apparaît de plus en plus évidente comme barrière de protection de la dette classique, mis entre les mains d'investisseurs attentifs, rémunérés pour cela. C'est peut-être le troisième pied dans la gouvernance d'entreprise, placé entre les actionnaires et les obligataires dispersés. Cette classe d'actifs donne un sens nouveau à l'intermédiation bancaire quand on s'interroge pour savoir si les banques sont bien un « investisseur puissant » dans le sens défini précédemment. Le régulateur bancaire peut continuer à admettre la cession des risques bancaires sur les marchés financiers mais en demandant que la banque soit tenue d'en garder une première tranche, la plus exposée. De la même façon, les banques et assurances elles-mêmes, suivant les recommandations de certains économistes de la régulation – par exemple Calomiris (1998), Rochet (2004) – devraient être encouragées par le superviseur à se financer par dette subordonnée. On met ainsi en prise sur l'institution des investisseurs qui ont un intérêt qualifié à superviser la solvabilité, dans l'esprit du pilier 3 des nouvelles réglementations des banques et des assurances. Au final, les investisseurs professionnels devront avoir les moyens de se passer de l'avis des agences de notation, en ayant les mêmes compétences et le même accès à l'information qu'elles [7].

Des « *subprimes* » assagis ?

Avec la gouvernance et la régulation appropriées, il n'est pas illégitime que la finance directe poursuive ses avancées dans le domaine du financement des particuliers. Il s'agit probablement d'une matière plus complexe à surveiller que le financement des entreprises : si la diversification joue mieux que pour la finance d'entreprise, les difficultés viennent à la fois du souci de protection juridique des particuliers et de la nécessité de structurer le financement par lots de créances et par titrisation. Nul doute que les investisseurs professionnels peuvent acquérir pour compte propre la capacité d'analyser le profil de risque de ces produits. Cela vaut pour le financement immobilier des ménages à risque, les crédits « *subprimes* », au total une réelle innovation financière une fois qu'elle sera revenue à sagesse. On peut craindre que la violence du choc financier de 2007 et la destruction de confiance qu'il a généré entraînent la disparition de tels produits pour une génération, un peu sur l'exemple historique de l'innovation de John Law au début du dix-huitième siècle en France (tout simplement celle du billet de banque). La crise de confiance qui s'en est suivie a privé le pays pendant un siècle d'un système bancaire moderne. Bien réglés, les « *subprimes* » permettraient l'accès à la propriété d'une population qui en est autrement écartée, à savoir les ménages financièrement fragiles. Une finance rationnée et

surassurée sur le modèle européen est-elle réellement meilleure ? Ici, l'équilibre se fait par file d'attente pour l'accès à une HLM (habitation à loyer modéré) et, pour les malchanceux – à savoir la majorité –, une situation de « locataires "*subprimes*" » sur le marché immobilier privé.

Le débat est ouvert pour savoir s'il faut revenir à une intermédiation bancaire mieux réglée. Mais il est certain que la sécurité financière gagnera à disposer d'investisseurs puissants dans le champ du crédit, prenant modèle sur l'avance prise par les investisseurs action.

Notes

1. Dans beaucoup de pays – mais pas en France –, cette décision est légitimement du ressort de l'assemblée générale des actionnaires.

2. Northern Rock aurait évité ses déboires, si – hypothèse absurde – elle avait investi ses actifs dans des actions cotées plutôt que dans des produits hypothécaires à long terme.

3. Disons plutôt que les banques croyaient n'en porter que 30 %. La réalité est apparue bien au-dessus en raison des garanties explicites et implicites fournies par les banques aux véhicules de titrisation.

4. Cette définition correspond à ce qu'en dit Greenspan (2003) : « […] Un volume plus grand d'information a (-t-il) conduit à une amélioration comparable de la transparence des entreprises ? Dans l'esprit de certains, l'information financière (*public disclosure*) et la transparence sont interchangeables. Elles ne le sont pas. La transparence incite les acteurs du marché non seulement à fournir de l'information mais aussi à replacer cette information dans un contexte qui la rend significative. »

*5. Ce modèle est déjà suivi par les banques dans leurs contrats de dette LBO (*leverage buy-out*). À noter que le financement LBO a obligé les banques à réinternaliser une fraction de la recherche crédit dont elles étaient sorties.*

6. De l'ordre de 600 à 800 points de base, contre une rémunération de 100 points de base pour une obligation classique.

7. Dans le papier cité plus haut, Meunier (2005) indique le danger de la réglementation « fair disclosure *» des marchés financiers qui limite l'accès à des informations privilégiées aux agences de notation. Il faut que d'autres classes d'intérêt aient accès aux informations du management, ou alors qu'il n'y ait pas d'iniquité dans cet accès.*

Bibliographie

CALOMIRIS, C. W., « Blueprints for a New Global Financial Architecture », United States House of Representatives, Joint Economic Committee, October 7, disponible sur internet, 1998.

CAZES, Jérôme, « "*Subprimes*" : la faute des autorités de contrôle américaines », *Les Échos*, 14 novembre, 2007.

DIAMOND, Douglas W., « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol 51, 3, July, 1984, pp. 393-414.

GREENSPAN, Alan, « Remarks », cité par Baumann, Ursel and Erlend, Nier, 2004 ; « Disclosure, Volatility, And Transparency : An Empirical Investigation into the Value fo Bank Disclosure », Actes de la conférence organisée par Federal Bank of New York, *Economic Policy Review*, septembre, 2003, disponible sur internet.

MEUNIER, François, « Faut-il que les agences de notation soient "initiées" ? » *Risques*, n° 61, 2005.

ROCHET, Jean-Charles, « Rebalancing The Three Pillars of Basel II », Actes de la conférence organisée par Federal Bank of New York, *Economic Policy Review*, septembre, 2004, disponible sur internet.

TIROLE, Jean, « Déficits de liquidité : fondements théoriques », *Revue de la stabilité financière*, n° 11, février, 2008, pp. 57-70.

Du bon usage de la notation financière externe

Olivier Garnier

Directeur général adjoint, Société générale Asset Management

À la suite de la crise du « subprime », de multiples propositions de réformes ont été avancées dans le domaine de la notation financière externe. Si bon nombre de ces propositions sont pertinentes ou mériteraient d'être étudiées plus en détail, on peut toutefois regretter qu'elles portent quasi exclusivement sur le fonctionnement des agences de notation et sur la nature de l'information que celles-ci fournissent : les problèmes liés à l'utilisation des notations par les diverses parties concernées (investisseurs et intermédiaires financiers, mais aussi régulateurs) sont largement laissés de côté.

Cette négligence des questions d'utilisation des notations est tout à la fois excessive et dangereuse. D'une part, il serait abusif d'attribuer tous les dysfonctionnements observés aux seules agences de notation. En particulier, dans le domaine des financements structurés, beaucoup d'investisseurs se sont trop largement reposés sur les seules notations externes, sans faire leur travail interne d'analyse des risques : d'où les conséquences démesurées de la soudaine perte de confiance dans la qualité de l'information produite par les agences. D'autre part, et surtout, plus les notations externes servent de référence dans les normes prudentielles – ou plus elles acquièrent un statut réglementaire – plus les investisseurs sont incités à les utiliser de façon quasi aveugle en s'affranchissant de leurs propres responsabilités en matière d'analyse des risques de crédit. Encadrer davantage la notation financière risque donc de créer des effets pervers contre-productifs si l'on ne se soucie pas, d'abord, de revoir l'usage qui en est fait par les régulateurs et les investisseurs.

La notation externe : d'une simple opinion à un label ?

À l'origine, la notation financière externe constitue une simple opinion extérieure sur la probabilité qu'une dette sera remboursée conformément aux termes prévus dans le contrat. Elle ne constitue donc pas une recommandation à acheter ou à détenir un titre, et encore moins une certification sur la qualité du crédit. En outre, elle ne contient aucun jugement sur d'autres facteurs à prendre en compte par les investisseurs tels que la valorisation ou la liquidité. Son principal intérêt réside dans les économies d'échelle qu'elle procure du point de vue de la collecte et du traitement de l'information, ainsi que dans sa capacité à réduire les asymétries d'information entre émetteurs et investisseurs sur des marchés désintermédiés.

Cette définition *a minima* de la notation est celle que les agences ont toujours défendu et continuent de

défendre encore aujourd'hui. Par exemple, à chaque fois que les agences font face à un litige aux États-Unis, elles se réfugient derrière le premier amendement à la Constitution sur la liberté d'expression en arguant du fait que leurs opinions sont de la même nature que celles de la presse financière ! Pour autant, l'usage des notations par les régulateurs et les investisseurs va bien au-delà de ce que l'on pourrait attendre d'une simple opinion « journalistique ».

Aux États-Unis, la référence aux notations dans les réglementations constitue une pratique ancienne. Elle remonte aux années 1930 lorsque les banques n'ont plus été autorisées à détenir des obligations notées en dessous du niveau *investment grade*. Ce type d'utilisation des notations à des fins réglementaires ou prudentielles s'est ensuite étendu à la plupart des autres catégories d'investisseurs : assureurs, fonds de pension, *mutual funds*… Parallèlement, dans les années 1970, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a créé un statut pour les agences de notation (NSRO : *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Un tel usage réglementaire des notations est moins courant et plus récent en Europe mais il a, ici aussi, gagné du terrain. En particulier, s'agissant des banques, l'approche dite « standard » de Bâle II fait explicitement référence à la notation externe du crédit. De même, dans certains pays, les titres détenus par les fonds monétaires doivent respecter certains critères en matière de notation. On notera enfin que les banques centrales – la Banque centrale européenne (BCE) comme la Réserve fédérale américaine (Fed) – font, elles aussi, référence aux notations tant pour la gestion de leurs portefeuilles et de leurs réserves que pour la politique monétaire (critères d'éligibilité des actifs pris en garantie).

Par ailleurs, même en l'absence de contraintes réglementaires, les investisseurs imposent fréquemment à leurs gestionnaires d'actifs des restrictions d'investissement s'appuyant sur les notations. Recourir à de tels critères externes d'éligibilité des actifs constitue un moyen commode d'encadrer les marges de manœuvre des gérants et d'atténuer ainsi les problèmes de *principal-agent* inhérents aux mandats de délégation de gestion.

Mais c'est plus récemment, avec le développement des financements structurés, que le rôle de la notation s'est encore plus éloigné de celui d'une simple opinion. La notation est en effet devenue, dans ce domaine, une sorte de précondition pour pouvoir émettre du côté des arrangeurs et pour pouvoir acheter du côté des investisseurs. Cette évolution bouleverse complètement le marché de la notation. Premièrement, la logique de celle-ci est complètement inversée : il s'agit non plus d'un constat *ex post* mais d'un objectif à atteindre *ex ante* par le structureur (éventuellement avec les conseils des agences) en faisant tourner les modèles de notation à l'envers [1]. Cela permet en particulier de fabriquer des véhicules d'investissement respectant strictement les contraintes de notation fixées par les régulateurs, ou que se fixent eux-mêmes les investisseurs. Deuxièmement, les agences fournissent non plus une simple opinion mais attribuent un label qui conditionne le placement du titre sur le marché (*gate-opener* plutôt que *gate-keeper*). De fait, le marché des financements structurés est ainsi implicitement largement « régulé » par les agences. La valeur de la notation vient alors, non plus de la qualité de l'opinion en elle-même, mais de son impact en tant que *gate-opener*. La rente de situation qu'obtiennent ainsi les agences sera d'autant plus élevée que leur label sera davantage utilisé à des fins réglementaires ou prudentielles. Troisièmement, et corrélativement, dès lors que la notation devient un label plutôt qu'une opinion parmi d'autres, les investisseurs utilisent celle-ci de plus en plus passivement, sans faire leur propre travail d'analyse.

Les effets pervers d'une réglementation accrue de la notation financière

À partir du moment où les notations jouent *de facto* le rôle d'un label et ont donc des conséquences réglementaires ou contractuelles centrales, on pourrait être tentés de pousser la logique jusqu'au bout en encadrant très strictement la notation financière elle-même, voire

même en transférant cette responsabilité à une autorité publique indépendante [2]. Cela serait en réalité une fausse-bonne idée pour plusieurs raisons.

En premier lieu, la notation, même si elle pouvait émaner d'une autorité exempte de conflits d'intérêts, serait toujours très faillible. En effet, comme toute prévision, elle repose nécessairement sur des hypothèses et des modèles imparfaits. Par exemple, les taux de défaut sur les fameux crédits immobiliers « *subprimes* » dépendent crucialement de l'évolution des prix des logements… Or, qui peut prétendre prévoir ces derniers de façon absolument fiable ? En outre, même s'il était possible de construire des modèles de notation tout à fait robustes et objectifs, on buterait sur un problème classique de récursivité : dès lors qu'un modèle ou qu'un indicateur est utilisé de façon systématique (à des fins réglementaires ou contractuelles), il perd tôt ou tard de sa pertinence car ses propriétés vont être intégrées dans les décisions des divers acteurs concernés [3].

En deuxième lieu, réglementer davantage la notation pourrait en dégrader la fiabilité. En effet, cela réduirait le rôle disciplinaire de la réputation sur la qualité de l'information produite par les agences. De même, encadrer plus strictement l'activité des agences élèverait encore davantage les barrières à l'entrée et réduirait la concurrence déjà très faible dans ce métier. On peut d'ailleurs noter que les États-Unis sont récemment revenus en arrière en matière de labellisation des agences afin, justement, d'abaisser les barrières à l'entrée : la réforme de 2006 a remplacé l'ancien système d'accréditation des NSRO auprès de la SEC par un système d'enregistrement plus ouvert et plus transparent. Ajoutons aussi qu'une « fonctionnarisation » des notateurs ne serait pas non plus un gage de qualité accrue, même si cela permettait d'éliminer les conflits d'intérêts.

En troisième lieu, surtout, plus on réglemente et plus on norme la notation, plus l'impact des inévitables erreurs est démultiplié. Il en résulte en effet une plus grande homogénéisation des méthodes et des modèles, d'une part, et une déresponsabilisation accrue des utilisateurs des notations, d'autre part.

Redonner aux régulateurs et aux investisseurs leurs responsabilités

Régulateurs et investisseurs se sont trop largement déchargés de leurs responsabilités sur les agences de notation.

Plutôt que de chercher à encadrer davantage la notation financière externe, il serait plus sage de commencer par revoir l'usage qui en est fait : il faut autant que possible éviter de lui faire jouer un rôle – explicite ou implicite – de label, et donc faire marche arrière par rapport à la tendance consistant à s'y référer toujours davantage dans les réglementations, les contrats ou les mandats de gestion.

Comme l'a récemment recommandé le Forum de la stabilité financière (FSF) [4], il conviendrait que les autorités réexaminent le rôle attribué aux notations dans les réglementations et les cadres prudentiels. Tout ce qui incite les investisseurs et les institutions financières à utiliser de façon quasi automatique les notations externes, sans faire leur propre travail d'analyse et de *due diligence*, doit si possible être éliminé. La responsabilité première de l'analyse du risque de crédit doit revenir – ou rester – dans les mains des institutions financières et des investisseurs. Ceux-ci en ont-ils les moyens en interne ? On marcherait sur la tête si l'on répondait par la négative. Pour les banques, l'analyse du crédit constitue la base même de leur métier ; et c'est d'ailleurs tout à fait dans la ligne de l'approche dite « avancée » de Bâle II qui repose quant à elle sur des notations internes. S'agissant des gestionnaires d'actifs, une règle de base est qu'ils ne doivent pas acheter des titres qu'ils n'ont pas la capacité d'analyser en interne, même si ceux-ci ont reçu la notation la plus élevée : l'appréciation du risque de crédit fait partie intégrante de la décision d'investissement.

Dans un tel schéma où la responsabilité d'évaluer le crédit reviendrait d'abord et avant tout aux intermédiaires financiers, rien n'empêcherait bien sûr que

ceux-ci mutualisent certains coûts ou recourent à des expertises externes pour les aider à construire leurs modèles. Cela serait d'ailleurs un bon moyen de favoriser la concurrence et l'émergence de nouveaux acteurs dont le *business model* se différencierait – sans s'y substituer – de celui des agences de notation : il s'agirait de fournir des services sur-mesure et facturés aux investisseurs plutôt qu'aux émetteurs, ce qu'il n'est guère possible de faire dans le cas de la notation externe fournie par les agences [5].

Est-ce que tout cela est utopique et hors de portée ? Non, c'est au contraire une répartition des rôles dans laquelle chacun des acteurs revient à son métier de base :

- les banques et les gestionnaires d'actifs analysent eux-mêmes le crédit des titres dans lesquels ils investissent ;
- les agences de notation les aident en leur fournissant des informations et des opinions ;
- les régulateurs s'assurent que les institutions financières et les investisseurs ont bien les moyens de s'acquitter de leurs responsabilités.

Notes

1. On se retrouve ainsi dans une situation du même type que celle mise en évidence par l'économiste Robert Lucas dans sa célèbre critique de l'utilisation des modèles macroéconométriques à des fins de politique économique.

2. Il est parfois avancé que la notation financière constitue un bien public, et donc que sa fourniture devrait être strictement réglementée ou confiée à une agence gouvernementale. Cet argument serait justifié si la notation consistait seulement à collecter et à mettre à disposition des informations. Mais elle exige aussi d'interpréter ces informations et de fournir des opinions prospectives à partir de celles-ci. Or, il serait tout à fait erroné, et même dangereux, d'assimiler aussi ce deuxième niveau d'activité à un bien public. Par comparaison, c'est un peu comme si l'on considérait que les prévisions macroéconomiques devaient être confiées à un monopole public, au même titre que l'élaboration des comptes économiques nationaux.

3. Outre la critique de Lucas déjà mentionnée, on retrouve ici la « loi de Goodhardt » (initialement énoncée à propos des agrégats monétaires) qui stipule qu'un indicateur statistique perd de sa pertinence dès lors qu'il est utilisé comme référence pour atteindre des objectifs.

4. Rapport du Forum de la stabilité financière présenté lors de la réunion des ministres des Finances du G7 le 12 avril 2008.

5. La notation financière externe est un bon exemple de ce que les économistes appellent un marché « biface » où les vendeurs sont davantage incités à payer le service d'intermédiation que les acheteurs.

Renforcer le « *buy-side* » pour rééquilibrer les marchés financiers

Pierre Bollon

Délégué général, Association française de la gestion financière (AFG)

La crise dite des liquidités, révélée à partir de l'été 2007 et qui s'est étendue progressivement à l'ensemble des marchés, est extrêmement grave. Elle peut – et doit – être examinée selon bien des prismes exprimés par les différentes contributions à ce numéro spécial REF/Risques. *Ce bref article, quant à lui, entend se placer du point de vue des investisseurs et refléter leurs premières réflexions, peu audibles dans le débat général car trop timidement exprimées et trop rarement écoutées.*

Les marchés financiers ne peuvent être efficaces et contribuer durablement au bon fonctionnement de nos économies que s'ils se rééquilibrent en permanence. Pour se situer dans un registre « schumpétérien », disons que la destruction ne peut être vraiment « créatrice » que si l'offre rencontre une demande jouant – et à même de jouer – son rôle incitateur, mais aussi correcteur, de *buy-side*. Pour sa part, l'industrie de la gestion (*asset managers*) est convaincue que l'une des principales leçons de la crise actuelle [1] est qu'elle doit renforcer très fortement, pour le compte et aux côtés des investisseurs finaux (*asset owners*), son action en ce sens.

Pour bien fonctionner, les marchés doivent en effet s'appuyer, en contrepoids du *sell-side* et du dynamisme des concepteurs et des vendeurs d'actifs financiers, en l'espèce titrisés et/ou structurés, sur la gestion innovante et active d'une épargne de plus long terme.

Caveat emptor : la crise boursière de la fin des années quatre-vingt-dix avait montré que les investisseurs devraient se mobiliser davantage pour s'assurer que la valeur des actions qu'ils achètent ou détiennent soit renforcée – et les risques réduits – par ce qu'il est convenu d'appeler un meilleur « gouvernement d'entreprise » [2]. La crise actuelle est, c'est entendu, beaucoup plus inquiétante que la précédente parce qu'elle paralyse le cœur même notre système financier tel qu'il a été refaçonné au cours des vingt-cinq dernières années par le mouvement de désintermédiation. Mais le parallèle peut tout de même être légitimement fait à nos yeux. En effet, un titre dot.com, surévalué parce que les comptes ont été boostés par son management avec parfois la complicité au moins passive de commissaires aux comptes, est-il si différent d'un produit de titrisation de crédits aux risques sous-jacents importants mais cachés par le sésame d'un triple A ?

Mieux encadrer le *sell-side*

On aurait mauvaise grâce de ne pas relever que, si le pire a jusqu'ici été évité, c'est parce que les banques centrales ont su, *nolens volens,* se résoudre à recourir à des modes d'intervention non académiques, démentant

in extremis en Europe la réputation de dogmatisme que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BOE, Bank of England) s'étaient forgée, et corrigeant aux États-Unis les effets d'une politique au contraire trop laxiste. Mais il ne s'agit au fond que de transfusions visant à éviter la mort par asphyxie, ou par thrombose, pas d'une véritable thérapeutique.

Pour que la confiance revienne, permettant à la circulation sanguine du crédit d'irriguer à nouveau le système, la réglementation financière doit changer pour devenir systématique et globale. La clarté doit être faite sur les pertes, c'est entendu, mais les acteurs doivent aussi être raisonnablement convaincus que l'origination et la diffusion systématique de risques certains ne sont plus possibles.

Il faut, en d'autres termes, que soient comblés les « trous noirs » de la réglementation qui ont permis l'arrivée du « cygne noir » que nous subissons aujourd'hui. Cela impliquera, entre autres, une réglementation aux États-Unis de l'ensemble des institutions qui accordent des crédits mais aussi des banques d'investissement [3]. Cela nécessitera aussi à l'évidence une rationalisation – le plan Paulson va d'ailleurs dans ce sens – des autorités de contrôle américaines et une véritable et durable coordination au niveau mondial, dont l'Europe serait d'ailleurs bien inspirée de donner l'exemple.

Mieux informer le *buy-side*

Pour que les investisseurs puissent exercer leur pouvoir de « police de marché », il faut qu'ils disposent des informations leur permettant de procéder à une véritable analyse du couple rendement/risque des actifs dans lesquels ils investissent. Force est de reconnaître que tel n'est pas suffisamment le cas aujourd'hui.

La crise précédente avait, entre autres, montré les défaillances de l'analyse financière *sell-side* fournie par les *brokers* et conduit à sa réforme [4]. Elle avait aussi entraîné une profonde modification des conditions d'établissement des comptes des entreprises et de la réglementation de l'audit que symbolise Sarbanes-Oxley.

C'est à une action d'une ampleur semblable qu'il faut aujourd'hui nous atteler, en rendant notamment les risques sous-jacents plus « traçables » et contrôlables et en encadrant mieux les agences de notation [5]. Il faut aussi, à l'évidence, que les « originateurs » de produits de marché ne se contentent pas d'en être les distributeurs (modèle dit *originate to distribute*) mais que l'on soit à même d'apprécier les engagements de chacun en matière d'animation du marché secondaire. La liquidité a un prix, la période d'euphorie financière l'avait fait oublier.

Renforcer et mobiliser le *buy-side*

Encore faut-il, pour que cette mini-révolution copernicienne puisse voir le jour, qu'existe un véritable *buy-side* apte à exprimer et à faire prévaloir les intérêts des investisseurs. L'évolution en ce domaine n'étant malheureusement pas totalement encourageante, tout doit être fait pour l'enrayer ou pour en compenser – et même idéalement surcompenser – les effets négatifs.

On constate, en effet, un affaiblissement relatif des capteurs d'épargne longue que sont les fonds de pension « à l'ancienne » (de type « *defined benefits* ») sans que l'on assiste suffisamment à une montée en puissance des mécanismes de préfinancement de la retraite, et des autres risques de l'existence, reposant sur des mécanismes d'épargne longue et/ou d'assurance [6]. Ces acteurs sont, de plus, soumis à des réglementations dont l'objet théorique est de les forcer à maîtriser leurs risques à l'actif et qui, en pratique, les empêchent de mettre en œuvre une véritable politique stabilisante de placements longs. Cette situation est d'autant plus grave que les réformes en cours, du projet de directive Solvabilité II à l'imposition des normes comptables privilégiant le *mark to market*, ne pourraient, si elles devaient être mises en application sans modifications substantielles,

que développer les forces court-termistes et procycliques à l'œuvre aujourd'hui. Il est encore pourtant temps de réagir en traquant les incitations au court terme et en favorisant l'épargne longue. Aux investisseurs, ainsi confortés et renforcés, de se constituer en véritable contre-pouvoir en se faisant entendre sur les sujets structurels comme celui des normes comptables, ainsi qu'ils ont d'ailleurs commencé à le faire [7].

Pour une finance durablement innovante

Reconnue internationalement pour la solidité, la qualité et la diversité de ses acteurs, ainsi que son implication pour la « finance durable [8] », l'industrie française de la gestion croit fermement que la crise – dont elle et ses clients subissent fortement l'impact – ne conduit pas à remettre en cause l'utilité de l'innovation financière. Bien au contraire, la crise lui semble renforcer la pertinence d'un modèle fondé sur un bon équilibre entre innovation et régulation. Un exemple concret, et essentiel, a été fourni par l'acclimatation réussie en droit français de la gestion dite « alternative ». L'industrie, le législateur et le régulateur ont su sortir par le haut du dilemme classique innovation *versus* réglementation en permettant la création de fonds à règles d'investissement allégées (fonds dits Arias ou contractuels) en contrepartie de l'obligation, pour les gérants, de disposer de compétences nécessaires à cette gestion innovante.

Conclusion

Oui, par-delà les crises – et celle-ci est particulièrement grave –, l'industrie financière continuera à financer l'économie et à faire fructifier l'épargne. Pour cela, il faut que les investisseurs exercent, et puissent exercer, pleinement leur rôle équilibrant dans des marchés aujourd'hui surdéterminés par l'offre et biaisés par des réglementations qui sont insuffisamment globales et, même si elles s'en défendent, à bien des égards court-termistes et procycliques.

Notes

1. Pour les leçons importantes à tirer en matière de gestion monétaire, cf. *l'article de Jean-François Boulier et Carlos Pardo, « Les fonds monétaires dans la crise », publié dans ce numéro conjoint* REF/Risques.

2. L'industrie française de la gestion s'est fortement mobilisée en ce sens sous l'impulsion de la Commission gouvernement d'entreprise de l'AFG ; cf. *en particulier les articles de l'auteur : « Bien gérer, c'est aussi bien voter »* (REF, *n° 63, 2001) et « Il est encore loin le chemin… »* (Risques, *n° 56, décembre, 2003).*

3. Le mythe selon lequel la réglementation ne doit s'appliquer qu'aux marchés « retail *», et non aux marches professionnels, a vécu : une grave crise sur les marchés B to B a inévitablement un impact concret sur les épargnants et un impact systémique sur l'ensemble de l'économie.*

4. Cf. *notamment en France le rapport du groupe de travail AMF (Autorité des marchés financiers) présidé par Jean de Demandolx Dedons.*

5. Tout en prenant garde à ne pas, ce faisant, leur conférer encore plus de pouvoir qu'aujourd'hui, ce qui serait probablement contre-productif. Cf. l'article d'Olivier Garnier dans ce même numéro.

6. De type Pere/Perp ou Perco, en France, dont la croissance – bien que forte – est loin encore d'avoir l'ampleur suffisante pour couvrir les besoins des particuliers et pour influer significativement sur le fonctionnement des marchés financiers. Cf. *notamment à cet égard l'article d'Alain Leclair : « De la prestation définie à la cotisation définie : un nouveau défi pour la gestion d'actifs », paru dans le n° 79 de la* REF.

7. Cf. *à cet égard les recueils d'opinion sur les normes comptables réalisés par l'AFG et la FFSA (Fédération française des sociétés d'assurances) : « Points de vue des investisseurs sur l'adoption des normes IFRS » (janvier 2005) et « Points de vue des investisseurs sur la mise en œuvre des normes IFRS (décembre 2007).*

8. Dont témoigne notamment le dynamisme de l'investissement socialement responsable. Cf. le n° 85 de la REF.

Bon ou mauvais usage des notations [1]

Christian Gouriéroux [2]

Chercheur au centre de recherches en économie et statistique (Crest)

Professeur, université de Toronto

Afin de bien comprendre ces questions, nous commencerons par rappeler le principe des notations et classements à partir d'exemples simples. Les illustrations développées dans ce papier montrent que notations et classements dépendent de l'horizon d'investissement, de l'information disponible et ne sont donc pas définis sans ambiguïté.

La partie concernant les risques de base et les risques synthétiques discute la difficulté de noter :

- le risque inclus dans un portefeuille connaissant les risques de ses composantes ;

- les produits structurés écrits sur un portefeuille à partir des notes du portefeuille sous-jacent.

Nous expliquerons pourquoi la connaissance de mesures de risque standard (notations ou performances) est insuffisante pour bien évaluer le risque global et utiliser cette évaluation pour la gestion de portefeuille.

Pour finir, nous évoquerons la solution implicitement suggérée par le régulateur et discuterons le nouveau rôle des sociétés de services spécialisées.

Les notations des risques et les classements associés sont d'un usage très répandu en finance. Des exemples sont les *ratings* – AAA, AA, A... – attribués aux firmes, aux émissions d'obligations ou de dérivés de crédit, mais aussi les comparaisons des performances des fonds de placement ou des fonds spéculatifs. Initialement introduites pour fournir une information parlante, mais minimale, à l'investisseur, ces approches ont été depuis systématisées sous l'effet conjugué du développement commercial des agences de notation et des souhaits des régulateurs. En effet, la régulation récente s'est beaucoup appuyée sur les notations :

- en imposant une demande de notation pour les émissions d'obligations sur les marchés obligataires organisés ;
- en distinguant des notations dites « investissement » et d'autres « spéculatives » et en interdisant à certains intervenants (aux fonds de pension américains par exemple) d'investir dans les actifs notés spéculatifs ;
- en incitant les banques ou institutions de crédit à construire leur propre modèle interne d'analyse des risques et de construction de notation (pilier 2 de Bâle II) ;
- en modifiant les modes de calcul des réserves et en faisant dépendre ces dernières de la qualité du portefeuille, mesurée à l'aide de notations internes ou externes (pilier 1 de Bâle II).

La demande de modèle interne a clairement eu un effet bénéfique pour les établissements se plaçant sous Bâle II, en forçant ces établissements à construire des

bases de données d'analyse de risque, souvent absentes auparavant, et en permettant de comprendre comment peuvent être obtenues des notes ou des mesures de performance. Ainsi, les défaillances des ménages américains ayant pris des crédits hypothécaires auraient en grande partie pu être évitées si ceux-ci avaient été mieux attribués. Il y a eu dans ce cas soit manque de notations fiables, soit non-prise en compte de ces notations lorsqu'elles existaient (la régulation Bâle II ne s'appliquant qu'à 15 % des banques et institutions de crédit américaines). Cependant, si l'approche par notation ne peut être accusée d'être à la source de la crise des « *subprimes* », elle a clairement joué un rôle dans son développement, notamment dans son implication par l'intermédiaire des produits structurés, des rehausseurs de crédit ou des fonds spéculatifs.

En fait, ces mesures de risque (notations ou performances) sont souvent peu renseignées, peu adaptées à l'objectif visé, mal comprises par, non seulement le grand public, mais aussi les investisseurs et les régulateurs, et somme toute assez peu informatives. Leur utilisation trop automatique a pu conduire à sous-estimer les risques réellement pris.

Principe des notations et classements

L'idée de base est d'introduire une mesure scalaire de risque quantitative, puis d'utiliser cette dernière pour classer les risques et/ou en déduire des mesures qualitatives (ou *rating*) par découpage en classes.

Des exemples classiques sont :

- les scores de défaillance évaluant les probabilités de défaillance d'emprunteurs, puis classant ceux-ci en groupes AAA, AA, A, etc., selon la valeur de cette probabilité ;
- les scores de taux de recouvrement évaluant l'espérance de perte en cas de défaillance ; ces scores sont également discrétisés pour constituer des classes, également nommées AAA, AA, etc. ;
- les mesures de performance pour les fonds ; dans le cas le plus simple, elles sont calculées comme *ratio* d'un excès de rendement anticipé par une volatilité (ratio de Sharpe) ; elles sont ensuite utilisées pour classer les fonds.

Pour être correctement interprétées, les mesures quantitatives sous-jacentes doivent être définies de façon très précise. Ainsi, des scores de défaillance différents sont obtenus selon l'évènement de défaillance considéré, c'est-à-dire selon qu'il s'agit d'une faillite ou d'un non-remboursement de dette durant trois mois consécutifs. La mesure de performance ne sera pas définie de la même manière selon que l'investisseur souhaite juste investir dans un fonds ou qu'il veuille utiliser ce fonds pour compléter un investissement préalablement existant.

Surtout, ces diverses mesures (scores ou performances) dépendent de l'horizon de risque considéré et de l'information disponible. Elles diffèrent lorsqu'elles sont calculées à court, moyen ou long terme. Il existe une structure par terme des scores de défaillance, la probabilité de défaillance dans le mois différant de la probabilité de défaillance dans l'année. Il existe une structure par terme des performances, certains investissements se révélant plus rentables lorsqu'ils sont conservés sur une longue période plutôt que sur une courte. Le choix de l'horizon doit dépendre des besoins de l'investisseur et, notamment, de la fréquence plus ou moins grande de ses réallocations de portefeuille.

Ces mesures sont également très différentes lorsqu'elles sont calculées de façon historique, c'est-à-dire en absence d'information, ou lorsqu'elles sont calculées conditionnellement pour tenir compte de l'environnement : périodes de faible ou de forte volatilité, phases du cycle (récession/expansion).

Ainsi, les mesures n'ont pas les mêmes interprétations et ne correspondent pas aux mêmes besoins selon le mode de calcul retenu, l'horizon considéré et l'information prise en compte. De plus, des mesures différentes conduisent à des valeurs et à des classements différents. Ne calculer qu'un seul type de mesure risque d'être peu informatif et peu adapté à des besoins très variés.

Assimiler les meilleurs risques, à partir de deux calculs différents, c'est-à-dire mélanger des oranges et

des bananes, risque d'être dangereux pour l'analyse des risques. Or, cela a été une pratique courante lorsque des notations AAA pour des obligations d'entreprise calculées à partir de probabilités de défaillance ont été assimilées à des notations AAA de tranches de portefeuille de crédit (CDO, *collateralized debt obligations*) calculées à partir de taux de perte anticipés.

En fait, il faut clairement proposer des batteries d'indicateurs (scores, performances), les renseigner pour que les investisseurs les comprennent et puissent choisir ceux les plus adaptés à leurs besoins spécifiques ; surtout, il ne faut pas confondre les différentes batteries d'indicateurs et les assimiler naïvement les unes aux autres.

Risques de base et risques synthétiques

Une fois retenu un type de mesure, celle-ci est généralement appliquée à des risques de base : prêts individuels pour les scores de défaillance et/ou de recouvrement, fonds ayant une gestion propre pour les performances. Cependant, il est usuel de rassembler ces risques pour constituer des portefeuilles (phase d'agrégation), puis éventuellement de démembrer ces portefeuilles pour séparer divers niveaux de risque ou de terme (phase de structuration). Les opérations standard de titrisation de crédits hypothécaires comportent ces deux opérations : constitution de lots de prêts, puis mise sur le marché de tranches : senior, mezzanine...

La connaissance des mesures de risque individuel permet-elle d'en déduire les mesures du risque contenu dans le portefeuille ? Les mesures scalaires du risque inclus dans le portefeuille permettent-elles de déduire les mesures de risque des tranches ? Dans les deux cas, la réponse est négative.

Intuitivement, le risque inclus dans un portefeuille devrait tenir compte de la dépendance plus ou moins grande, positive ou négative, des risques individuels ayant servi à le constituer. Il y a donc besoin d'une information supplémentaire sur cette dépendance. Cette remarque a deux conséquences importantes.

En premier lieu, si des experts peuvent être utilisés pour estimer des scores individuels de défaillance (score par expertise), ils ont beaucoup de difficulté à donner une opinion raisonnable sur ces phénomènes compliqués de dépendance. L'expertise devrait, de ce fait, jouer un rôle plus faible qu'actuellement.

En second lieu, toute mesure de risque qui négligerait l'aspect dépendance est certainement à éviter. Or, le score de recouvrement mesurant le taux anticipé de recouvrement est largement utilisé pour les notations de portefeuilles de prêts. Il s'agit d'une espérance qui ne prend pas en compte l'incertitude sur les recouvrements. Ainsi, deux risques AAA calculés de cette façon ont des taux de recouvrement anticipé proches ; mais l'un peut être certain et l'autre très incertain. Un investisseur pensant que ces deux risques sont similaires – ou incité à le penser lorsqu'une régulation lui impose des investissements de notation suffisante, disons AAA, et lui laisse croire que les notations AAA sont équivalentes – choisira évidemment celui qui lui est proposé au meilleur prix, c'est-à-dire un CDO de *rating* AAA plutôt qu'une obligation d'entreprise de *rating* AAA. En choisissant le moins cher, il retient évidemment celui que le marché (ou les plus informés) a jugé le plus risqué des deux. D'où un effet inverse de ce que souhaitait la régulation.

Que dire maintenant de l'étape de structuration. Supposons un portefeuille de crédit dont nous connaissons par exemple le taux de perte anticipé (mauvais indicateur, rappelons-le). Peut-on en déduire le taux de perte anticipé sur la tranche senior ? La réponse est non. De plus, même si nous étions capable de déduire ces taux de perte anticipés sur les diverses tranches, cette information serait très insuffisante. Elle ne donne aucune information sur le fait que la tranche senior n'est atteinte par des défaillances qu'une fois la tranche précédente complètement touchée.

Pour résumer, les notations individuelles fournissent de l'information utile pour certains

besoins : ainsi, les scores individuels de défaillance des individus sont à la base des décisions d'attribution de prêts, des choix de types de prêts les mieux adaptés aux clients et des tarifs différenciés. Dans cette application aux produits de détail, ils ont depuis longtemps montré à la fois leur utilité et leur puissance. Cependant, cette information est totalement insuffisante et, parfois même, trompeuse lorsqu'elle est utilisée pour la gestion de portefeuilles qu'ils soient constitués de produits simples ou qu'ils contiennent des produits structurés.

Quelle(s) solution(s) ?

Ce serait un faux procès que de mettre en accusation les agences de notation ou les sociétés de services produisant des mesures de performance. Elles ne sont pas responsables des demandes supplémentaires de notation faites notamment par la régulation, et peu responsables d'une utilisation erronée des notations diffusées, même si plus de transparence sur ce que signifient ces notations aurait pu éviter certaines utilisations inadéquates.

Faut-il supprimer les notations et, en conséquence, les agences ? Certainement pas. Il y a un besoin d'information préalablement traitée et il est souhaitable que des batteries de mesures de risque et de notation soient régulièrement diffusées et comprises.

Cependant, même ces batteries de mesures de risque se révèleront insuffisantes pour la gestion de portefeuille et l'analyse des risques de produits complexes. En fait, une solution possible est déjà implicitement envisagée dans la régulation Bâle II et reprise par la plupart des agences. L'idée est de disposer de modèles standardisés d'analyse jointe des risques de base. Ceux actuellement utilisés dérivent tous du modèle initialement proposé par Vasicek (1987) et font jouer un rôle important à la notion de facteur(s) de risque sous-jacent(s). Ils portent divers noms dans la littérature comme modèle multifactoriel de valeur de la firme, ou modèle multifactoriel de taux, selon les produits considérés. Ces modèles doivent être simples à simuler et permettent alors par simulation d'analyser les distributions de perte de tout produit ou portefeuille, pour tout horizon et pour divers niveaux d'information.

Cependant, ils peuvent se révéler difficiles à calibrer pour des investisseurs peu spécialistes en statistique. C'est à ce niveau que les sociétés de services trouvent un rôle un peu modifié. Elles peuvent, en effet, mettre à disposition (payante) des informations sur les facteurs sous-jacents. Cela est déjà proposé par exemple par une firme comme KMV. Les effets de ces facteurs sur les divers risques peuvent alors être facilement calibrés par les investisseurs en se fondant sur les notations individuelles mises à disposition par les agences, à condition que ces dernières soient régulièrement mises à jour et gardent une définition homogène.

Notes

1. En plus des indications bibliographiques nommées à la fin de ce texte, il est aussi conseillé de se référer à la liste des lectures recommandées par la Banque des règlements internationaux (BRI) :
http://www.bis.org/bcbs/events/rtf05biblio.htm

2. Ce travail a bénéficié de l'appui de NSERC/Canada et de la chaire Axa/Fondation du Risque : « Assurance et risques majeurs ».

Bibliographie

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, Basel II, « International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards », Publication 128 (qui contient beaucoup d'information sur les vues actuelles des régulateurs, Bâle II), Bank of International Settlements, 2006.

CONT, R. ; MOUSSA, A., « A Closer Look at Structured Finance Ratings », papier de recherche (qui illustre les dynamiques très différentes des notations pour les

produits de base et pour les produits structurés), Columbia University, 2008.

DAROLLES, S. ; GOURIÉROUX, C., « Conditionally Fitted Sharpe Performance with an Application to Hedge Funds Rating », (l'une des premières études montrant l'intérêt de disposer de diverses mesures de performance dans l'analyse des fonds spéculatifs), Crest DP, 2008.

GORDY, M., « A Risk Model Foundation for Ratings-Based Bank Capital Rules », (l'un des premiers articles insistant sur l'importance des modèles pour à la fois établir des ratings et calculer le capital économique ou réglementaire), *Journal of Financial Intermediation*, 12, 2003, pp. 199-232.

GOURIÉROUX, C. ; JASIAK, J., *Microeconometrics for Credit, Insurance and Marketing*, (fournit une présentation des techniques de *scoring* utilisées pour les produits de détail), Princeton University Press, 2007.

GOURIÉROUX, C. ; TIOMO, A., *Risque de Crédit : une approche avancée*, (explique en particulier comment les notations sont actuellement introduites dans l'approche du risque de crédit et donne des exemples de modèles factoriels), Economica, 2007.

VASICEK, O., « Probability of Loss ou Loan Portfolio », (contient la première présentation du modèle factoriel de bas), KMV Technical Report, 1987.

Le droit, les agences de notation et la crise du crédit

Bertrand du Marais [1]

Conseiller d'État, Professeur associé de droit, université Paris X-Nanterre

Philippe Frouté [2]

Chercheur en Économie, université Paris X-Nanterre

Cet article présente l'une des causes déjà identifiées de la crise du crédit, le rôle des agences de notation, à travers un aspect souvent méconnu : l'analyse de l'influence du droit sur l'activité de titrisation et, partant, sur les phénomènes déclencheurs de la crise [3]*. Les agences de notation sont en effet critiquées pour la qualité de l'information qu'elles donnent lors de l'évaluation des produits structurés. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que les agences se sont vues conférer, dans le secteur bancaire, un rôle de quasi-régulateur – ou au moins de participation à la régulation – par la convention de Bâle II sur la régulation bancaire. Il convient ainsi d'apporter un éclairage sur la part des facteurs juridiques dans les causes de la crise et, notamment, de la complexité des montages juridiques de titrisation qui en sont à l'origine. Cet article présente également quelques remèdes envisageables pour éviter qu'une telle crise ne se reproduise dans l'avenir.*

La crise actuelle, issue des répercussions de la crise des « *subprimes* » américains, se caractérise par un mélange d'aspects classiques et de causes inédites. À l'instar des deux dernières crises financières majeures qu'ont été l'éclatement de la bulle internet et l'affaire Enron, la crise est issue de dysfonctionnements dans la production et la circulation de l'information. Si les agences de notation financière (ANF) se sont trouvées placées au cœur de la tourmente, il s'agit d'un problème plus vaste : une crise de confiance dans l'ensemble du système financier. Cependant, même s'il est encore trop tôt pour parler de crise systémique, les pertes ne cessent de croître ; elles sont estimées globalement par le Fonds monétaire international (FMI) au début du mois d'avril 2008 à près de 1 000 milliards de dollars dont plus de 500 milliards de ces pertes seraient localisées au sein des banques. On ne reviendra pas sur l'origine de la crise : l'effondrement du marché du crédit immobilier américain après notamment des prises de risque excessives dans un contexte de liquidité surabondante et de taux d'intérêt historiquement bas dont les agents ont mal anticipé le retournement [4]. Les opérations de titrisation sont en effet au cœur de cette crise qui apparaît comme la première véritable crise de la désintermédiation et du transfert de risque hors du système bancaire.

C'est aussi un nouvel exemple du rôle de l'information dans le déclenchement d'une crise financière.

Ainsi, après les analystes financiers, les auditeurs et les conseils comptables, c'est maintenant au tour des agences de notation d'être critiquées pour la qualité de l'information qu'elles donnent lors de l'évaluation des produits structurés. La question se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que les agences se sont vues conférer, dans le secteur bancaire, un rôle de quasi-régulateur – ou au moins de participation à la régulation – par la convention de Bâle II.

Cet article est consacré à la part des facteurs juridiques dans les causes de la crise, en raison de la complexité des montages juridiques de titrisation. En conclusion, il propose quelques remèdes que l'on peut envisager pour éviter qu'une telle crise ne se reproduise dans l'avenir.

Par un avertissement préalable, il faut souligner que cet article n'est pas le fait de spécialistes de la théorie ou de la pratique de la titrisation. Il s'appuie sur les travaux d'une équipe pluridisciplinaire, juristes et économistes, dont l'objet était d'analyser la méthode utilisée par les ANF pour appréhender le facteur juridique dans leur appréciation du risque [5]. Ces travaux ont permis d'identifier, et même de quantifier, les biais que les agences peuvent avoir à l'égard de montages juridiques particuliers, voire à l'égard de systèmes juridiques entiers. Ce faisant, cette analyse a permis de mettre en évidence, de façon presque prémonitoire, certains des facteurs déclenchant de la crise des « *subprimes* » qui ne pouvaient échapper à un opérateur averti.

La crise des « *subprimes* » est aussi une crise de la norme

Quelques rappels sur le contexte économique

Il ne s'agit pas ici de s'appesantir sur l'analyse détaillée de l'ensemble des causes de la crise : elle est menée par ailleurs dans le présent numéro. On se contentera d'insister sur quelques éléments énoncés ci-après.

Le contexte économique et financier…

La crise des « *subprimes* » révèle les problèmes liés à l'évaluation d'innovations financières telles que les produits titrisés. Beaucoup l'analysent comme résultant des excès des offreurs et des demandeurs de prestations financières qui ont voulu tirer avantage d'une période de taux d'intérêt extrêmement bas.

Ces taux bas, longtemps souhaités, ont permis la désinflation mais ont suscité des difficultés à de nombreux investisseurs. Avec la chute des taux, les prestataires de services financiers se sont vus dans l'obligation de trouver des suppléments de rendement pour couvrir certains risques. L'ingénierie financière et la titrisation ont apporté une réponse avec des instruments diversifiés.

Le développement de la concurrence entre opérateurs a ensuite engendré une fuite vers des limites extrêmes : des agents se sont endettés pour acheter des produits déjà basés sur un effet de levier.

… a créé une demande pour des produits sophistiqués à fort rendement : les véhicules de titrisation

Parmi les nouveaux instruments financiers, les produits titrisés comptent parmi les plus complexes et sont au cœur de la crise.

Une opération de titrisation peut se décomposer en trois étapes : le *pooling* d'un certain nombre d'actifs (des créances comme des factures ou des crédits accordés, par exemple), la structuration en tranches du passif et le découplage du risque de crédit par rapport à l'originateur. Cette opération permet de constituer des « réserves » destinées à absorber les premières pertes d'un portefeuille d'actifs. Il s'agit, en quelque sorte, de rehausser le crédit du point de vue de l'investisseur en diminuant ses pertes potentielles.

Au-delà des aspects purement financiers, la titrisation possède également l'avantage de permettre une meilleure gestion de bilan pour les entreprises. En refinançant le portefeuille de crédit, un cédant peut générer de nouveaux actifs tout en maintenant son bilan à un niveau maîtrisé puisque les actifs sont sortis de son bilan.

Dans ce fonctionnement, les ANF interviennent à la fois en fin de processus et massivement. En effet, elles indiquent à l'investisseur comment le montage juridique réduit le risque de défaut du véhicule ou améliore le taux de recouvrement.

Les modalités juridiques de la titrisation portaient en germe les dérives des « *subprimes* »

■ Les produits issus de l'ingénierie financière et juridique ont atteint un rare degré de complexité

◆ La complexité des normes comptables

Un des éléments majeurs de complexité est que la titrisation n'entraîne pas une totale désintermédiation. Aussi, des engagements hors-bilan de banques ne sont peut-être pas toujours parfaitement appréciés par le marché malgré l'existence de normes comptables comme les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ou celles introduites par le pilier 3 de Bâle II. La complexité dans ce domaine naît en grande partie des problèmes de transposition de conventions comptables internationales comme le *cash équivalent* qui peut être déduit de la dette. Ces questions, très concrètes, attirent l'attention sur le poids des conventions. Le processus d'intégration des innovations procède par tâtonnements en se référant le plus possible à l'existant et en introduisant quelques variations. Au sein de la chaîne du risque, trop d'attention portée aux détails des variations a peut-être *in fine* conduit à la défiance envers la totalité du système dont personne n'a considéré la cohérence d'ensemble.

◆ La complexité de l'information purement juridique

La documentation juridique joue un rôle particulier dans les marchés financiers. Sa raison d'être est la standardisation des contrats afin d'en assurer la négociabilité. Une certaine part de flexibilité dans les contrats est néanmoins conservée pour permettre les innovations financières. La documentation juridique des CDO (*collateralized debt obligations*), et globalement des produits structurés, est à la fois standard et flexible. Cette particularité se traduit par une grande diversité des contrats.

Une autre particularité des contrats de *cash* CDO est leur « volumétrie ». Ils comprennent régulièrement plus de quatre cents pages. Leur taille renvoie à la complexité des montages financiers mais également aux pratiques juridiques. À l'échelle mondiale, les deux principaux droits régissant la titrisation sont les droits d'Angleterre et de l'État de New York. Ces derniers préconisent une certaine course à l'exhaustivité. Contrairement aux marchés de dérivés classiques, les associations professionnelles n'ont pas développé de contrats-cadres standardisés équivalents à ceux de l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Aussi, d'un cabinet d'avocat à l'autre, le contrat différera non pas dans les grandes lignes mais dans les détails, selon un processus incrémental d'intégration des innovations. Ce processus conforte alors des biais qui peuvent être structurels.

Le problème se pose quand surviennent des divergences d'interprétation des clauses. En effet, par exemple les cours de l'État de New York et de Londres divergent en matière d'interprétation des contrats sur produits dérivés. Ainsi, à l'heure actuelle, personne ne peut déterminer si la documentation juridique est vraiment efficace car elle n'a pas encore été utilisée dans le cadre de procès, les conflits ayant toujours été résolus par la médiation.

Ces situations créent un besoin d'information auquel les ANF ont apporté une réponse dont la crise actuelle a montré les limites.

◆ Le rôle majeur et officiel des agences de notation

Les ANF, maillon essentiel des opérations de titrisation, font figure de bouc émissaire car elles n'ont pas prévenu la crise.

Cette situation résulte en grande partie de l'existence d'une ambiguïté sur leur statut. Historiquement, les ANF rassemblaient aux États-Unis des journalistes financiers ayant accumulé des statistiques importantes sur les emprunts d'État américains. Pour développer la désintermédiation, dans les années 1970, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a créé des acteurs d'un genre nouveau en instaurant le statut de NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) sans lequel aucune agence ne peut fonctionner sur le marché américain, ni avoir une visibilité dans le monde. Cela a aussi été vrai en Europe. Les agences ont été invitées en France dans les années quatre-vingts lorsque le gouvernement a souhaité placer sa dette à l'étranger. Pour bénéficier de conditions favorables, il fallait être noté. Le rôle des ANF était ainsi principalement d'émettre des opinions, des analyses et des mesures de risque de crédit.

En France, le législateur est ensuite intervenu pour soumettre à une obligation de notation tout titre émis par un véhicule de titrisation français (les Fonds communs de créances, FCC) faisant l'objet d'un appel public à l'épargne. Selon l'article L. 214-44 du Code monétaire et financier [6], un FCC doit, lors du placement ou de la cotation de ses parts, pouvoir produire une note établie par une agence. Le texte précise que le document devant être annexé à la note d'information doit être établi par un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'Économie après avis de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Or, les seuls organismes habilités par arrêté ministériel [7] sont les trois grandes ANF américaines : Fitch Ratings, Moody's et Standard & Poor's.

Ainsi, l'émission de parts d'un fonds commun de créances dans le public, dans le cadre d'une opération de titrisation, est l'une des rares opérations soumises à l'obligation de notation. Toutefois, une démarche similaire, mais cette fois-ci facultative, a été prévue dans le règlement Euronext (art. P-1-1-38) : Euronext peut en effet exiger, à l'appui de toute demande d'admission aux négociations de titres de créance, la production d'une notation délivrée par une agence agréée (c'est-à-dire l'une des trois grandes agences).

L'AMF a la possibilité de « *demander la notation de l'émission par une agence spécialisée dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué des titres de créances* » notamment lorsqu'il est envisagé une large diffusion au public de ces instruments financiers [8].

Par ailleurs et paradoxalement, avec Bâle II, le rôle des agences s'est accru dans le domaine de la réglementation bancaire au fur et à mesure de l'apparition de crises sur les marchés désintermédiés, alors même que leur rôle est critiqué. Leur méthodologie n'est également pas exempte de critiques.

■ Les limites méthodologiques de la notation du risque juridique

◆ Le caractère biaisé et incrémental de la notation

Alors que les facteurs juridiques se révèlent primordiaux lors d'une opération de titrisation, on a pu mettre en évidence un manque de fondements analytiques solidement étayés à travers l'exemple du biais des agences à l'encontre du droit français.

Ainsi, en prenant comme exemple l'appréciation que les agences font de l'utilisation du droit français pour la titrisation, on constate leur double biais pour :

- des montages conformes, voire réalisés en droit de *common law* ;
- des montages en droit français s'appuyant sur des dispositions textuelles plutôt que sur des jurisprudences, même bien établies.

Ce double biais peut d'ailleurs être cumulatif. En outre, pour les produits récents, les modèles utilisés ne sont pas pertinents puisque les agences ont une démarche incrémentale, en se fondant principalement sur les précédents.

Ce type de raisonnement produit plusieurs conséquences. La « préférence pour les textes » des agences contribue, toutes choses égales par ailleurs, à l'inflation normative dont se plaignent souvent les opérateurs eux-mêmes, voire les pouvoirs publics [9]. Surtout, certains montages ou solutions élaborés en droit français ne sont pas considérés comme garantissant suffisamment la transaction. Ils donnent donc lieu à une note inférieure, ce qui conduit – en pratique – les émetteurs à les écarter. Pour l'un des ratios de l'une des trois agences, *ce biais défavorable s'élève en moyenne à un « notch »* (une position dans l'échelle de notation) [10].

◆ Une fabrication presque artisanale de la note

L'opération de structuration du passif nécessite une notation *a priori* pour savoir à quelle classe d'investisseurs s'adresse telle ou telle catégorie de titres, voire simplement les admettre à la cotation.

Ces procédures ne paraissent pas très rigoureusement structurées. En interne, la notation laisse une large place à l'appréciation, à la négociation interne entre des agents dont la compétence technique n'est pas en cause mais qui sont en nombre restreint. L'acceptation d'un montage s'obtient par discussion et persuasion entre l'agence, l'émetteur et son conseil – les agences se fondent en effet sur la *legal opinion* du conseil *de l'émetteur.* Du point de vue général, la doctrine sur la validité de tel ou tel montage s'élabore alors entre un tout petit nombre de professionnels, au sein des agences et de quelques cabinets d'avocats de la place, sans que des critères objectifs et des procédures d'appel devant des tiers indépendants semblent établis à l'avance.

On a donc simultanément une concentration des opérations de titrisation entre quelques grands établissements financiers, quelques cabinets d'avocats et les trois agences. Pour celles-ci, la notation des produits structurés a d'ailleurs pu représenter jusqu'à la moitié de leur chiffre d'affaires. L'émetteur se trouve alors dans une situation de face à face avec les agences d'autant plus déséquilibrée que les informations données doivent rester confidentielles.

Pour le juriste habitué au débat public contradictoire, et plus encore au caractère collégial du délibéré – voire à la théorie des apparences en matière d'impartialité –, ou pour l'économiste enclin à la formulation mathématique et au constat statistique, tous mécanismes qui ont pour effet de favoriser l'impartialité et de réduire l'arbitraire, les procédures internes suivies par les trois ANF peuvent surprendre compte tenu de l'effet clairement pénalisant de ces jugements de valeur [11].

Elles ont en tous cas produit trois conséquences :
- la limitation de l'innovation financière puisque le processus incrémental engendre beaucoup d'inertie ;
- la création d'un conflit d'intérêt pour les agences ;
- et donc la perte de la qualité critique de leur évaluation, puisqu'elles deviennent « co-arrangeurs ».

Transparence et régulation : comment améliorer la notation du risque juridique ?

■ La crise est intervenue trop tôt pour que la réglementation des agences ait pu prouver son efficacité

Avant même la crise, l'évolution était à un renforcement de la réglementation relative aux agences de notation. En particulier, les États-Unis ont adopté le *Credit Rating Agency Reform Act* en 2006, dans un contexte habituellement rétif à la réglementation, et alors que l'étendue de la compétence du régulateur est l'objet d'un débat constitutionnel récurrent. Du point de vue international, le nouveau rôle conféré aux agences en matière de régulation bancaire par

Bâle II, s'il renforce leur influence, les fait également entrer dans un domaine extrêmement réglementé, ce qui conduira sans doute à terme à les encadrer encore davantage. Il reste que, à la date de rédaction du présent article, cette régulation apparaît encore relativement souple.

Réglementer le statut des agences, leur rôle ou leurs méthodes ?

Le débat s'est beaucoup organisé autour de deux pistes principales de réforme. Certains préconisent de réduire la fonction régulatrice des agences car celle-ci déresponsabilise les intermédiaires et les investisseurs alors que l'évaluation est par nature sujette à erreur. D'autres sont plutôt en faveur d'une réglementation accrue du statut et des conditions d'exercice des agences.

Face à ces questions, les positions des deux régulateurs français sont convergentes. C. Noyer (Banque de France) et M. Prada (AMF) ont préconisé une augmentation de la transparence des pratiques des agences sans toutefois se prononcer sur la méthode même de la notation. Ils sont tous deux favorables au développement d'indicateurs sur la volatilité et la liquidité des actifs notamment dans le domaine particulier des financements structurés afin de permettre une meilleure comparabilité des produits qui aille au-delà de l'estimation du risque d'insolvabilité [12]. Ces points ont d'ailleurs été repris par le Forum de la stabilité financière (FSF) [13].

Sans nous prononcer sur ces pistes, qui sont analysées par ailleurs, deux autres pistes complémentaires pourraient être également explorées :
- d'une part, la régulation de la notation pourrait être améliorée en modifiant le régime de responsabilité des agences de notation ;
- d'autre part, leur méthodologie pourrait être plus transparente.

Responsabiliser les agences

Certes, les mécanismes de marché, comme la réputation, peuvent être dissuasifs et encadrer le comportement des agences de notation. Néanmoins, force est de constater que l'univers des agences est un univers où, d'un point de vue juridique, la responsabilité est très largement absente. Aux États-Unis, les ANF sont protégées par le premier amendement de la constitution sur le *free speech*, la liberté de la presse. Il est donc quasiment impossible de mettre en jeu leur responsabilité sauf à prouver que les agences agissent avec une intention de nuire.

La situation diffère en France et en Europe : les ANF tomberaient sous le principe de l'article 1382 du Code civil. Pour engager leur responsabilité, il faut que soient réunies trois conditions : une faute, un dommage et un lien de causalité [14].

Le lien de causalité est facile à montrer. Par exemple, de nombreux investisseurs institutionnels ne peuvent acheter que des produits notés triple A ou sont spécialisés dans les produits du rang d'*investment grade*. Ils sont par conséquent tributaires des notations émises.

En ce qui concerne le dommage, la jurisprudence est divisée quant à son estimation. Pour certains, il convient de considérer la perte effectivement subie, tandis que pour d'autres, il convient d'y ajouter également la perte d'opportunité.

La principale difficulté pour respecter les conditions d'application de l'article 1382 consiste à prouver l'existence d'une faute. Il faut dans un premier temps que l'émetteur ne rembourse pas, ce qui est assez rare. Il faut ensuite prouver que l'agence a commis une faute dans l'évaluation.

Cette difficulté pour faire jouer les règles de responsabilité dans le cadre des ANF conduit certains juristes à envisager la création d'un statut pour les agences qui permettrait notamment aux autorités publiques comme l'AMF en France ou la SEC aux États-Unis de prononcer des sanctions administratives, voire tout simplement de les blâmer publiquement, ce qui pourrait avoir un impact incitatif très fort.

Au-delà de la modification du droit régissant l'activité des agences, il faut s'interroger sur l'amélioration de leurs méthodes internes.

Améliorer les méthodes de notation du risque juridique

Un certain degré de supervision sur la méthodologie, et sa transparence, paraît souhaitable. Cela permettrait d'améliorer la situation d'autorégulation actuelle si les acteurs publics et privés des marchés financiers ne souhaitaient pas instaurer une régulation impérative.

En premier lieu, les ANF utilisent de façon non négligeable des indicateurs produits par ailleurs. Cela est logique et correspond à une division normale du travail. Or, la rigueur et la qualité de certains de ces indicateurs synthétiques, en particulier dans le domaine de l'appréciation de la qualité du droit et des institutions, prêtent encore beaucoup à la critique. Ils mériteraient donc un audit rigoureux et public, compte tenu de leur impact potentiel sur la note finale [15].

En second lieu, l'amélioration de la transparence de la méthodologie pourrait résulter de la multiplication des observateurs de la notation, en favorisant la recherche sur ces questions, le débat public, ainsi que la formation académique à ses enjeux. Il s'agirait en quelque sorte de « noter les notateurs » [16]. En outre, il faut multiplier les processus d'échanges, à la fois neutres, indépendants et publics, entre les différents acteurs, et notamment entre les ANF et les juristes (magistrats, avocats et juristes d'entreprises ou académiques). L'objectif serait d'obtenir une formulation la plus objective possible de la doctrine juridique des ANF, un peu sur le mode des « conférences de consensus » médicales ou des « protocoles de mise sur le marché » en matière pharmaceutique.

C'est sans doute à ce prix que l'ensemble de la communauté financière pourra, face à cette potion parfois amère, mais souvent indispensable, s'assurer de l'innocuité de la notation financière.

Notes

1. bertrand.du_marais@u-paris10.fr

2. philippe.froute@gmail.com

3. Cet article reprend et développe la présentation faite à Paris le 12 décembre 2007 lors de la conférence sur « Les agences de notation et la crise du crédit : faux procès et vrais débats » dans le cadre du cycle de conférences organisées par B. du Marais au Cercle France-Amériques sur « L'attractivité économique du droit – Regards croisés franco-américains ». Cette conférence était soutenue par l'institut Presaje, FIDES – Université Paris X Nanterre, ainsi que par Ernst & Young. Voir le verbatim : http://www.presaje.com/

4. La Fed a en effet relevé seize fois son taux directeur entre les mois de juin 2004 où il avoisinait 1 % pour se stabiliser à 5,25 % en juin 2006. Suite à la crise, la Fed a ramené ce taux à 3,5 % en janvier 2008.

5. Voir l'article de du Marais B., Conac P-H., Piquemal A., de Vauplane H., Besson F., Frouté P., Suel E., « Le droit et la note », publié dans l'ouvrage de du Marais B. (dir.) : Agences de notation, immobilier et contrats publics. Contributions sur l'attractivité économique du droit, *Paris, La Documentation Française, 2007, 258 p.*

6. Disposition modifiée par l'article 65, 1°, de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003, ancien art. 36 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988.

7. Arrêtés du 31 décembre 1992 (J. O. du 6 janvier 1993).

8. Ancien art. 16 du règlement COB n° 98-01 homologué par arrêté ministériel du 22 janvier 1999 ; nouvel article 212-35 du règlement général de l'AMF, homologué par arrêté du 1er septembre 2005.

9. Rapport du Conseil d'État pour 2006, EDCE, « Sécurité juridique et complexité du droit », spéc. p. 234 (sur l'inflation normative).

10. Voir Frouté P. : « La prise en compte du droit des défaillances d'entreprises par les agences de notation », in Du Marais et al, op cit, 2007, pp. 94-112.

11. Dondero B., Haschke-Dournaux M. et Sylvestre S., « Les agences de notation », Actes pratiques, Sociétés, *nov.-déc. 2004, p. 7 ; voir également C. A. Hill, « Regulating the rating agency », p. 7.*

12. Voir les discours, lors de la conférence du 12 décembre 2007, de Michel Prada : http://www.cob.fr/documents/general/8073_1.pdf. et de de Christian Noyer : http://www.banque-france.fr/fr/instit/discours/discours_2007.htm

13. FSF, « Observations on Risk Managment Practices during the Recent Market Turbulence », 6 mars, 2008, 27 p. disponible à l'adresse suivante : http://www.fsforum.org

14. Voir Conac P-H : « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », in du Marais B. et al., op. cit., 2007, pp. 83-89.

15. voir du Marais B., (dir.), Des indicateurs pour mesurer le droit ?*, Paris, La Documentation française, 2006, 153 p.*

16. Comme nous avons commencé à le faire en ce qui concerne les indicateurs de qualité du droit et des institutions, à travers les séminaires « Measuring Law » : http://economix.u-paris10.fr/fr/activites/ws/?id=52 et http://economix.u-paris10.fr/fr/activites/ws/?id=23

Le comptable est-il coupable ?

Nicolas Véron

Économiste, Brussels European and Global Economic Laboratory, Bruegel [1]

Le principe de juste valeur, tel qu'il figure dans les normes comptables tant américaines qu'internationales, a été l'objet de vives attaques de la part d'une partie de la communauté financière depuis le début du dérèglement des marchés à l'été 2007. Cependant, les alternatives suggérées aboutiraient à une information financière de moindre qualité, avec des risques pour le bon fonctionnement du système financier ainsi que le suggère l'expérience de crises passées, dont la crise japonaise des années 1990. La comptabilité en juste valeur, telle qu'elle est définie par les normes en vigueur, apparaît en définitive comme la pire des solutions à l'exception de toutes les autres. Une réduction de son champ par les autorités publiques n'apparaît pas justifiée. En revanche il conviendrait de corriger les effets procycliques du cadre actuel de supervision bancaire défini par l'accord de Bâle II, dont les finalités prudentielles sont distinctes de celles de la normalisation comptable.

La crise financière a conduit à une mise en accusation répétée du principe de comptabilisation des instruments financiers en référence à une valeur de marché (*mark to market*), inscrit tant dans les normes comptables américaines qu'internationales. Des responsables financiers de premier plan, tels que Martin Sullivan (président d'American International Group, AIG) aux États-Unis ou Henri de Castries en France, sont allés jusqu'à incriminer la comptabilisation en *mark to market* et la notion comptable associée de « juste valeur » (*fair value*) comme un facteur-clé d'explication de la crise. Leur faisant écho, le commissaire européen, Charlie McCreevy, exprimait le 1er avril ses préoccupations quant à « *l'impact de l'évaluation en valeur de marché lorsque les marchés cessent d'être liquides et deviennent irrationnels* » [2].

Les critiques de la juste valeur portent d'abord sur la comptabilisation des produits complexes résultant de la titrisation de créances immobilières, au cœur de la crise actuelle [3]. Selon leur argument, les conditions de marché prévalant depuis août conduisent à un déséquilibre entre l'offre et la demande qui se traduit par une chute de la liquidité et des prix aberrants, sans relation avec une valeur fondamentale correspondant au potentiel de génération de flux de trésorerie futurs associés à la détention des titres. Les éléments disponibles de référence de prix – par exemple les indices dits ABX (*asset backed index*), publiés par l'entreprise d'information financière Markit – ont fortement diminué de valeur depuis août 2007. Or, ce sont de tels éléments de comparaison, lorsqu'ils existent, qui sont imposés par les normes comptables comme référence pour attribuer une valeur comptable aux instruments financiers devenus peu liquides (lorsque les éléments

de comparaison sont inexistants, l'émetteur est autorisé à faire appel à un modèle interne d'évaluation pour déterminer la valeur comptable de l'instrument). Cela vaut tant pour les normes *International Financial Reporting Standards* (IFRS) applicables en Europe, que pour les *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP) aux États-Unis. Toujours selon le même argument, la comptabilisation en valeur de marché se traduirait alors par une perte comptable non justifiée par les fondamentaux économiques, réduisant d'autant le capital de la banque concernée et l'obligeant ainsi, pour maintenir sa solvabilité, soit à augmenter son capital dans des conditions de valorisation déprimées, et donc au détriment des actionnaires existants, soit à réduire ses encours avec le risque d'un effet dépressif sur l'économie.

Une autre critique porte sur la « procyclicité » induite par le principe de la juste valeur qui renforce la solidité apparente des bilans bancaires en phase haute de cycle et la diminue d'autant en phase basse. Cette critique, souvent formulée de manière plus vague que la précédente, couvre un champ beaucoup plus large. Elle remet en effet en cause le principe de la juste valeur, non seulement lorsqu'il est appliqué aux instruments financiers rendus peu liquides par le dérèglement des marchés, mais de manière beaucoup plus générale dans son application à l'ensemble des instruments financiers [4].

Si les difficultés auxquelles ces critiques font référence sont bien réelles, en revanche, leur conclusion selon laquelle les normes comptables actuelles devraient être modifiées de manière temporaire ou permanente pour restreindre le champ d'application du principe de juste valeur n'emporte pas la conviction, et ce, pour trois raisons au moins :
- elles n'offrent pas d'alternatives crédibles aux choix de normalisation actuellement en vigueur ;
- elles négligent l'impact négatif qu'aurait la perte des informations actuellement fournies par les états financiers lorsqu'ils respectent ces normes ;
- elles introduisent une confusion contre-productive entre préoccupations comptables et exigences prudentielles, alors que ces deux catégories ne répondent pas aux mêmes objectifs.

Les critiques de la juste valeur peinent à accompagner leurs arguments de contre-propositions crédibles qui permettraient de corriger les défauts du *mark to market*. La « procyclicité » est, à vrai dire, une conséquence tautologique de la référence à la valeur de marché. La critique correspondante revient donc à contester le principe même de référence au marché comme mécanisme de détermination de la valeur reconnue la plus pertinente d'un point de vue économique à un instant donné. Certes, l'analyse économique a montré depuis des décennies que les marchés étaient le plus souvent imparfaits, même en temps normal, et *a fortiori* en périodes de bulle spéculative ou, à l'inverse, de panique collective, du fait notamment des asymétries d'information et des différences de croyances et de comportements des différents participants. Mais, s'il est aisé de mettre en relief les défauts inhérents à la référence aux prix de marché, il est moins facile d'identifier une méthode de comptabilisation alternative qui remplirait mieux les objectifs de pertinence, de fiabilité, de comparabilité et de compréhensibilité couramment cités comme devant guider la préparation des normes comptables [5].

La référence au coût historique, parfois invoquée, apporte une information moins comparable et, surtout, beaucoup moins pertinente ; elle est donc de moindre valeur pour les utilisateurs de l'information financière et, notamment, pour les principaux parmi ceux-ci que sont les investisseurs financiers. La référence à des prix notionnels fixés par l'autorité publique, qui était le principe essentiel de la comptabilité des économies collectivisées de l'Union soviétique avant la *Perestroïka* et de la Chine avant les réformes de Deng Xiaoping, jouit d'une crédibilité encore plus faible, du moins chez la plupart des économistes et parmi les principaux participants des marchés de capitaux. Lorsque le marché est liquide et actif, l'idée que les valeurs comptables pourraient être maintenues au-dessus des prix de marché est contraire au principe de prudence et ne résiste pas bien longtemps à l'examen.

En ce qui concerne les instruments financiers peu liquides, le problème posé est plus épineux mais, là aussi, il semble difficile d'apporter des alternatives crédibles aux choix actuels de normalisation comptable, eux-mêmes résultant d'une longue suite d'essais et d'erreurs depuis plusieurs décennies. Une option parfois évoquée est de remplacer la référence à des « instruments comparables », au cœur des difficultés actuelles sur les produits de titrisation complexes, par le recours à un modèle de valorisation interne, ou *mark to model*. L'utilisation d'un modèle peut être facteur de transparence si elle est accompagnée d'informations détaillées sur les caractéristiques des instruments modélisés et les hypothèses retenues. Mais elle donne aussi, en général, aux dirigeants de l'entreprise une latitude inégalée pour déterminer les éléments-clés de la modélisation, notamment les flux financiers futurs et le taux d'actualisation, et faire varier en conséquence la valeur déterminée par le modèle pour un instrument financier donné. Comme l'observait il y a plus de cinq ans l'investisseur américain Warren Buffett, dans une formule souvent reprise depuis, « *dans les cas extrêmes, le* mark to model *dégénère en ce que qu'on pourrait plutôt appeler le* mark to myth » [6]. La plupart des utilisateurs d'information financière considèrent en conséquence que la référence à un marché, dès lors qu'il existe, et même s'il est imparfait, est en générale préférable à un modèle interne préparé par l'émetteur.

Parmi les autres propositions émises pour atténuer le choc comptable résultant du retournement des marchés pour les établissements financiers, aucune ne remporte l'adhésion. Dans une tribune publiée le 3 avril 2008 par le quotidien *Financial Times*, trois membres du groupe d'expertise technique de l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG [7]), par ailleurs salariés de grands émetteurs cotés (Bear Stearns, BP et Siemens), ont proposé un mécanisme de lissage des prix de marché sur une période pouvant aller de six mois à un an pour servir de référence aux dépréciations d'actifs financiers [8]. Mais cette solution, qui diminuerait à l'évidence le contenu informationnel des comptes en supprimant une partie de leur réactivité face à l'évolution des conditions de marché, ne permettrait pas nécessairement d'atteindre l'objectif qui semble motiver ses auteurs. Dans le cas qui a focalisé le débat, l'utilisation des indices ABX, elle n'aurait pas amélioré le lot des banques de manière décisive : à la mi-avril 2008, et en dépit d'un rebond récent, la valeur de ces indices reste déprimée depuis plus de six mois, et une moyenne sur cette période se traduirait donc également par une valeur « artificiellement basse » comparée à ce que les détracteurs de la juste valeur considèrent comme les « fondamentaux économiques » [9].

Si les alternatives proposées à la juste valeur n'apportent pas de réponses évidentes aux exigences du moment, en revanche, elles ont toutes en commun de réduire l'information disponible pour les investisseurs et les autres utilisateurs de l'information financière et, dans de nombreux cas, d'offrir aux entreprises des possibilités de « lissage » des comptes et de manipulation discrétionnaire des états financiers que la référence aux prix de marché – même rendue imparfaite par l'assèchement de la liquidité – ne permet pas ou du moins pas autant. Il est donc prévisible que leur adoption se traduirait par une prime de risque plus élevée pour les actions des sociétés correspondantes et par une moindre performance du marché. Cet effet a été observé de manière spectaculaire au Japon, au cours des années 1990, lorsque le ministère des Finances a permis aux banques de ne pas déprécier leurs moins-values latentes liées à l'état de dépression persistante des marchés. La conséquence en a été une perte de confiance généralisée dans les états financiers des banques, dont la plupart des observateurs considèrent aujourd'hui qu'elle a contribué à aggraver la crise financière plutôt qu'à l'atténuer.

Dans le même temps, les craintes associées à un éventuel provisionnement excessif des pertes liées aux conditions du marché ne sont pas clairement fondées sur une observation empirique du comportement des marchés. Ces derniers ont montré une tolérance parfois étonnante aux annonces de pertes comptables, parfois spectaculaires, des banques au cours des derniers mois. Dans un cas particulièrement spectaculaire, la révélation d'une provision comptable de

19 milliards de dollars au 1er trimestre 2008 par la banque suisse UBS, annoncée au marché le 1er avril 2008, s'est traduite par une augmentation de près de 15 % du cours de bourse par rapport à la clôture de la veille, qui s'est maintenue au cours des séances suivantes. À l'inverse, les épisodes lors desquels le marché a brutalement perdu confiance dans un établissement financier, par exemple pour Bear Stearns les 13 et 14 mars 2008, n'ont pas été associés à des informations nouvelles relatives aux états financiers, mais à des craintes plus fondamentales sur la liquidité et la solvabilité intrinsèques de la banque. En d'autres termes, les marchés ne semblent pas aveuglés par les éventuelles caractéristiques artificielles des données comptables. Les problèmes constatés n'ont pas trait à la manière dont la comptabilité rend compte du marché, mais bien au fonctionnement du marché lui-même.

En définitive, la comptabilisation en *mark to market* telle qu'elle est actuellement inscrite dans les normes IFRS et US GAAP apparaît bien, comme la démocratie selon Churchill, comme le pire des systèmes à l'exception de tous les autres [10]. La référence aux indices ABX dans la période actuelle n'a rien d'idéal mais ne justifie pas un changement des normes, et aucun système de normalisation ne pourrait permettre une comptabilité pleinement satisfaisante dans l'environnement de marché actuel. Cela ne signifie pas que les normes, IFRS ou US GAAP, soient pour autant parfaites. Il ne fait guère de doute qu'elles subiront des modifications dans les années à venir, comme cela a d'ailleurs été suggéré récemment par le normalisateur lui-même dans le cas des IFRS [11]. Mais le champ qu'elles attribuent au principe de référence au marché, et à la notion plus large de juste valeur, n'apparaît pas excessif au regard des caractéristiques des marchés financiers dans les pays développés et des enseignements des crises passées. Restreindre ce champ ne serait guère susceptible de guérir les maux bien réels des marchés financiers et risquerait, au contraire, de les aggraver en réduisant la confiance des investisseurs et observateurs dans les comptes publiés par les entreprises de services financiers.

D'autres changements seront nécessaires pour relever les défis révélés par la crise en matière d'information financière. Tout d'abord, les imperfections constatées doivent être corrigées autant que possible par la fourniture d'informations appropriées en annexe, permettant aux utilisateurs de prendre du recul vis-à-vis des données comptables elles-mêmes, particulièrement lorsque celles-ci résultent de signaux de marchés brouillés. En mars 2008, le régulateur boursier américain a clarifié et renforcé ces obligations d'information par courrier adressé à l'ensemble des émetteurs d'actions cotées aux États-Unis [12] ; des recommandations comparables ont été formulées par le Forum de la stabilité financière (FSF) dans son rapport présenté aux ministres des Finances du G7 en avril 2008 [13]. Les exigences des normes IFRS sur ce point seront sans doute renforcées à l'avenir, même si un progrès a déjà été accompli avec l'entrée en vigueur en 2007 de la norme IFRS 7 relative aux informations à fournir sur les instruments financiers.

Au-delà des normes elles-mêmes, le contrôle de leur mise en œuvre (*enforcement*) est un enjeu-clé dont l'importance est souvent sous-estimée en Europe. La qualité et la cohérence internationale de la mise en œuvre des normes comptables sont un élément essentiel pour la stabilité du système financier, ainsi que l'avait souligné avant le début de la crise le comité de supervision bancaire de l'eurosystème [14]. De ce point de vue, la robustesse du dispositif de contrôle dans l'Union européenne est un sujet légitime de préoccupation. La crise financière pourrait conduire les Européens à revenir sur l'actuelle fragmentation de ce dispositif et à envisager la mise en place d'un processus plus centralisé de détermination d'une doctrine européenne d'application des normes IFRS, faisant contrepoids à l'influence déterminante du *Chief Accountant* de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis [15].

L'information comptable (y compris les annexes telles que définies par les normes) ne constitue elle-même qu'une partie de l'information financière fournie par les entreprises de services financiers. Comme le FSF l'a également souligné à juste titre

dans son rapport d'avril 2008, la transparence sur les risques financiers devrait être fortement développée par rapport à son niveau actuel, tout particulièrement à la lumière des enseignements de la crise financière et de la baisse d'importance relative de la signification accordée aux notes de crédit ; un tel accroissement de transparence est un élément potentiellement décisif de renforcement du dispositif de stabilité financière [16]. Il devrait être envisagé non seulement pour le secteur bancaire régulé, mais également pour les acteurs non régulés du système financier [17].

Enfin, le débat sur la juste valeur a souligné une confusion récurrente entre les exigences de la comptabilité financière, telles qu'elles s'appliquent notamment aux sociétés cotées, et celles de la supervision prudentielle des établissements financiers. Si, en effet, la « procyclicité » n'est guère critiquable dans le contexte d'une information financière destinée aux investisseurs, dont la demande porte sur des éléments d'analyse de la valeur dans un état donné des conditions de marché, il convient en revanche de corriger certains effets de cycle lorsque l'information financière est analysée dans une logique prudentielle. De ce point de vue, les normes dites de Bâle II ont révélé des faiblesses réelles à la lumière de la crise financière actuelle et devront très vraisemblablement être en partie révisées. Le rapport déjà cité du FSF et le communiqué correspondant des ministres des Finances du G7 permettent d'être optimiste sur le fait que cette distinction entre considérations comptables et prudentielles, souvent négligée dans le passé récent, soit désormais prise en compte de manière adéquate par les autorités publiques.

Le débat sur la juste valeur est opportun et indispensable compte tenu du test en vraie grandeur que constitue la crise financière pour des choix de normalisation comptable qui n'avaient jamais été soumis à une telle épreuve de vérité. Ce test ne fournit aucune raison de remettre en cause le choix fait en 2000-2002 par l'Union européenne d'adopter des normes comptables internationales tournées en priorité vers les besoins de l'utilisation de l'information financière par les investisseurs, y compris le recours à la juste valeur tel qu'il figure actuellement dans les IFRS. Même dans les circonstances exceptionnelles qu'ont connues les marchés financiers depuis août 2007, casser ou tordre le thermomètre comptable n'aurait guère d'effet thérapeutique sur l'état du malade et rendrait d'autant plus difficile le travail des médecins.

Notes

1. Cf. www.bruegel.org

2. Charlie McCreevy, témoignage devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 1er avril 2008.

3. Voir par exemple Paul De Grauwe, « Act now to stop the markets' vicious circle », Financial Times*, 20 mars 2008.*

4. Voir par exemple Yves de Kerdrel, « Les marchés contre la démocratie », 18 mars 2008 ; Jennifer Hughes et Gilian Tett, « An unforgiving eye : Bankers cry foul over fair value accounting », Financial Times*, 14 mars 2008.*

5. Ces principes ne sont eux-mêmes pas entièrement concordants et les priorités respectives qui leur sont accordées dans la normalisation comptable dépendent des équilibres inhérents à l'économie politique dans laquelle cette normalisation a lieu. Pour une analyse plus approfondie, voir Nicolas Véron, Matthieu Autret et Alfred Galichon, L'information financière en crise : comptabilité et capitalisme*, Odile Jacob, 2004.*

6. Warren Buffett, Lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway Inc., incluse dans le rapport annuel de Berkshire Hathaway pour l'exercice 2003.

7. L'EFRAG est un organisme privé consulté par la Commission européenne pour ses décisions d'adoption des normes IFRS.

8. Carsten Zielke, Michael Starkie et Thomas Seeberg, « Reporting move could break the writedown spiral », Financial Times*, 3 avril 2008.*

9. Le président de l'EFRAG et celui du groupe d'expertise technique ont, du reste, manifesté publiquement leur distance vis-à-vis de cette proposition : Göran Tidström et

Stig Enevoldsen, « No view formed on the credit crunch », Financial Times*, 14 avril 2008.*

10. Voir « The credit crunch : Mark it and weep », The Economist*, 8 mars 2008.*

11. David Tweedie, « Simple solution clearly needed in a complex world », Financial Times*, 20 mars 2008 ; voir aussi Philippe Danjou et Gilbert Gélard, « Crise du "subprime" : la juste valeur n'est pas coupable »,* Les Échos*, 19 février 2008.*

12. Voir par exemple Sarah Johnson, « SEC Wants Firms to Explain Fair-Value Choices », CFO.com, 31 mars 2008.

13. Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7 avril 2008 ; disponible sur www.fsforum.org

14. ESCB Banking Supervision Committee, « Assessment of accounting standards from a financial stability perspective », Banque centrale européenne, décembre 2006.

15. Une proposition en ce sens est formulée dans Nicolas Véron, The Global Accounting Experiment, Bruegel Blueprint series, avril 2007.

16. Voir Claudio Borio et Kostas Tsatsaronis, « Accounting, Prudential Regulation and Financial Stability : Elements of a Synthesis », Document de travail (Working Paper) n° 180 de la Banque des règlements internationaux, septembre 2005 ; et l'étude éclairante réalisée pour le FSF par le « Senior Supervisors Group » qui rassemble huit autorités de contrôle européennes et américaines, Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures, 11 avril 2008, disponible sur www.newyorkfed.org

17. Voir par exemple Olivier Le Marois, « How to detect hedge funds tricking investors », Financial Times*, 1er avril 2008.*

8.

Les assureurs sont-ils à l'abri de la crise ?

■ Romain Durand et Arnaud Chneiweiss
L'assureur, les sept mythes et les trois leçons

■ Kadidja Sinz
Crise des subprimes : assurance et assurabilité

■ Éric Lombard et Mathieu Mucherie
La crise financière, les assureurs et l'économie de l'information

■ Olivier Mareuse
Les assureurs européens face à la crise

■ Delphine Lautier et Yves Simon
Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise

■ Michel Mollard et Nicolas Delzant
Le cas de l'assurance crédit

■ Didier Folus et Daniel Zajdenweber
L'assurance et la titrisation face aux turbulences financières

■ Guillaume Gorge
La crise des *subprimes* signifie-t-elle la fin des titrisations d'assurance ?

■ Jean-Louis Bancel
Assurance et inflation : un couple explosif ou une relation contrôlable ?

■ Jean Azéma
Les assureurs face à la crise : quels enseignements ?

L'ASSUREUR, LES SEPT MYTHES ET LES TROIS LEÇONS

Romain Durand

Directeur général délégué, Matmut

Président de l'Association pour l'Europe de l'Assurance

Arnaud Chneiweiss

Directeur général adjoint, Matmut

Secrétaire de l'Association pour l'Europe de l'Assurance

D'une crise financière à l'autre (LTCM – Long Term Capital Management –, *bulle internet, «* subprime *» américains…), on a l'impression que les mêmes causes – optimisme irrationnel des acteurs, négligence coupable des contrôleurs potentiels vis-à-vis d'entités non régulées, disparition soudaine de la liquidité, opacité, effet de levier poussé à l'extrême – produisent les mêmes effets. Le système financier contemporain est-il condamné à aller d'une crise à l'autre, à travers des mécanismes toujours plus complexes, opaques, et donc violents quand le retour à la réalité se produit ?*

Les assureurs ne peuvent et ne doivent pas s'exonérer de toute réflexion sur la crise financière actuelle. S'ils ne sont pas en première ligne dans les critiques portées au système financier global, ils en sont des acteurs majeurs, ne serait-ce qu'en tant qu'investisseurs de premier plan. Surtout, pour les assureurs qui veulent être des « preneurs de risque » et non de simples intermédiaires financiers (« risk-taker *» et non «* risk-trader *»), cette crise est particulièrement intéressante.*

Nous voulons ici défendre l'idée que, au cœur de la crise, se trouvent des financiers qui ont voulu réinventer le métier de l'assurance en prétendant le faire bénéficier de techniques financières innovantes, l'exonérant ainsi des règles traditionnelles qui le régissent. Ces financiers ont pensé avoir inventé un nouveau « business model *» fondé sur le transfert de risque aux marchés financiers, rendant inutile la souscription rigoureuse et la mutualisation des risques. Comprendre les mécanismes à l'œuvre est d'autant plus important que la titrisation des risques (du risque catastrophique, mais aussi des risques plus standards comme le risque automobile) progresse dans la profession d'assureur.*

Cette crise est donc une opportunité de réfléchir à quelques mythes récents qui ont pu faire croire que l'on pouvait durablement s'écarter de quelques règles fondamentales du métier de l'assurance.

La crise des « subprimes » : l'échec d'une tentative de réinventer le métier d'assureur

Au cœur de la crise actuelle, on trouve l'incapacité des principaux acteurs à exercer rigoureusement le métier d'assureur. Pour s'en convaincre, il suffit de voir la présente crise des « *subprimes* » comme une erreur des acteurs économiques sur l'appréciation du taux de défaut des remboursements des prêts consentis. Or, apprécier un taux de sinistralité est bien une caractéristique de l'assurance. Le métier de l'assureur repose, entre autres, sur la capacité à prévoir les probabilités d'événements variés. Cependant, dans certains cas, comme pour les taux de chute en assurance vie, l'assureur est aussi amené à prévoir le taux de défaut de paiements, à l'image de ce qu'ont fait les acteurs de cette crise : ils ont voulu faire de l'assurance sans le savoir ou, comme l'a dit un article récent du *Financial Times* à propos de la titrisation des CDS (*Crédits Défaut Swap*), « *ils ont fait économiquement de l'assurance, même si légalement ça n'en était pas* » (Munchau, 2008).

L'éclatement de la « chaîne de valeur » des affaires « *subprimes* » nous a été présenté autrefois comme innovant et rationnel avec :

- **la distribution du produit** par le banquier-organisme financier, baptisé « *originator* » alors que « courtier » correspond mieux à la situation ;
- **la garantie des flux** par le *monoline*, seul assureur-réassureur déclaré de l'opération ;
- **la fourniture de capitaux** par le marché, permettant la mobilisation de masses financières importantes ;
- **le contrôle de la solidité** de l'ensemble, avant tout par l'agence de notation qui est amenée à garantir de manière redondante les différents acteurs : la notation du rehausseur de crédit et de l'« *originator* » a des conséquences pour la notation du véhicule.

Or, ce modèle qui nous est présenté comme inédit et vertueux n'est pas nouveau dans l'assurance. Les observateurs attentifs du marché de Londres auront reconnu la célèbre spirale dite « London Market Excess of Loss ». L'affaire Unicover des années 1990 en est un autre exemple. Les résultats de ces deux affaires ont été calamiteux pour l'ensemble des opérateurs impliqués.

Les sept mythes

La débâcle à laquelle nous assistons permet ainsi de faire justice de sept mythes récents.

Non, on ne peut pas se passer d'équipes de souscription

Le véhicule de titrisation, contrairement à un assureur qui possède ses propres équipes d'appréciation du risque, n'est souvent qu'une coquille transportant le risque vers le marché (les Américains, pas avares d'expressions imagées, parlent de « *conduits* »). En conséquence, le véhicule va déléguer l'appréciation des risques à des tiers, des conseillers, comme par exemple des agences de notation. Mais « les conseilleurs ne sont pas les payeurs » et quelque talentueux qu'ils soient, ils n'ont pas cette sagesse que crée l'engagement... de ses propres deniers. L'expérience montre que la qualité de leur appréciation peut sérieusement faire débat, d'autant que le véhicule a déjà rétrocédé son risque et que la notation s'appuie sur l'existence d'un « rehausseur » de crédit.

Non, rétrocéder l'intégralité de son risque n'est pas sain

Les réassureurs ont appris au fil de leur expérience qu'il est essentiel de responsabiliser l'assureur, qui souscrit et connaît le risque initial, en l'obligeant à garder une part significative du risque ; c'est la seule manière de garantir une souscription rigoureuse. La sélection des risques est un fondement de l'assurance. L'idée même qu'un risque puisse rester « orphelin », sans réels parents, et puisse se promener librement

dans un ensemble de cession et rétrocession, est toujours dangereux. Tout acteur de l'opération doit assumer une part significative du risque. C'est une idée bien connue du réassureur qui essaie dans la mesure du possible de s'assurer du « partage de sort » en évitant les réassurances à 100 % (Krahnen, 2007).

Non, il n'est pas responsable de laisser des entités financières sans obligation de solvabilité

Le véhicule de titrisation n'est ni un banquier ni un assureur et échappe donc à ces deux cadres réglementaires. En conséquence, les véhicules de titrisation n'ont pour solvabilité que celle que leur imposent les agences de notation. Pas de Solvabilité II, pas de Bâle II pour limiter les prises de risque dans ces organismes. L'opacité et la complexité croissante des opérations financières doivent inciter au contraire à des niveaux de capital minimaux chez tous les acteurs.

Non, la solidité financière n'implique pas la liquidité

Tout se passe comme si une certaine confusion intellectuelle (Cailleteau, 2008) s'était emparée des marchés, faisant confondre des concepts essentiels. Les entités financières font rarement faillite, elles sont plus souvent susceptibles de faire face à une crise de trésorerie. Les assureurs savent qu'ils doivent être vigilants à l'aspect liquidité de leurs actifs, de manière à toujours être en capacité de régler promptement les sinistres de leurs assurés.

Non, on ne peut pas s'affranchir du principe de mutualisation des risques

Comme le dit l'adage : les risques voyagent en bande... et on peut ajouter qu'il convient de les laisser en bande. Si le découpage des risques pris s'impose à des fins analytiques, nombreuses sont les opérations d'assurance où des risques se combinent, avec pour conséquence un abaissement du niveau de risque global. La segmentation poussée à l'extrême va donc limiter tous les bienfaits possibles de diversification du risque d'assurance.

Mutualiser les risques implique de surveiller les cumuls de risque. Or, on peut, comme assureur, légitimement s'étonner des accumulations importantes dont on parle dans la crise actuelle sur un nombre limité d'opérateurs, en particulier pour les rehausseurs de crédit.

Non, l'assurance n'est pas un métier de court terme

L'opération d'assurance est rarement une opération de court terme ; on le sait bien en responsabilité civile. Cependant, même dans le cas d'une couverture annuelle, les conséquences de l'assurance en cas de sinistres peuvent courir sur plusieurs années. Cependant, en matière de « *subprime* », il s'agissait de couvrir pendant plusieurs années le risque de taux de défaut. L'éclatement de la chaîne de risque crée une situation dangereuse de ce point de vue en faisant diverger l'horizon temporel des agents concernés. Dans le modèle « *originate and distribute* » appliqué par les banquiers grâce à la titrisation, l'originateur de l'opération n'a aucun intérêt de long terme : une fois les investisseurs convaincus de l'intérêt de l'opération, l'originateur n'a pas de vraie incitation à la qualité des affaires à moyen terme. Le modèle ultime est bien décrit par Étienne Pflimlin (2008) à propos de Northern Rock : « *Northern Rock est devenue par ambition et âpreté au gain une "usine à crédits" sans guichets, sans proximité avec ses emprunteurs, transférant ses risques sur les marchés.* »

Non, les illusions d'une nouvelle gouvernance ne peuvent suppléer à l'absence des savoir-faire

À la suite des scandales financiers précédents (Enron, Parmalat…) et des crises financières (LTCM,

bulle internet…), la réponse des gouvernements et des régulateurs a été de demander une accumulation formelle de procédures : soit par la contrainte (loi Sarbanes Oxley aux États-Unis, lois sur la sécurité financière, les nouvelles régulations économiques en France), soit par la reprise de « bonnes pratiques » (recommandations de place). On voit bien aujourd'hui, en observant la litanie des communiqués des plus grandes institutions financières mondiales annonçant des milliards d'euros ou de dollars de pertes sur les marchés financiers, qu'il ne suffit pas de se doter d'administrateurs indépendants, de comités du conseil d'administration, de systèmes de contrôle et d'audit internes pour parer aux risques d'investissements malheureux.

La bonne gouvernance, c'est autre chose qu'une accumulation de rapports et de contrôles. C'est d'abord un état d'esprit des instances dirigeantes, une volonté de s'impliquer, de contrôler effectivement les risques, de comprendre et suivre les métiers dans lesquels l'entreprise s'engage. L'accumulation de contraintes a pu au contraire conduire à l'illusion que, puisque les nouvelles « bonnes pratiques » étaient mises en place, puisque les rapports étaient produits, le risque était maîtrisé. Pour dire les choses clairement, au risque de ne pas être politiquement corrects, nous pensons qu'il vaut mieux avoir des administrateurs connaissant l'industrie autour de la table, fussent-ils liés à l'entreprise… que la publication de comptes trimestriels n'a guère de sens dans notre industrie… qu'il vaut mieux publier des informations imprécises avec retard et justes, que précises, rapides et qui se révèleront fausses.

Plus fondamentalement, la faillite des organisations financières – censées être les plus sophistiquées au monde à mettre en place une gouvernance efficace – amène à se demander s'il n'y a pas un biais dans la conception même de cette « nouvelle gouvernance »... Est-elle destinée seulement à satisfaire les actionnaires ? La course folle dans laquelle les banques se sont engagées *via* la titrisation des crédits « *subprimes* » s'explique par la volonté de satisfaire à très court terme aux normes de profitabilité attendues par les actionnaires. Or, ceux-ci peuvent quitter l'entreprise d'un jour à l'autre. N'aurait-il pas été plus pertinent de mettre en place des politiques et une gouvernance visant à satisfaire les autres publics de l'entreprise, ceux qui la font vivre au quotidien, les clients et les salariés ?

Quelles leçons tirer pour la pratique du métier d'assureur ?

La crise financière actuelle est souvent décrite comme une crise des nouvelles techniques financières. Pour un assureur, elle peut être vue comme une crise liée au non-respect des règles de l'art du métier. Nous pouvons en tirer au moins trois leçons.

Une leçon pour les assureurs

Les assureurs ne sont pas à l'abri de commettre les mêmes erreurs.

Ils ont été tentés ces dernières années par le modèle « *originate and distribute* » pour libérer des fonds propres et allouer ceux-ci à des activités jugées plus profitables. L'arrivée de Solvabilité II peut renforcer cette tendance. La technique de la titrisation a d'abord été appliquée aux risques catastrophiques : la crainte de ne pas trouver de capacités de réassurance suffisantes a conduit certains acteurs à se protéger, en assurance dommages (catastrophes naturelles) comme en assurance de personnes (risque mortalité), en plaçant ces risques de pointe auprès d'investisseurs financiers qui trouvaient là des obligations dont le rendement était décorrélé de la conjoncture économique. Mais, plus récemment, la titrisation a été utilisée de manière plus large que pour se protéger des seuls risques de pointe. Il faudra veiller à garder en mémoire les leçons de la crise des « *subprimes* » si cette tendance se développait, afin que le processus de souscription demeure rigoureux.

Deux leçons pour les gouvernements

L'assurance et la banque, deux métiers différents

Face au développement de la crise financière, il est tentant pour les gouvernements de décider qu'il n'existe qu'une seule industrie financière. Les acteurs économiques peuvent d'ailleurs entretenir cette confusion, les banques proposant désormais des produits d'assurance pour rentabiliser leurs points de vente, les assureurs leur emboîtant le pas en proposant des produits bancaires. Nous sommes convaincus qu'il s'agit de deux métiers différents dans leur essence, l'un consistant à souscrire du risque (l'assurance), l'autre consistant à l'intermédier (la banque). Un groupe financier peut décider de pratiquer les deux métiers, mais cela ne veut pas dire que les mêmes règles prudentielles doivent s'appliquer.

L'assurance est un métier de long terme

L'assureur n'est pas un commerçant comme un autre. Le cycle de production est inversé, il souscrit d'abord un risque et ne connaîtra la rentabilité de l'opération que des années plus tard, selon qu'un sinistre se sera produit ou non. En termes de diffusion de l'information, vouloir lui appliquer des exigences de court terme, ou si les résultats semblent bons, de reprise de provisions, ou de baisse des tarifs, est économiquement absurde et financièrement dangereux. On voit où l'obsession de la profitabilité à court terme a conduit les acteurs du « *subprime* ». L'assureur doit exercer son activité en se projetant sur le moyen terme, dans sa politique de souscription comme dans sa politique tarifaire. Cela étant posé, toute la difficulté du métier est de respecter ce principe quand la concurrence tarifaire fait rage !

Bibliographie

CAILLETEAU Pierre, « Archeology of the crisis », *Moody's global financial risk perspectives*, January, 2008.

KRAHNEN Jan P., « How to revitalise the credit market in one step » (« *The so called first loss pièce, or equity tranche, should permanently be held by the originator* »), *Financial Times*, September 28th, 2007, pp. 11-11.

MUNCHAU Wolfgang, « This is not merely a subprime crisis », *Financial Times*, January 14th, 2008.

PFLIMLIN Étienne, « Northern Rock : du sociétaire au contribuable », *Le Monde*, 7 février, 2008.

Crise des « *subprimes* » : assurance et assurabilité

Kadidja Sinz

ACE Europe

La nouvelle crise financière mondiale actuelle, provoquée par la baisse de la valorisation, voire la non-liquidité d'instruments financiers utilisant le rendement de prêts immobiliers américains à risque, engendre déjà une augmentation importante des mises en cause à l'encontre des institutions financières et de leurs dirigeants aux États-Unis et en Europe. Ces mises en cause émanent à la fois des actionnaires, des clients particuliers ou institutionnels et du régulateur.

Quelles seront les pertes enregistrées par les assureurs au titre des garanties d'assurance délivrées aux institutions financières ? En quoi cette crise est-elle différente des précédentes ? Débordera-t-elle sur les entreprises industrielles et commerciales ? Quelles leçons allons-nous en tirer ? S'il est encore trop tôt pour aboutir à des conclusions, quelques pistes de réflexion peuvent d'ores et déjà être dégagées.

Certains analystes décrivent d'emblée la crise actuelle comme une crise d'un modèle de capitalisme. Si tel était le cas, au-delà de leçons pour une analyse affinée des risques, il faudrait évaluer les grands équilibres financiers de la branche responsabilité des dirigeants, voire de la responsabilité professionnelle des institutions financières, car les règles du jeu pourraient être modifiées.

En février 2008, Christopher Cox, chairman de la SEC (Securities and Exchange Commission), décrivant ses priorités pour l'année en cours dans le contexte de la crise dite des « *subprimes* », indique : « *Nous avons déjà engagé une action pour établir les possibilités de l'existence de fraudes ou de manquement aux obligations fiduciaires portant sur les CDO* [1]. *Entre autres problèmes que nous rencontrerons cette année, nous devrons déterminer si les banques ou sociétés d'investissement ont représenté de manière adéquate, à la fois dans leurs déclarations auprès de la SEC et par les informations données au public, ce qu'elles savaient à propos de leur portefeuille CDO et leur valorisation.* »

La SEC cherche également à savoir si les banques ont exercé une action de due-diligence suffisante avant de vendre des « *mortgage backed securities* » et si, le cas échéant, elles agissaient sur la foi d'informations privilégiées.

Ces déclarations montrent la détermination des autorités boursières américaines à rechercher à la fois l'existence de fraudes éventuelles et de problèmes liés à la qualité de l'information donnée aux marchés. Les résultats de ces investigations serviront, le cas échéant, à étayer les plaintes enregistrées émanant d'actionnaires et de clients.

Le 17 mars 2008, Alan Greenspan déclare au *Financial Times* : « *L'actuelle crise financière qui frappe les États-Unis sera vraisemblablement jugée, en*

rétrospective, comme la plus dévastatrice connue depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. » On entrevoit ici que les montants des pertes seront tels que l'on devrait assister à une nouvelle vague de règlementations et que cela donnera matière à de nombreuses mises en cause lors de la recherche des responsabilités de la crise.

Quelle sera la part des pertes portée par les assureurs et, en particulier, par les assureurs des institutions financières ?

Crise et risques

Depuis les trente dernières années, chaque crise financière a posé avec de plus en plus d'acuité les questions de la responsabilité des dirigeants d'entreprises dans la genèse et la gestion de crise. Par ailleurs, l'ouverture de marchés financiers mondialisés renforce la nécessité d'une information transparente – fondée sur des principes acceptés par tous – due aux actionnaires et clients.

Des réponses ont été données au niveau national et international par :
- la mise en place de législations supplémentaires ;
- l'élaboration de codes de conduite ;
- la définition de bonnes pratiques ;
- et, enfin, la mise en œuvre de nouvelles normes comptables.

Un effet de ces mesures est que les responsabilités des opérateurs économiques se multiplient et, par là, le champ d'application des garanties proposées par les assureurs.

À l'intérieur de l'entreprise, par la mise en place de règles de bonne gouvernance revues, le législateur a cherché à améliorer la direction stratégique de l'entreprise. Il y a eu un rééquilibrage des pouvoirs en vue d'une prise de décision plus collégiale, avec un rôle accru donné aux administrateurs indépendants. D'une part, on a renforcé les contrôles réalisés par le conseil d'administration par le biais des comités d'audit, des comités de rémunération, de la création de la procédure de « *whistle blowing* »… D'autre part, le mode et le montant de la rémunération du dirigeant, ainsi que l'étendue de sa responsabilité personnelle, sont au centre des débats actuels.

Une information plus transparente aux actionnaires et investisseurs doit assurer une fluidité et une stabilité accrues des marchés (SOX, *Sarbanes-Oxley Act*, aux États-Unis ; LSF, loi sur la sécurité financière, en France…).

Des mécanismes de prévention des risques majeurs – ceux qui pourraient mettre en cause la viabilité même de l'entreprise – sont généralisés pour garantir la fiabilité et la pérennité des entreprises.

Enfin, les consommateurs eux-mêmes sont aujourd'hui au centre des préoccupations des pouvoirs publics. La qualité de leur protection est un élément de confiance destiné, entre autres, à contrebalancer l'internationalisation de l'offre.

Les assureurs de la responsabilité personnelle des dirigeants d'entreprises et de la responsabilité professionnelle des entreprises et institutions financières vivent en direct ces évolutions. Ils aménagent leurs offres et affinent leurs analyses de souscription, alors que chaque crise provoque une augmentation des réclamations et une sinistralité à la fois plus fréquente et plus élevée.

L'impact financier des réclamations liées à la crise des « *subprimes* »

Les analystes de l'assurance, dans une étude de mars 2008, évaluent les pertes potentielles spécifiquement liées aux prêts des « *subprimes* » à huit milliards USD.

Ce montant est à replacer dans le contexte de plus de trois cents milliards USD de diminution d'actifs engendrés à ce jour, touchant plus de cent trente entreprises. Cette estimation ne concerne que les pertes liées à l'activité d'assurance et non les pertes d'investissement des assureurs. Elle ne prend pas en

compte des sinistres liés en général au crédit mais non adjoints directement aux prêts « *subprimes* ».

Notons aussi que, à ce stade, il est trop tôt pour savoir si les entreprises industrielles ou commerciales seront touchées par des réclamations d'actionnaires qui seraient fondées sur l'existence d'un investissement dans ces instruments financiers de type CDO, et s'il y a eu nécessité, le cas échéant, de procéder à une réévaluation de leurs bilans – y compris en raison de l'obligation de valoriser les créances sur le principe de la « *fair value* ». Si tel devait être le cas, nous verrions une forte augmentation des réclamations contre les dirigeants des entreprises hors du secteur financier.

Cette estimation de la sinistralité portée par les assureurs est fondée sur une analyse des sources de réclamations et des responsabilités en cause. La typologie des contrats d'assurance en jeu est variée et les problématiques de couverture sont complexes en raison des caractéristiques de la crise actuelle.

La perte financière afférente aux prêts « *subprimes* » est d'abord liée à une détérioration du prix de l'immobilier. En effet, même si l'on peut discuter la qualité de l'étude de la capacité de remboursement des emprunteurs concernés, le mécanisme de prêt, fondé à la fois sur des prêts à taux variables et sur l'augmentation de la valeur du bien financé, pouvait apparaître comme justifiable. Or, la seule perte financière ne fait pas l'objet de couvertures d'assurance. Il ne s'agit pas d'un sinistre lié à un dommage de type catastrophe naturelle ou résultant d'une fraude caractérisée – sinistres qui sont, entre autres, des faits générateurs classiquement garantis par les assureurs. Il est également difficile de déterminer un fait déclenchant, spécifique et clairement identifié, générateur de la crise.

Les commentateurs voient déjà là une différence avec les crises précédentes pour les assureurs car les pertes actuelles sont déconnectées d'un acte répréhensible individuel ou collectif. Cela explique d'ailleurs la recherche par la SEC de l'existence d'actes de fraude ou de désinformation qui, en revanche, constitueraient des faits matériels plus clairs à appréhender par les assureurs. C'est pourquoi les réclamations actuelles sont fondées, d'une part, sur l'existence ou non d'une information adéquate des actionnaires et, d'autre part, sur l'existence d'une information claire et respectueuse des droits des clients. D'ailleurs, les questions de couverture qui se poseront aux assureurs le seront dans le cadre de l'analyse spécifique de chaque réclamation, et non sur le fondement de pratiques prohibées et généralisées dans le domaine financier.

En février 2008, on compte aux États-Unis entre 191 et 278 réclamations liées à la crise des « *subprimes* » – et on assiste à un triplement du nombre des réclamations en janvier 2008 par rapport au mois précédent. Les réclamations émanent d'investisseurs, de parties au contrat ou de clients.

Fondement des réclamations et enjeux de couverture

Dans la mesure où les responsabilités engagées envers chacune de ces catégories peuvent être qualifiées de professionnelles (par opposition à contractuelle), elles peuvent être prises en compte soit par l'assurance de la responsabilité des dirigeants, soit par la responsabilité civile professionnelle des institutions financières et des courtiers financiers.

On rappellera ici que l'assurance responsabilité civile des dirigeants couvre leur responsabilité personnelle vis-à-vis de tiers actionnaires, pour leur compte ou pour celui de l'entreprise, créanciers, employés...

L'étendue et le caractère civil ou pénal de cette responsabilité – de même que si l'entreprise est cotée en bourse ou non – sont plus ou moins importants selon les juridictions. Il convient, à cet égard, de noter qu'une société et ses dirigeants peuvent être soumis dans leurs rapports avec les actionnaires au Droit de leur siège social, comme à la loi du lieu de cotation.

La mise en cause de la responsabilité personnelle des dirigeants des institutions financières provient d'actionnaires (par le biais aux États-Unis de « *class*

actions ») et intervient sur le fondement d'un manquement aux obligations (*fiduciary duties*), de la violation de lois fédérales ou de lois boursières ; elle porte sur la manière de traiter les risques liés aux prêts « *subprimes* » et surtout sur l'information donnée aux actionnaires (aujourd'hui plus de 70 % des réclamations à forte sévérité potentielle).

L'évaluation de la sinistralité RC (responsabilité civile) des dirigeants liée aux « *class actions* » tient compte de la moyenne du montant des transactions (ventes et achats d'actions), en fonction de la variation de la capitalisation boursière pendant la période incriminée.

Elle est pondérée par la variation de la capitalisation directement liée aux « *subprimes* ».

Elle intègre la rétention des institutions financières et du montant moyen des garanties achetées par celles-ci. Aux États-Unis, de nombreuses institutions financières n'ont couvert que les responsabilités personnelles directes des dirigeants, et non les cas où l'entreprise a une obligation d'indemnisation des dirigeants pour des dommages et intérêts qu'ils doivent personnellement verser pour le compte de l'entreprise. Ce facteur diminue partiellement les montants restant à la charge des assureurs.

Il est tenu compte également de prévisions de coûts de frais de défense et de la probabilité de la certification des classes d'actionnaires dont on estime qu'elle sera inférieure à d'autres types de « *class actions* ». En effet, les actions de groupes aux États-Unis doivent être agréées avant d'être admises à ester en justice. Le réclamant doit prouver que sa perte est similaire aux autres pertes de sa classe et qu'il est suffisamment représentatif de la classe pour pouvoir agir pour leur compte.

La deuxième catégorie de réclamations vient des clients, au sens large, qui arguent du manquement aux obligations d'information sur la nature des produits ou services vendus et les risques d'investissement afférents. Il s'agit là de la responsabilité professionnelle des opérateurs financiers ; son étendue varie selon la qualité « professionnelle » ou non des clients concernés.

Dans chaque cas de figure, la réclamation ne pourra être fondée sur la seule perte économique liée à la baisse du marché immobilier et la valeur des instruments adossés, mais devra reprendre des éléments objectifs attachés, d'une part, à la qualité de l'information, et, d'autre part, aux mesures de prévention de risques.

On peut distinguer trois catégories de réclamations.

Les réclamations liées à l'achat d'immobilier résidentiel adossé à un prêt « *subprime* » : ces réclamations émanent des clients emprunteurs, sur le fondement de la responsabilité civile professionnelle. Elles allèguent le manque d'information, mais aussi des pratiques discriminatoires (plus d'une quarantaine à ce jour sous forme ou non de « *class actions* »). Sur ce dernier point, on indique une surreprésentation des minorités dans les catégories socioprofessionnelles touchées par la crise. Les assureurs des emprunteurs réclament sur la foi d'informations fausses sur la qualité des emprunteurs, eux-mêmes, ou des biens sous-jacents. Enfin, les pratiques de vente des courtiers sont mises en cause.

Les réclamations adjointes au groupement, à la titrisation de ces prêts et leur *rating*, c'est-à-dire à la création des instruments financiers : celles-ci concernent, au-delà des institutions financières, les agences de *rating*, les sociétés de titrisation, les offreurs d'obligations...

Les réclamations concernant la vente des instruments financiers adjoints aux prêts « *subprimes* » : elles intéressent les conseillers financiers, mais aussi les entreprises ayant une part substantielle de ces instruments dans leur capital.

On mentionnera également plus d'une cinquantaine d'investigations des autorités réglementaires et boursières aux États-Unis et en Europe.

Les problématiques de couverture du risque par les assureurs nécessitent de répondre préalablement aux questions suivantes :

- Selon les juridictions, quel était le degré de connaissance de l'assuré au regard des problèmes liés aux « *subprimes* » et quelle était la qualité de l'information

de souscription donnée par l'assureur ?
- Y a-t-il eu conduite frauduleuse ou acte intentionnel ?
- Quelle est la nature de la réparation recherchée par le réclamant ?
- Peut-il y avoir le paiement (aux États-Unis) de dommages et intérêts punitifs ?
- Les frais de défense engagés sont-ils liés ou non aux seuls frais encourus dans le cadre d'un sinistre couvert ?
- Quelle est l'analyse exacte des composantes de la perte financière subie par le réclamant (la seule perte liée à une variation du marché ne pouvant être prise en compte) ?
- Quelles réclamations feront l'objet d'une transaction amiable ?

Évolution attendue de la sinistralité

L'impact de la sinistralité touchera directement, généralement, les assureurs d'institutions financières.

Les années de souscription majoritairement touchées seront 2007 et 2008, dans la mesure où les contrats d'assurance sont essentiellement des contrats dits en base réclamation. En l'occurrence, il faut retenir la date de la première réclamation pour déterminer l'assureur touché, et non la date du prêt ou d'achat de l'instrument financier.

La plupart des prêts « *subprimes* » ont leur origine en 2005 et 2006 : leur montant représentait alors jusqu'à 20 % des encours aux États-Unis. Dans la mesure où ces prêts devenaient à taux variable dans le temps, en 2007, on a compté que 32 % de ceux-ci avaient un risque de défaut aggravé. En 2008, encore 23 % doivent revenir à taux d'intérêt variable, et donc fragiliser la situation financière des emprunteurs.

La mise en place de mécanismes de refinancement et l'annonce d'un marché immobilier actif à la baisse, mais soutenu, peuvent ralentir le rythme des défaillances.

Toutefois, la liquidité des véhicules financiers créés à partir de ces prêts reste un point d'interrogation.

De surcroît, les obligations créées par les trusts contenant ces RMBS (*residential mortgage backed securities*) ont fortement augmenté.

Les CDO sont structurés en tranches :
- les AAA réassurés par des *monolines*, mais aussi par des banques et les assureurs ;
- les tranches mezzanines (AA à BB) ;
- et les tranches *equity* (sans *rating*).

Si l'on peut considérer un probable ralentissement des réclamations venant des clients, on envisage une aggravation croissante des réclamations émanant des actionnaires et des clients *corporate* de ces instruments financiers.

Si l'on devait assister aux défaillances d'autres catégories d'emprunteurs immobiliers, la sinistralité augmenterait encore davantage.
Par ailleurs, si la sinistralité pour les assureurs a d'abord été américaine, elle s'étendrait plus largement à travers le monde.

Leçons et pistes de réflexion

À ce jour, du point de vue des couvertures d'assurance, seules celles accordées aux institutions financières sont concernées ; il s'agit là d'un marché proportionnellement restreint et donc peu susceptible, seul, de mettre en cause les grands équilibres.

Cependant, quelques sujets de réflexion s'imposent.

En collaboration avec les banquiers, les assureurs ont accompagné le travail sur la quantification et la réduction des risques dans le cadre de Bâle II. Dans la mesure où certains fondamentaux dans l'analyse des vulnérabilités vont sûrement être revus et que les exigences en fonds propres – et en particulier ceux consacrés à l'émission d'instruments financiers complexes – devraient augmenter, une nouvelle analyse du risque bancaire devra sans doute être menée. Si l'on devait s'orienter vers une réflexion fondée sur les activités des différents acteurs, et pas seulement par

typologie (banque de dépôt, banque d'investissement...), la souscription devrait s'affiner.

La souscription des risques des entreprises du capital-risque devra davantage encore analyser les effets de levier utilisés et la répartition de leur portefeuille. Récemment, avec des taux d'intérêt bas, ce secteur a pu maximiser le rendement par action de façon extrêmement profitable. Dans le futur, une attention particulière à la qualité de l'information sera accordée par les assureurs.

La jurisprudence sur la responsabilité du banquier devrait se renforcer et, ainsi, à la fois clarifier et améliorer le risque, donc réduire la fréquence. Néanmoins, les sinistres seront plus élevés en raison de la sévérité du juge et aussi de la possibilité de recourir aux actions de groupe qui se diffusent ces dernières années à travers l'Europe.

Des critères additionnels de gouvernance, tenant davantage compte de la typologie des actionnaires et augmentant les responsabilités vis-à-vis des parties prenantes (*stakeholder*), verront sans doute le jour. Les garanties de la responsabilité des dirigeants devront s'adapter.

Note

1. Définition du dictionnaire Vernimmen : Collateralised debt obligation - *Titres de dettes émis par une structure* ad hoc*, souvent véhicule de* titrisation*, qui achète et détient des obligations émises par des entreprises ou des banques (on parle alors de Collateralised bond obligation) ou des prêts bancaires (on parle alors de Collateralised loan obligation). Les* CDO *permettent : de rendre liquides des titres que ne le sont pas spontanément ; aux banques de se refinancer auprès d'investisseurs qui souhaitent prendre un* risque *sur un portefeuille de dettes,* risque *qui peut être plus ou moins élevé selon la nature des dettes détenues par le* véhicule *et le rang de priorité plus ou moins élevé des dettes émises par le véhicule.*

Bibliographie

Advisen, « The subprime meltdown and D+O insurance : an Advisen briefing abstract », September 24th , 2007.

Advisen, « The crisis in the subprime Mortgage and Global Credit Markets : The impact on D+O and E+O insurers », Special report, February 11th , 2008.

Advisen, « The spill over effect : Will U.S. Style Lawsuits catch on in Europe ? », Asset Securitization Report, March 11th , 2008.

CARRICK JF Mc, « Subprime claims : D+O and E+O Liability and coverage implications », Advisen, 03 octobre, 2008.

DAMMANN Reinhard et PODEUR Gilles (White and Case), « La crise du subprime et la responsabilité bancaire », Blog Dalloz, 1er février, 2008.

FABRA Paul, « Une accablante faillite intellectuelle », *Les Échos*, 14 mars, 2008.

FABRA Paul, « Les manipulations du capital », *Les Échos*, 28 et 29 mars, 2008.

« Le Crédit responsable », Dossier, Contributions réunies et présentées par Xavier Lagarde, *Revue de droit bancaire et financier*, n° 5, dossier 20, septembre, 2007.

National Underwriter P+C, « Analyst ups estimate of D+O/E+O Subprime impact to USD 8-9 Billions », January 28th, 2008.

« Securities Law 360 SEC to focus on Subprime issues » in Bailey Sommers February, 19th , 2008.

La crise financière, les assureurs et l'économie de l'information

Éric Lombard

Président-directeur général, BNP Paribas Assurance

Mathieu Mucherie

Économiste de marché, BNP Paribas Assurance

La crise financière en cours depuis l'été 2007 a notamment pour origine des mécanismes qui sont au cœur de l'expertise des assureurs et que l'on regroupera sous le vocable d'économie de l'information (asymétrie d'information, aléa moral et antisélection). Il apparaît que les modèles sont à la fois indispensables et insuffisants dans un environnement incertain et complexe : l'imperfection de l'information doit être compensée par une grande attention portée aux comportements concrets des agents. Cette démarche impose une humilité constante, une certaine culture du cycle et la mise en place d'un dispositif efficace d'incitations ; dans ce sens, nous présentons brièvement quelques pistes de réflexion à la fin de cet article.

Sur le marché immobilier du sud de la Californie – près de la moitié des crédits « *subprimes* » étaient localisés dans cette seule région –, l'aléa moral et un réseau de connivences appuyé sur des incitations biaisées ont alimenté le mécanisme de la sélection adverse et entraîné des risques démesurés. Ces risques ont ensuite été transférés à une chaîne d'acteurs de plus en plus éloignés de Los Angeles. La crise que nous traversons puise ses origines dans une sous-estimation de l'incertitude, une incompréhension de sa nature systémique et une mauvaise tarification du risque ; puis elle s'est accélérée en raison de l'imperfection de l'information. Les assureurs peuvent apporter une contribution au débat dans la mesure où leur métier se situe au cœur des problématiques de l'économie de l'information, de la gestion de l'aléa moral et de l'antisélection en particulier.

Il peut être utile de se référer à un grand texte pour comprendre les spécificités du métier d'assureur et les défis que nous devons relever dans le contexte d'une crise globale marquée par une très nette réévaluation du risque. Dans le chapitre quatorze de son livre *Harmonies économiques*, intitulé « Des salaires », Frédéric Bastiat (1850) avance que le phénomène de l'assurance a pour point de départ l'aversion que suscite le « fait de l'incertitude » : « *Les hommes aspirent avec ardeur à la fixité. Il se rencontre bien dans le monde quelques individualités inquiètes, aventureuses, pour lesquelles l'aléatoire est une sorte de besoin. […] Les hommes pris en masse aiment à être tranquilles sur leur avenir, à savoir sur quoi compter, à pouvoir disposer d'avance tous leurs arrangements […] Ils préfèrent des chances connues à des chances inconnues, une multitude de petits risques à un grand […] ce qui importe le plus, ce n'est pas d'économiser quelques francs, c'est d'acquérir*

le repos, la tranquillité complète […] ». Bastiat note ainsi que la création des assurances permet de puissants progrès tels que :
- la réduction de l'ignorance : l'assurance développe au sein de la société le sens du calcul et une connaissance expérimentale. L'assureur mutualise les informations et fait de la connaissance un instrument de bien-être collectif. Mais la connaissance est nécessairement très incomplète et l'information est plus délicate à collecter et à interpréter que les modèles économiques standards ne le supposent.
- la mutualisation : si une maison vient à brûler à Vierzon, des assurés à l'autre bout de la planète tiennent leurs cotisations disponibles. Il n'y a plus de limites spatiales à la solidarité. Nous verrons plus loin que cette interdépendance croissante comporte un versant plus sombre, par exemple lorsque certains acteurs doivent endosser les conséquences d'engagements qu'ils n'ont pas pris.
- la naissance de toute une industrie de la gestion du risque : l'assurance conduit à une division du travail puisque les individus se consacrent à leurs activités tout en négligeant la gestion des risques car ils savent que d'autres acteurs se spécialisent, eux, dans cette activité. Encore faut-il que les assurances soient confiées à des professionnels. Or, depuis quelques années, la finance a développé des garanties d'assurance sans appliquer les précautions spécifiques à ce type d'engagement.

Notre réflexion sur la crise en cours s'articulera autour de ces trois axes.

Ignorance et assurance

Le point de départ : la connaissance incertaine

Notre approche du métier d'assurance est ancrée dans une philosophie qui fait de l'ignorance le fait primordial. Le premier facteur d'incertitude réside dans l'hétérogénéité de nos clients et dans l'imprévisibilité de certaines situations extrêmes. Les individus n'ont ni la même aversion pour le risque ni le même taux de préférence pour le présent. Ils achètent une assurance contre le vol ou contre le feu si, et seulement si, leur méconnaissance de la date du cambriolage ou de l'incendie, jointe à leurs doutes sur les probabilités et les conséquences financières de ces événements, les incite à transférer le risque vers des professionnels. Dans un monde prévisible, il n'y aurait certes plus d'erreurs mais… plus d'assureurs non plus. L'imprévisibilité n'est pas la preuve que le marché est un chaos, elle signifie que l'homme peut s'insérer dans le monde pour le modifier. C'est donc une condition de la liberté qui permet à l'assureur de servir ses clients et d'en retirer des profits. Mais dans un monde incertain, il n'y a pas de profit certain.

Dans un monde parfaitement connaissable, il suffirait de collecter de l'information. Mais le monde des assureurs n'est pas tant risqué qu'incertain : il est toujours délicat d'évaluer la probabilité d'apparition d'événements dont on connaît mal les contours. Dans une crise comme celle de la grippe aviaire, on est clairement sorti du domaine des probabilités ; les techniques classiques de modélisation des risques ne suffisent pas. L'assureur doit avoir de l'imagination, et, malgré tout, il va de toute façon affronter des situations qu'il n'a pas supposées.

Les illustrations ne manquent pas au cours de la période récente. Par exemple, en ce qui concerne l'immobilier américain, les modèles n'intégraient pas suffisamment le cas de figure où les prix baissent. Le caractère cyclique du secteur résidentiel a été largement sous-estimé. La prime de risque demandée reflétait les différences entre emprunteurs quant à leur capacité à rembourser, sans tenir compte de l'impact sur eux d'un cycle économique complet [1]. Ajoutons que la politique d'octroi était fondée sur le patrimoine potentiel des ménages et, en réalité, sur la double hypothèse implicite d'une montée continue du prix des maisons et de taux d'intérêt bas, et non sur la projection de leurs revenus.

Facteur d'accentuation de l'incertitude, les marchés permettent de plus en plus le transfert des

risques, ce qui a pour conséquence que les institutions qui gèrent les risques peuvent être très différentes de celles qui sont en prise directe avec les emprunteurs [2]. Il existe ainsi des effets d'agrégation tels que nous ne pouvons être certains d'atteindre nos objectifs, même si nous avons *a priori* employé tous les moyens appropriés.

Enfin, il n'est pas efficace de demander à chaque investisseur d'analyser l'ensemble des risques qu'il souscrit. Pour illustration, les sociétés américaines qui couvrent des obligations adossées à des prêts hypothécaires avaient assuré des quantités de « CDO (collateralized debt obligations) square ». Or pour un simple CDO « au carré » constitué de 125 CDO différents, il nous faudrait connaître l'information relative à 9 375 émetteurs. Un certain degré de confiance dans le système qui structure les véhicules est donc nécessaire. Encore faut-il que cette confiance ne soit pas aveugle mais fondée sur des processus et des systèmes d'information qui la justifient.

Au total, l'assureur a une relation très spécifique à la connaissance, au temps et au risque [3]. Il a également une façon particulière d'envisager l'information.

Subjectivité et information imparfaite

Avant 2007-2008, les marchés avaient pris l'habitude de penser que le risque était objectivable et chiffrable. Cette crise nous rappelle que le risque est essentiellement affaire d'hommes, fonction de leurs comportements, de leurs relations et de leur subjectivité.

Le déroulé de toute opération de couverture de risques dépend non pas des seules caractéristiques financières de l'opération mais également de la fonction d'utilité du souscripteur, à savoir de l'idée que le souscripteur se fait de la satisfaction qu'il en tirera. Cette fonction d'utilité est beaucoup plus difficile à appréhender pour les contrats que pour les marchandises. L'interprétation du contrat et le contexte durant lequel il s'exécute jouent un rôle important. Toute gestion de risque impose par conséquent la prise en compte d'éléments subjectifs en complément aux statistiques. Si l'assureur doit comprendre les fonctions d'utilité de ses clients pour réussir, il lui faut bien connaître ses contemporains.

Pour les économistes néoclassiques, l'information est une marchandise objective qui peut être entreposée sur n'importe quel support, comme un stock de données statistiques. L'hypothèse est assez forte : une information circulant instantanément et sans coût. L'information subjective des assureurs est très différente : essentiellement pratique (relative à un certain lieu et à un certain moment), dispersée (coûteuse à extraire) et difficilement exprimable (elle dépend de la subjectivité de l'individu qui la détient). L'analyse des comportements permet de modérer les logiques agrégatives et les raisonnements à la moyenne, mais elle rend l'information délicate à décoder. Comme dans les modèles de la théorie des jeux, où il n'est pas possible pour un acteur de connaître les stratégies des autres acteurs, chacun agit de façon cloisonnée ; ce n'est qu'en répétant le jeu que la confiance peut s'établir, raison pour laquelle les relations que nous entretenons avec nos clients doivent s'inscrire dans la durée.

Traitement de l'information et mutualisation des risques

Ce qui est particulièrement frappant dans cette crise, c'est la défiance entre les banques sur la qualité de l'information. Il y a aussi une opacité concernant le degré de diffusion des risques générés par l'empilement des produits structurés de taux, concernant l'activité des nouveaux acteurs (*hedge funds*, fonds souverains) ou les techniques de valorisation des ABS (*Asset backed securities*) et autres CDO d'ABS, par exemple. L'opacité conduit à un surcroît de volatilité, à des rumeurs parfois autoréalisatrices, à un *flight to quality* et à la ruée vers le monétaire ou vers les *commodities*. Par ailleurs, le jeu du *mark to market* implique probablement des décotes excessives aujourd'hui [4].

Asymétrie d'information, aléa moral, sélection adverse : pour les assureurs, ces concepts remis au centre des analyses par la crise actuelle sont bien connus ; ils forment l'ossature du métier. Il en est de même des banquiers pour certaines de leurs activités. Depuis toujours, on admet que l'emprunteur en sait davantage sur sa capacité de remboursement que le prêteur : c'est l'information asymétrique. Cette précision paraît anodine mais, dans un monde où la qualité du service rendu dépend de plus en plus du sérieux des procédures et de la capacité singulière des agents, il devient difficile de postuler, avec la théorie néoclassique, une qualité homogène et parfaitement connue de tous.

Le fait de profiter d'un contrat qui protège d'un événement incite les agents à avoir des comportements qui augmentent la probabilité de cet événement. C'est un problème classique : l'assuré peut cacher un risque à l'assureur, ou prendre plus de risques une fois assuré ; c'est l'aléa moral. L'équité va dépendre de la loyauté de celui qui peut cacher les défauts du service offert en échange. C'est bien connu en matière d'assurance santé et d'assurance auto où l'assuré connaît mieux que l'assureur les risques liés à sa manière de conduire sa vie ou sa voiture. C'est moins évident – mais de plus en plus net – dans le domaine des marchés financiers. La quasi-certitude d'être soutenu par une banque (si l'on est un gros client) ou par l'État (si l'on est le Crédit lyonnais) conduit à prendre plus de risques. La plupart des commentaires critiques sur les initiatives de la Réserve fédérale (Fed) américaine relèvent de cette thématique.

Par ailleurs, il se peut que seules les personnes à haut risque choisissent de s'assurer : c'est l'antisélection ou sélection adverse, lorsque les mauvais risques chassent les bons. Ce biais apparaît sur les marchés où l'ignorance de la qualité réelle favorise la circulation des produits médiocres au détriment des autres de meilleure vertu. La concurrence ne joue plus alors son rôle de sélection des meilleurs, et il est indubitable que le marché hypothécaire américain présentait ces caractéristiques.

Les assureurs ont développé au fil du temps une grande expertise pour contrer une partie de ces comportements, en particulier diverses stratégies (segmentation, diversification des couvertures…) et incitations (menus de garanties) destinées à faire apparaître les informations et les comportements coopératifs ; mais le problème subsiste et il subsistera.

À l'origine de la crise actuelle, on a fait l'inverse de ce qu'il fallait faire : favoriser l'aléa moral et la sélection adverse au lieu de les décourager. En effet, on ne peut pas tout expliquer par l'ignorance. Certes, des particuliers ont contracté des prêts immobiliers avec des taux variables sans comprendre les risques qu'ils prenaient, et les banques qui vendaient des MBS (*mortgage-backed securities*) ne comprenaient pas les risques qu'elles assumaient. Mais on peut avancer une explication plus dérangeante, liée aux incitations. Supposons que vos revenus soient bas, très bas, que vous vouliez acheter une maison en Californie, et qu'un *broker* offre de vous arranger un prêt qui couvrira 100 % du prix… Qu'avez-vous à perdre dans cette transaction ? Vous n'avez mis aucun capital dans l'opération ; la pire chose qui puisse vous arriver – si vous ne pouvez pas faire face à vos échéances et si les autorités ne vous aident pas – est de perdre une maison que vous n'auriez jamais pu habiter dans aucun autre pays au monde. Au fond, le problème tenait à une structure des incitations doublement biaisée et asymétrique : les uns avaient intérêt à révéler ce qu'ils ne savaient pas, et les autres à ne surtout pas dire ce qu'ils savaient. Tous devaient oublier les risques, notamment parce que les agents ne sont pas sanctionnés s'ils ont tort avec tout le monde (alors qu'ils le sont s'ils sortent du marché trop tôt). Tant que les prix de l'immobilier montaient, les deux parties étaient incitées à prendre toujours plus de libertés avec le réel, poussées par des facteurs psychologiques (biais d'optimisme par exemple) et par le secret espoir d'une socialisation des pertes (du fait de la confiance dans la garantie implicite pour les GSE [5] et dans la réactivité de la Fed, en lien avec les souvenirs du *bail out* de la crise des *Savings&Loans*…).

Comme la crise actuelle nous le rappelle, il y a assurance et assurance

La méthode traditionnelle de l'assurance consiste à calculer une prime qui contient deux éléments : d'une part, nos frais et notre profit, et, d'autre part, le risque financier que nous courons en cas de sinistre. Cette partie-là de la prime combine deux éléments en les multipliant : le montant de la perte et la probabilité de l'événement. Cette dernière est estimée à partir de données historiques et des tables actuarielles. La finance a adopté cette méthode de l'assurance à travers les ABS et les CDO d'ABS. Mais adopter une méthode ne signifie pas adopter toute la logique d'un métier...

La crise découle initialement du fait que la prime de risque associée aux prêts « *subprimes* » ne couvrait plus le risque couru en raison des défaillances croissantes dans cette population d'emprunteurs. C'est ici que le mirage des deux prix du risque intervient : la prime exigée par les rehausseurs de crédit a longtemps été trop faible (le tiers ou la moitié seulement du *spread*). Cette mauvaise tarification du risque a permis une opération lucrative intitulée « *negative basis trade* » qui consistait pour une banque à acheter un CDO et, ensuite, à l'assurer auprès d'un rehausseur. Sur les deux prix du risque de crédit, l'un était dans l'erreur, et l'autre était trompeur.

La différence avec le marché de la réassurance de risques classiques est ici intéressante. Le prix de cession peut également être inférieur au prix de l'assurance directe, mais cela provient alors, d'une part, d'une asymétrie d'information « positive » (le portefeuille du réassureur est plus large) et, d'autre part, d'une meilleure mutualisation des risques (le portefeuille du réassureur est plus diversifié).

Un *credit default swap* (CDS) c'est, en théorie, l'équivalent d'une assurance. Le montant de la prime est déterminé par le marché au point de rencontre de ceux qui entendent contracter une telle assurance et ceux qui sont disposés à la vendre. Ce qui détermine le prix est le sentiment général de ce que le panier vaudra à l'arrivée, autrement dit combien de prêts auront été remboursés et combien ne l'auront pas été. Les acteurs disposent–ils des données objectives pour déterminer une valeur probable du panier quand il arrivera à maturité ? Habituellement, oui, parce qu'il est effectué, mois par mois, un suivi attentif des paiements à l'aide notamment de seuils comme les « déclencheurs » (les retards de paiement et les pertes cumulées). Toujours en théorie, les CDS créent une « assurance virtuelle » contre le risque de défaut : ils permettent à des agents qui sont réellement exposés à ce risque de se couvrir mais également à d'autres de s'assurer contre ce risque comme s'ils y étaient exposés. Toutefois, le nombre d'acteurs n'étant pas limité sur ce marché, le volume de ce type d'assurance peut gonfler démesurément [6], créant un risque de système si les assureurs se révèlent insolvables. Là aussi, le parallèle avec le marché de la réassurance est édifiant : les marchés de rétrocession sont gouvernés par les capacités et les limites que pilotent les réassureurs.

En réalité, les événements récents démontrent que cette logique assurantielle des CDS n'est guère comparable à celle développée par les professionnels de la banque et de l'assurance : par exemple, le contrat entre un assureur et son réassureur repose sur un partenariat de long terme, une assistance dans le secteur de l'actuariat, de la souscription, et même de la stratégie. Quelles que soient l'utilité et la beauté formelle des instruments financiers, il leur manque la dimension humaine (le conseil) ; il leur manque, dans le domaine de l'assurance, la relation dans la durée ; et, surtout, il leur manque la connaissance des comportements sans laquelle la gestion des risques n'est rien. Pour schématiser, nous dirons qu'ils correspondent parfaitement au monde pur et objectif de la théorie néoclassique (un homme idéal ou la notion statistique de l'homme moyen dans un monde prévisible), et pas du tout à l'assuré tel que nous le connaissons (en chair et en os dans un univers incertain).

Conclusion

« *Je sais calculer le mouvement des corps pesants, mais je ne peux mesurer la folie humaine.* », déclarait Isaac Newton (1720) après avoir spéculé sur les titres de la Compagnie des Mers du Sud.

Quelles leçons tirer d'une crise aussi complexe ? Que faire ? Nous esquisserons ici quelques pistes.

Si le futur est fréquemment capable de nous surprendre, nous devons posséder un bon jugement et nous préparer sans cesse à des surprises. Les bulles sur le prix des actifs ont de fortes chances de se former à nouveau : une bulle n'est jamais qu'une bonne idée poussée collectivement trop loin ; personne ne sait jusqu'où elle peut monter et nous ne pouvons pas échapper à ses conséquences (et ce, d'autant moins que la globalisation renforce sans cesse les interdépendances). Quelle que soit la finesse des modèles, le futur doit toujours être abordé avec humilité, autrement dit avec une pleine conscience de l'incertitude et des limites qui caractérisent les projections financières.

Par ailleurs, pour qu'un marché évolue sur des bases saines, il est indispensable qu'il repose sur un intérêt commun à agir entre les partenaires, et que, en face d'une crise, les intérêts convergent pour la résoudre. Plus les marchés financiers s'élargissent et se complexifient, plus il faut accorder de l'importance au comportement des agents et, en particulier, veiller à harmoniser les intérêts des différents acteurs sur l'ensemble du cycle économique. C'est pourquoi il est plus important que jamais d'investir dans la connaissance des comportements qui constituent des éléments-clés dans la propagation des risques.

Également, le système des rémunérations en cours dans l'industrie financière a sans doute participé à l'asymétrie des risques. Dans les banques, les bonus versés aux opérateurs peuvent introduire un biais défavorable à l'actionnaire (en cas d'échec des stratégies, c'est ce dernier qui supporte le risque), alors que dans les sociétés d'assurances la moindre utilisation du levier pour les opérations de marché tend à limiter l'asymétrie. Il nous faut tous réfléchir à une structure des incitations qui serait plus respectueuse des intérêts des actionnaires.

Pour finir, si l'on admet que la connaissance ne tombe pas du ciel, qu'elle est le résultat d'un processus de découverte qui se fait en compétition, alors on comprend que l'assureur n'a de rôle véritable que dans une économie concurrentielle diffusant une information crédible. La crise des « *subprimes* » montre que l'on avait fini par appauvrir l'information à chaque maillon de la chaîne, avec pour conséquence une perte du sens critique qui est aussi le sens du risque. Il est indispensable de rétablir un haut niveau d'exigence en matière d'information financière et, surtout, d'exploiter cette dernière avec la vigilance indispensable aux bons jugements.

Notes

1. C'est là une tare de la cote FICO appliquée pour évaluer le risque de crédit des consommateurs aux États-Unis : elle agrège en une note unique la crédibilité d'un individu et la santé du secteur résidentiel.

2. La banque allemande IKB a essuyé de lourdes pertes alors que son implantation aux États-Unis est quasi nulle. De même, les attaques du 11 septembre 2001 ont coûté 35 milliards de dollars de remboursement d'assurance ; les deux tiers furent payés par les réassureurs dont la plupart étaient européens.

3. Au milieu du dix-huitième siècle, Richard Cantillon insistait sur la fonction de « prise de risque » de l'entrepreneur qui se procure tous ses moyens d'activité à un prix certain et revend biens ou services à un prix incertain. L'assurance, elle, est caractérisée par l'inversion de son cycle de production : on établit le prix de vente des contrats sans connaître précisément leur coût réel. Protéger les clients contre une série de chocs implique de reconstituer les provisions financières au fur et à mesure. C'est pourquoi on dit qu'une société d'assurances se gère par le passif et non par l'actif.

4. Dans les crises bancaires du passé, il y a toujours eu une phase de sous-estimation des pertes suivie d'une phase de

surestimation (lors de la crise des Savings&Loans, *par exemple). Ben Bernanke avançait en juillet 2007 des pertes de l'ordre de 50 à 100 milliards de dollars ; on a entendu ensuite des estimations allant jusqu'à 600 milliards et au-delà. Plus les banques annoncent des dépréciations, plus le marché financier se montre défiant, plus les agences de notation dégradent les contreparties, plus les indices ABX chutent, entraînant de nouvelles dépréciations… et ainsi de suite.*

5. Fannie Mae et Freddie Mac, les organismes semi-publics américains chargés d'aider les ménages à accéder à la propriété par le crédit hypothécaire, sont regroupés sous l'appellation des Government Sponsored Enterprises.

6. Le montant d'exposition garanti par les banques et les fonds d'investissement à des CDS s'élève à environ 40 000 milliards de dollars en 2007, soit trente fois plus qu'en 2001.

Les assureurs européens face à la crise actuelle

Olivier Mareuse

Directeur des investissements, CNP [1] Assurances

La crise financière qui se déroule depuis le mois d'août 2007 est marquée par une certaine résistance des sociétés d'assurances. Ce constat est tout particulièrement observé par comparaison avec l'autre grand secteur financier, les banques, qui sont, elles, beaucoup plus durement touchées. C'est en quelque sorte l'inverse de la crise financière précédente, celle de 2001-2003. À l'époque, les sociétés d'assurances, notamment les firmes européennes, avaient été fragilisées ; plusieurs d'entre elles, de premier plan, avaient dû recourir à des augmentations de capital dans l'urgence pour reconstituer leur solvabilité. Dans la crise actuelle, les recapitalisations ont concerné à ce jour de nombreuses banques, mais aucun assureur en Europe.

La présente crise, par son ampleur et sa durée, atteint à des titres divers l'ensemble des compartiments des marchés financiers. Mais elle se caractérise plus spécifiquement par des tensions exacerbées dans deux domaines :

- la très forte dépréciation des titrisations, notamment celles basées sur les créances hypothécaires américaines ;
- l'assèchement radical de la liquidité sur de vastes segments des marchés.

Or, ces deux manifestations principales de la crise concernent moins les assureurs que les banques.

La dépréciation des titrisations : l'exposition limitée des assureurs européens

Certes, la dépréciation des produits de titrisation affecte les assureurs européens, mais dans des proportions qui semblent supportables.

Selon une étude de Raymond James Euro

Equities (avril 2008) portant sur les grandes sociétés d'assurances européennes cotées, les titrisations liées aux créances hypothécaires « *subprimes* » aux États-Unis représentaient en moyenne 0,4 % des placements de ces entreprises. Les expositions varient selon les assureurs de 0 à 1,9 % des placements (hors unités de compte).

Selon la même étude, les CDO (*collateralized debt obligations*) et CLO (*collateralized loan obligations*), qui recouvrent d'ailleurs des créances sous-jacentes de nature et de qualité très diverses, représentaient en moyenne 0,6 % des placements de l'échantillon.

Ces expositions sont donc très limitées. Pour les entreprises d'assurance vie, cela devrait permettre d'absorber l'essentiel des dépréciations des actifs correspondants dans le cadre des mécanismes de participation des assurés aux résultats.

De plus, les assureurs sont des investisseurs de long terme qui ne sont pas dans l'obligation de céder rapidement leurs actifs de titrisation : les pertes « réelles » qu'ils enregistreront *in fine* sur ces actifs correspondront aux défauts de paiement effectifs et non à la dépréciation enregistrée *marked-to-market*. Or, les valorisations *marked-to-market* des divers produits de titrisation intègrent, dans le contexte de marché actuel, des décotes liées à la disparition de la liquidité sur ces véhicules.

Pas de *stress* de liquidités pour les assureurs…

L'assèchement de la liquidité sur les marchés financiers ne met pas en difficulté les entreprises d'assurances. Contrairement aux banques, les assureurs n'ont pas un besoin permanent d'accès à la liquidité du marché pour se refinancer. Comme on le sait, les flux financiers liés à l'activité d'assurance sont « inversés » par rapport à d'autres secteurs : les assureurs collectent d'abord des cotisations auprès de leurs clients, puis les investissent. Ils disposent donc naturellement d'un *cash-flow* net positif qu'ils doivent investir.

Il n'existe pas à ce jour de définition d'un « ratio de liquidité », mesure commune de la liquidité pour les sociétés d'assurances. Un indicateur de ce type serait d'ailleurs intéressant et utile. Il pourrait consister à comparer les actifs « très liquides » (emprunts d'État, placements à échéance de moins d'un an, etc.) détenus par les firmes à une estimation de leur besoin de *cash* dans des hypothèses de *stress*.

Les mesures empiriques et les éléments communiqués par les entreprises d'assurances montrent clairement que la position des assureurs en matière de liquidité reste confortable. Ces constats sont donc plutôt rassurants sur la capacité des assureurs à « faire face » à la crise actuelle : exposition limitée aux titrisations les plus dépréciées, pas de *stress* de liquidité.

… En revanche, une sensibilité à la baisse des marchés d'actions

Néanmoins, les assureurs demeurent sensibles à la baisse des marchés d'actions.

La crise financière s'est, depuis l'été 2007, peu à peu diffusée à l'ensemble des segments des marchés financiers. Tandis que les banques centrales ont pris des mesures pour assurer la liquidité des banques, la crise de liquidité s'est transformée, début 2008, en une crise économique et boursière. Dans ce contexte, les assureurs subissent, en premier lieu, une dévalorisation importante de leur portefeuille obligataire hors emprunts d'État : cela concerne les titrisations et les produits structurés de crédit évoqués précédemment mais aussi, et plus largement, les obligations privées. De février 2007 à mars 2008, le *spread* moyen des obligations d'entreprises notées BBB est passé de 114 à 323 points de base. C'est un élargissement de plus de 200 points de base, ce qui correspond à peu près au scénario de *stress* envisagé

dans les études quantitatives d'impact (QiS3, QiS4) menées dans le cadre de Solvabilité II. Les entreprises d'assurances sont confrontées simultanément à une dévalorisation de leurs portefeuilles d'actions. Les marchés d'actions avaient pourtant relativement bien résisté à la crise jusqu'à la fin de 2007. Après une baisse marquée en août, ils s'étaient bien repris en octobre et l'année 2007 se terminait sur des performances positives. En revanche, ils ont connu, au premier trimestre 2008, un recul rapide et prononcé. L'indice Euro Stoxx 50 a perdu plus de 17 % en trois mois. Une poursuite de la baisse pourrait faire réapparaître, pour les assureurs, des problèmes similaires à ceux qu'ils ont connus en 2002-2003.

Les assureurs sont des investisseurs à long terme en actions, en principe à même de supporter la volatilité des cours. Mais le niveau des engagements que portent les assureurs au passif définit des « seuils » en deçà desquels la baisse des marchés d'actions réduit leur solvabilité. C'est ce qui s'est produit fin 2002, début 2003. Certains assureurs ont alors été conduits, au moment même où les marchés touchaient au plus bas, à réduire leurs positions en actions, parfois massivement. Cela n'est pas le cas jusqu'à présent, d'autant que les assureurs ont tiré les leçons de la crise précédente. Les parts investies en actions sont plus limitées, plus compatibles avec la capacité à résister à des chocs de marché. En moyenne, la part des actions dans les portefeuilles des grands assureurs européens cotés était de 11 % fin 2007 (source : Natixis Securities), soit un niveau sensiblement plus faible qu'en 2002.

La nécessité de limiter des effets procycliques

La régulation prudentielle et comptable de l'assurance doit contribuer à limiter les effets procycliques. Des travaux de refonte majeurs sont en cours qui vont renouveler la régulation de l'activité d'assurance en Europe à la fois au plan prudentiel (Solvabilité II) et au plan comptable (IFRS [2] 2). De ce point de vue, l'enchaînement de la crise actuelle vient nous rappeler combien il est important d'éviter de favoriser les comportements procycliques.

Ne pas susciter des mécanismes d'accélération procycliques susceptibles d'accentuer les difficultés des assureurs quand les marchés sont en crise – et donc d'intensifier lesdites crises de marché – devrait, plus que jamais, constituer l'un des objectifs majeurs de ces réformes.

Le projet de directive Solvabilité II avait intégré cette préoccupation en distinguant deux niveaux de capital : le capital cible (SCR) et le capital minimum (MCR). Il est ainsi prévu que les sociétés d'assurances puissent s'éloigner provisoirement du SCR, par exemple, en cas de grave crise de marché, dès lors que le MCR reste, lui, disponible. Il est important que Solvabilité II conserve cette logique et que le MCR ne soit pas trop proche du SCR, notamment en cas de dégradation de l'environnement de marché.

Les normes IFRS, dans leur application au secteur de l'assurance, doivent de leur côté reconnaître les assureurs comme des investisseurs de long terme.

La crise actuelle montre à quel point il est important que certains acteurs de marché gardent la faculté de juger le couple rendement/risque des actifs, non pas seulement dans la perspective de l'évolution de leurs cours, mais dans l'optique d'une détention longue. Il s'agit alors d'apprécier, non plus le risque immédiat d'une nouvelle dépréciation, mais les *cash flows* futurs que génèreront le titre en question et la probabilité de remboursement au terme.

La position *held to maturity* (HTM) répond certes en théorie à cette préoccupation. Mais elle est assortie d'une grande rigidité. Par exemple, toute vente de titres classée HTM avant leur arrivée à échéance entraîne des sanctions comme la déqualification de tout le portefeuille HTM.

Une réappréciation des risques et de leur rémunération

La crise actuelle comporte certains aspects qui peuvent être positifs pour les assureurs. En particulier, on assiste à une reconstitution des primes de risque sur les marchés pour les différentes classes d'actifs : des *spreads* substantiels se sont reconstitués sur les obligations des banques, des entreprises, et même de certains émetteurs souverains en fonction de leur niveau d'endettement. Ce mouvement est douloureux pour les porteurs de titres (y compris, les assureurs !) ; il est complètement chaotique (sur des marchés disloqués et peu liquides) et comporte des exagérations évidentes. Mais cette reconstitution des primes de risque vient aussi corriger une situation aberrante de faible rendement généralisé et d'écrasement des *spreads*.

Pour les assureurs, en particulier ceux qui disposent d'un *cash-flow* régulier à investir et qui doivent le placer à long terme, la situation qui prévalait sur les marchés en 2005-2006 n'était pas si confortable : elle conjuguait des taux d'intérêt à long terme bas et des niveaux de rémunération à peine différenciés selon les risques pris.

Conclusion

Ainsi, les assureurs européens semblent pouvoir plutôt bien résister à la crise financière actuelle, sous réserve naturellement que celle-ci ne prenne pas des proportions beaucoup plus importantes et n'entraîne alors une crise profonde et durable de l'économie « réelle ». À cet égard, le comportement des marchés d'actions demeure un élément déterminant pour les assureurs.

Notes

1. Caisse nationale de prévoyance

2. International Financial Reporting Standards

Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise [1]

Delphine Lautier

Professeur, Université Paris-Dauphine, DRM-Finance, UMR CNRS 7088

Chercheur associée, École des Mines Paris Tech, Cerna

Yves Simon

Professeur, Université Paris-Dauphine, DRM-Finance, UMR CNRS 7088

A deux exceptions près, les rehausseurs de crédit ont connu entre octobre 2007 et février 2008 un véritable cataclysme. En moins de cinq mois, ces sociétés d'assurance, qui garantissaient en septembre 2007 près de 2 400 milliards de dollars d'actifs financiers, ont failli perdre leur raison d'être et ont vu s'envoler une partie de leur fonds de commerce.

Les rehausseurs de crédit sont les dernières institutions financières touchées par la crise du « subprime ». Sauf à être recapitalisés, ils vont très probablement être à l'origine d'une nouvelle vague de dépréciation d'actifs dont l'impact financier pourrait être supérieur à celui qui a frappé les banques aux troisième et quatrième trimestres 2007.

La fonction économique des rehausseurs de crédit

Jusqu'en 1985, le rehaussement de crédit avait pour finalité d'améliorer (*to up-grade*) la qualité du risque attaché aux titres émis sur les marchés financiers, pour l'essentiel des émissions obligataires réalisées par des collectivités locales américaines. Même si elle n'est plus exclusive, cette finalité demeure très importante. En cas de défaillance de l'émetteur, le rehausseur (*monoline insurance company*) se substitue à l'émetteur. Il garantit explicitement aux détenteurs des titres le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi lors de l'émission obligataire. L'engagement donné aux investisseurs est irrévocable, inconditionnel et demeure en vigueur pendant toute la durée de vie des titres. En fournissant cette garantie, les sociétés de rehaussement de crédit permettent aux titres émis par les collectivités locales de bénéficier d'un *rating* qu'ils ne pourraient obtenir sans leur intervention, et aux émetteurs d'acquitter des taux inférieurs à ceux qu'ils auraient supportés s'ils avaient dû emprunter sans le bénéfice du rehaussement. Initiée aux Etats-Unis en 1971, cette technique fut exportée dans le reste du monde.

A partir de 1985, pour développer et diversifier leur activité, certains *monolines* ont procédé à des rehaussements de produits structurés adossés à des actifs émis par des véhicules de titrisation [2]. Dans un premier temps, furent garantis des titres adossés à des crédits hypothécaires destinés au financement de logement (*residential mortgage backed securities,*

RMBS), au financement de l'immobilier d'entreprise (*commercial mortgage backed securities, CMBS*), à des créances commerciales, à des prêts automobiles, à des actifs divers et variés (*asset backed securities, ABS*). Dans un deuxième temps, les rehausseurs ont assuré des *CDO* (*collaterallized debt obligations*). Cette dénomination générique recouvre des titres adossés à des portefeuilles de titres obligataires (*collateralized bond obligations, CBO*), de prêts bancaires structurés avec un fort effet de levier, et de dettes d'entreprises (*collateralized loan obligations, CLO*). Dans un troisième temps, furent élaborés et garantis des *CDO* de deuxième génération. Cette dénomination regroupe les produits très complexes et potentiellement dangereux que sont les *CDO* d'*ABS* et les *CDO* de *CDO* (*CDO*[2]), etc. Si rehausser des titres émis par les collectivités publiques locales était relativement banal et simple à mettre en œuvre, les procédures sont devenues plus compliquées avec les produits structurés.

A partir de 1995/1998, l'activité des rehausseurs a de nouveau significativement évolué. A cette époque, en effet, se développèrent les titrisations synthétiques. Les investisseurs (*hedge funds*, banques investissant pour leur propre compte, compagnies d'assurance, fonds d'investissement) ayant acheté des *CDO* synthétiques et les structureurs (les banques d'investissement et les BFI – banques de financement de d'investissement – des grandes banques commerciales pour l'essentiel) ayant conservé les tranches des *CDO* qu'ils avaient montés ont cherché à se couvrir contre les risques associés à ces instruments, particulièrement difficiles à valoriser. Ils se tournèrent vers les rehausseurs de crédit, sans doute attirés et confortés par leur note triple A. Ces assureurs leur offrirent une protection contre le risque de dégradation des tranches de *CDO* synthétiques en leur vendant des *credit default swaps*[3] (*CDS*). La dévalorisation des *CDO* et les exigences de la comptabilité américaine (*US GAAP*) ont transformé ces *CDS* (qui étaient, en 1998, bien adaptés aux besoins des rehausseurs) en « arme de destruction massive ».

Les interventions des assureurs *monolines* dans les opérations de titrisation permettaient, bien évidemment, de rehausser des obligations bénéficiant d'une note allant de triple B à AA, inférieure à celle du rehausseur (triple A), mais elles allèrent bien au-delà. Comment expliquer, sinon, que certaines tranches de *CDO* notées AAA super senior aient bénéficié des interventions des rehausseurs ? En fait, le rehaussement de l'émetteur n'était plus le service attendu par les opérateurs. Les interventions des *monolines* avaient pour objet de garantir les investisseurs contre le risque de dégradation potentielle de tranches de *CDO* ou, de manière plus générale, de produits titrisés adossés à des créances hypothécaires. Du rehaussement, on était passé à la garantie financière.

Les sociétés qui apportent leur garantie sont peu nombreuses et bénéficient généralement d'un triple A confirmé par au moins deux, et souvent trois agences de notation. Le triple A n'est toutefois pas obligatoire, comme le prouvaient les notations AA de Kadian et A de ACA Capital (avant que celle-ci ne soit dégradée à CCC). Ces sociétés sont pour la plupart d'origine américaine [4]. Leur activité dépasse cependant leur cadre géographique d'origine, et la plupart d'entre elles ont des filiales européennes et asiatiques.

En juin 2007, les sociétés de rehaussement de crédit assuraient des actifs financiers pour environ 2 400 milliards de dollars. Près de 60 % des titres garantis étaient émis par les collectivités locales américaines. Le complément concernait pour l'essentiel des produits structurés.

La note triple A facilite l'activité des rehausseurs de crédit et constitue une partie de leur fonds de commerce. Afin de protéger cette note, dans 95% des cas, les *monolines* rehaussent le crédit d'émissions bénéficiant d'une notation *investment grade,* supérieure ou égale à BBB. Par ailleurs, avant d'accorder leur garantie, elles procèdent à un examen détaillé des risques auxquels l'émetteur est exposé et proposent, si nécessaire, des modifications dans la structuration de l'émission de manière à les réduire, ce qui est bénéfique pour l'émetteur, l'investisseur et le rehausseur. Une fois sa garantie accordée, le rehausseur surveille l'émetteur et les titres afin de contrôler l'évolution de leur risque, surtout si la valeur des titres assurés est susceptible d'évoluer consécutivement à une modification de l'environnement dans lequel ils s'insèrent.

La dégradation de la notation des rehausseurs

Pour les rehausseurs, la perte de la note triple A induirait des effets en chaîne susceptibles d'avoir des conséquences dévastatrices. La première serait d'assécher leur activité en leur interdisant, de fait, de pouvoir vendre de nouvelles garanties. La seconde, la plus importante, serait d'accentuer les effets dépressifs de la crise du « *subprime* ». La dégradation des rehausseurs induirait une baisse automatique et proportionnelle de la valeur et de la note des titres financiers auxquels ils ont apporté leur garantie, qu'il s'agisse de *CDO*, de produits structurés ou d'emprunts des collectivités locales. Cette chute des cours impliquerait la constitution de nouvelles provisions de la part des investisseurs (lesquels ont déjà provisionné dans leurs comptes en 2007 des milliards de dollars, induisant des pertes qui durent être financées par l'apport de nouveaux fonds propres) détenant des produits structurés et des tranches de *CDO*, ce qui génèrerait de nouvelles pertes. La troisième conséquence serait de contraindre à des ventes forcées d'actifs financiers certains investisseurs institutionnels ne pouvant détenir des titres dont la note est inférieure à triple B, ou A, voire AA.

Or, la dégradation des rehausseurs n'est pas une hypothèse fantaisiste. La détérioration du marché des *CDO* et des financements structurés s'est en effet répercutée sur les résultats financiers des rehausseurs, mettant en danger leur note triple A. La publication des premières pertes enregistrées par les *monolines* au troisième trimestre 2007 a provoqué une forte chute des cours de ceux qui étaient cotés en bourse (MBIA et Ambac) et une baisse – certes moins importante mais significative – du prix des actions de la maison mère de ceux qui ne l'étaient pas (Dexia pour FSA, PMI Group pour FGIC, Natixis pour CIFG). Ces pertes avaient pour origine les moins-values comptables enregistrées par les rehausseurs sur les *CDS* vendus à des investisseurs. Il ne s'agissait pas – pas encore – de pertes effectives, car les *CDO* et les actifs titrisés qu'ils garantissaient n'avaient pas perdu toute valeur, mais la comptabilité américaine exigeait un enregistrement des instruments dérivés (dont les *CDS*) à leur valeur de marché, à l'origine de provisions et de pertes comptables.

L'inquiétude s'est accentuée quand les analystes ont pris conscience de l'exposition des rehausseurs aux crédits « *subprimes* ». Sur la base d'informations fournies par Dexia (la maison mère de FSA), un article de presse – la Tribune du 21 novembre 2007 – a en effet révélé que l'exposition aux crédits « *subprimes* » exprimée en pourcentage des fonds propres atteignait le niveau de 112 pour MBIA, 206 pour Ambac et 693 pour CIFG !

Les pertes du troisième trimestre 2007, l'exposition aux crédits « *subprimes* » et le montant des engagements sur des *CDO* de deuxième génération ont rendu les agences de notation très vigilantes à l'égard des rehausseurs de crédit. Au milieu du mois de novembre 2007, la situation des *CDO* ne cessant de s'aggraver, les agences ont fait connaître leurs inquiétudes quant à la solidité des *monolines* et leur capacité à respecter leurs engagements à l'égard des investisseurs.

Les besoins en capital des rehausseurs de crédit

Pour les agences de rating, la note triple A attribuée aux rehausseurs est justifiée par le fait qu'ils disposent d'un capital (la comptabilité spécifique aux *monolines* parle de « *claims paying ressources* ») suffisant pour honorer leurs engagements. Lorsque cette exigence n'est pas satisfaite, elles envisagent – ou procèdent à – une dégradation. Leurs analyses reposent sur des modèles et des simulations permettant de mesurer les risques auxquels sont exposés les rehausseurs en retenant les scenarii les plus défavorables.

La situation d'un rehausseur est d'autant plus « confortable » qu'il dispose d'un capital excédentaire (*excess capital*) par rapport à celui requis par les agences de notation. La diminution de cet excédent, causée par la détérioration de la valeur des *CDO*, a conduit les agences de *rating* à prévenir les rehausseurs dès le troisième trimestre 2007 qu'ils pourraient

faire l'objet d'une dégradation, puis à les placer sous observation avec implication négative et, enfin, à les dégrader.

Les besoins en capital des rehausseurs sont fonction du volume de leurs engagements et de la qualité des actifs garantis. Tout en tenant compte de ces deux variables, les exigences des agences de *rating* sont devenues d'autant plus pressantes que les rehausseurs ont enregistré de très importantes pertes comptables, dues aux moins-values sur les *CDS* qu'ils ont vendus. Ceci mérite quelques explications.

Ayant accordé aux investisseurs des garanties sur les *CDO* qu'ils détenaient au moyen de *CDS*, les rehausseurs furent contraints (dans le contexte du deuxième semestre 2007 et du premier trimestre 2008) d'enregistrer de très importantes moins-values, car tous les instruments dérivés (y compris les *CDS*), doivent être enregistrés dans les livres comptables à leur prix de marché.

Pourquoi les *CDS* sont-ils à l'origine de moins-values ? Pour une raison très simple tenant à la hausse des primes de risque et à l'apparition d'importantes primes de liquidité dont l'émergence éventuelle avait été occultée par tous les acteurs de la titrisation. Un exemple permet de comprendre. En 2002/2005 – et auparavant – un rehausseur voulant protéger un investisseur contre la dégradation d'un *CDO* lui vendait un *CDS*. A cette époque, les primes de crédit étaient faibles (retenons un chiffre de 10 points de base pour une tranche AAA *super senior*). Au deuxième semestre 2007, toutes choses égales par ailleurs, cette prime pouvait atteindre 200 à 500 points de base.

L'absence de liquidité est à l'origine d'une prime qui s'ajoute au *credit spread*. Indépendamment du facteur liquidité, les *spreads* de crédit se sont eux aussi accrus de manière autonome au deuxième semestre. Ainsi, entre juin et décembre 2007, des actifs de très bonne qualité, dont la valeur intrinsèque ne s'était pas détériorée, ont vu leur prime de crédit s'accroître dans des proportions jamais rencontrées jusqu'alors. On imagine, dans ces conditions, ce qu'a pu être la prime associée à des crédits « *subprimes* » non négociables dont la qualité intrinsèque avait baissé. On comprend aussi que la prime incluant les risques de crédit et la prime de liquidité sur des indices représentant des « *subprimes* » ait pu dépasser 1 500 points de base.

La hausse des primes de liquidité a réduit la valeur de marché de *CDO* dont la valeur intrinsèque ne s'était pas dégradée. Pour les investisseurs couverts par des *CDS*, cette perte potentielle était compensée par des gains, eux aussi potentiels, provenant des CDS achetés aux rehausseurs. Les rehausseurs étant contraints de valoriser ces *CDS* à leur valeur de marché, leurs résultats financiers ont fait apparaître des moins-values, à l'origine de pertes importantes.

Ces moins-values sont-elles préoccupantes ? Oui, si le rehausseur effectuait du *trading* de *CDS*, mais tel n'est absolument pas le cas. Pour les besoins de la couverture offerte à l'investisseur, il doit conserver les *CDS* jusqu'à leur échéance. En admettant que la valeur intrinsèque des *CDO* ne varie pas et que leur note demeure la même (à savoir AAA), les moins-values doivent progressivement disparaître à mesure que l'échéance se rapproche et/ou que les primes de liquidité disparaissent. Les moins-values se transformeront ainsi en reprises sur provisions…, et aucune perte économique ne sera enregistrée. Si, en revanche, le *CDO* perd toute valeur ou si l'émetteur ne peut honorer ses engagements, le rehausseur enregistrera des pertes, mais il retrouvera la situation habituelle de tout *monoline* confronté à un défaut. Il devra se substituer aux engagements pris par l'émetteur.

Les sources de capital des rehausseurs

De nombreuses sources de capital (« *claims paying ressources* ») permettent aux rehausseurs de faire face à leurs engagements.

Le capital statutaire (capital social plus réserves) est la première.

L'émission de nouvelles actions, procédure simple et directe, en est une deuxième. Elle peut être cependant coûteuse et diluer les anciens actionnaires si elle est réalisée à un moment où la valeur des titres a beaucoup baissé.

Troisième ressource, les profits annuels. Dans les années 2000/2006, ils étaient importants. En 2006, pour l'ensemble des rehausseurs américains, ils

s'élevaient à 2,25 milliards de dollars. Leur contribution devrait être beaucoup plus modeste pour l'année 2007, cette baisse étant due aux moins-values générées par l'enregistrement comptable des *CDS*.

Sur le plan juridique et dans le contexte américain, les rehausseurs sont des sociétés contrôlées à 100 % par un holding n'exerçant aucune activité opérationnelle et pouvant avoir d'autres filiales (généralement contrôlées à 100 %) spécialisées dans la réassurance ou dans la gestion d'actifs. Les sociétés *holding* perçoivent des dividendes. En 2005/2006, par exemple, les deux plus importants rehausseurs avaient une capacité de distribution de dividendes de 300 à 500 millions de dollars chacun. Réduire le taux de distribution est un moyen d'accroître le capital des rehausseurs… à condition qu'il y ait des profits !

Les rehausseurs peuvent aussi accroître leurs ressources en s'endettant. Ils peuvent émettre des emprunts obligataires ou des titres hybrides. Ils peuvent également activer des lignes de crédit qui leur ont été accordées par des banques.

La réassurance d'une partie des engagements pris à l'égard des investisseurs est une autre source de fonds potentiellement importante. Elle permet de sortir certains risques du portefeuille de garanties, ce qui réduit le capital requis pour faire face à des pertes potentielles, mais elle n'augmente pas, *stricto sensu*, les *claim paying ressources*.

Si l'augmentation de l'endettement et des fonds propres sont des sources importantes de capital, ce ne sont pas les seules à la disposition des rehausseurs. A côté de ces ressources externes, il existe des ressources internes aussi importantes, si ce n'est plus. Pour comprendre leur origine, il faut expliquer le « modèle économique » des rehausseurs de crédit.

Les engagements d'un rehausseur à l'égard des investisseurs sont originaux. Rappelons en effet qu'en cas de défaut, il se substitue à l'émetteur de titres obligataires. Il garantit par conséquent aux investisseurs le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi au moment de l'émission des titres. De ce fait, les rehausseurs ne sont pas contraints de payer la totalité des intérêts et du capital lorsque le défaut d'un émetteur est constaté. Ceci vaut pour les titres obligataires (émis par les collectivités locales ou par les véhicules de titrisation) et pour les *CDO*.

Prenons un exemple. Le 15 février 2008, un rehausseur doit se substituer à un émetteur qui fait défaut sur des obligations ayant une durée de vie résiduelle de 8 ans et 3 mois. La date de paiement des coupons est fixée au 15 mai. Du fait de ce défaut, le rehausseur paiera les intérêts le 15 mai 2008 et renouvellera ce paiement chaque année, à la date anniversaire, jusqu'en 2015. Le remboursement du capital et le paiement du dernier coupon seront effectués le 15 mai 2016. Ainsi, le défaut d'un émetteur n'entraîne pas un débours immédiat d'un montant équivalent à la valeur de l'actif garanti. Par ailleurs, ce débours est échelonné jusqu'à l'échéance de l'émission ou celle du dernier actif financier sur lequel est adossé le *CDO* … et il en est de même pour les besoins en capital !

La situation est symétrique du côté des recettes. Les rehausseurs ont deux sources de revenus. Ceux provenant de leurs investissements et placements financiers contribuent naturellement au résultat net du rehausseur. Leur perception et leur comptabilisation ne présentent aucune difficulté. Les primes versées par les assurés constituent la deuxième source de revenus. Leur traitement comptable est plus complexe. Ces primes peuvent être payées en une seule fois (on parle de prime *up front*) ou faire l'objet de paiements fractionnés et échelonnés dans le temps (*installment*). Celles associées au rehaussement des obligations émises par les collectivités locales sont versées en une seule fois. Celles associées aux produits structurés le sont par paiements fractionnés, chaque fraction étant affectée à l'année de perception.

Pour respecter les exigences comptables, les primes perçues en une fois doivent être ventilées en autant d'annuités constantes que d'années allant jusqu'à l'échéance du contrat d'assurance. Prenons un exemple. Le 2 janvier 2008, un rehausseur perçoit une prime *up front* de 600 pour une garantie accordée à une émission obligataire ayant une échéance de 5 ans. Sur le plan comptable, le rehausseur enregistre en 2008 une fraction de la prime (dite

earned) de 120 ; quatre fractions (dites *unearned*) de 120 sont affectées aux années 2009 à 2012

Les primes dont le paiement est échelonné dans le temps (*installment*), augmentées des primes *unearned* représentent une part importante des revenus annuels des rehausseurs. Ces revenus sont par ailleurs connus longtemps à l'avance. Pour prendre un nouvel exemple, fin 2007, le rehausseur connaît de 60 à 80 % des revenus de l'année 2008 (le chiffre réel étant plus proche de 80 que de 60). Même s'il cesse toute activité, le rehausseur n'en continuera pas moins à percevoir des revenus pendant plusieurs années. Il possède par ailleurs une très bonne visibilité sur ses revenus pour les 4-5 années à venir ; au-delà, celle-ci diminue – tout comme les revenus – car le rehausseur ignore quelle sera son activité future. La valeur actuelle des primes – dont le versement est échelonné dans le temps (*installment*) – et la somme des primes *unearned* sont une composante essentielle des « *claims paying ressources* ».

A partir d'octobre/novembre 2007, les agences de notation ont estimé que les ressources en capital à la disposition des rehausseurs (à l'exception de FSA et d'Assured Guaranty) n'étaient pas suffisantes pour faire face aux pertes potentielles qu'engendraient le marché des *CDO* et le montant des engagements pris à l'égard des investisseurs.

Le sauvetage des rehausseurs

La dévalorisation des *CDO* expose les rehausseurs à des pertes importantes, mais comme nous l'avons vu, les sorties de fonds qu'elles impliquent ne sont pas immédiates. Par ailleurs, les rehausseurs ont une certaine visibilité (jusqu'à 4-5 ans) quant à leurs ressources futures. Si leur situation à moyen terme est effectivement très délicate, elle n'est toutefois pas dramatique à court terme. Fallait-il donc vraiment les menacer et les dégrader dès que furent détectés les problèmes à moyen terme, rendant de ce fait leur recapitalisation extrêmement délicate ? Les menaces ont, en effet, contribué à la chute de 80 % de leurs cours boursier entre juin et décembre 2007, rendant l'émission de nouvelles actions très coûteuse – ou impossible parce que trop coûteuse. Les menaces de dégradation ont également contribué à accroître la prime de risque attribuée aux rehausseurs procédant à des emprunts bancaires ou obligataires. Aujourd'hui, la question ne se pose plus. Plusieurs rehausseurs ont été dégradés.

Tant que les premières dégradations n'avaient pas été prononcées, la solution qui s'imposait pour les éviter était de renforcer la solidité financière des rehausseurs. A cet effet, deux recapitalisations ont été mises en œuvre par des rehausseurs particulièrement exposés aux *CDO* et aux crédits « *subprimes* ». La première concernait CIFG. La recapitalisation s'est faite par le biais d'une ligne de crédit de 200 millions de dollars et d'une émission de titres remboursables en actions de 1,3 milliard de dollars souscrites à égalité par la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne et la Banque Fédérale des Banques Populaires. La deuxième fut organisée par MBIA (voir encadré). Elle s'est traduite par un apport de ressources (fonds propres et endettement) de 2,6 milliards de dollars.

La recapitalisation de MBIA

Le 10 décembre 2007, Warburg Pincus LLC, un fonds de *private equity*, annonçait qu'il allait investir en fonds propres dans MBIA. Cette recapitalisation s'est concrétisée par :

- un achat de 16,1 millions d'actions MBIA au prix unitaire de 31 dollars, soit un investissement de 500 millions de dollars ;
- l'engagement de Warburg Pincus LLC d'acheter jusqu'à hauteur de 500 millions de dollars des actions que les anciens actionnaires de MBIA n'auraient pas souscrite dans le cadre d'une augmentation de capital qui leur serait réservée, prévue au premier trimestre 2008 ;
- l'attribution à Warburg Pincus LLC de bons lui donnant le droit d'acheter pendant 7 ans 16,1 millions de titres MBIA supplémentaires au prix de 40 dollars.

Pour renforcer ses ressources, MBIA a réalisé le 16 janvier 2008 un placement privé d'un milliard de dollars de titres à revenu fixe. Ces obligations

(*surplus notes*) échéance 2038 ont été émises à un taux de 14 % pour les cinq premières années (du 15 janvier 2008 au 15 janvier 2013). A compter de 2014, le taux est indexé sur le Libor 3 mois augmenté d'un *spread* de 11,20 %.
Pour consolider sa note auprès des agences de *rating*, MBIA a émis le 7 février 2008 de nouvelles actions pour 1,1 milliard de dollars, un montant supérieur aux 750 millions initialement prévus. Warburg Pincus, qui s'était engagé en décembre 2007 à acquérir jusqu'à 500 millions de dollars en a déboursé 300 pour acquérir 24,7 millions d'actions.

En janvier/février 2008, la situation des rehausseurs devenant intenable et l'effet de domino associé à leur dégradation pouvant avoir des conséquences dramatiques, Eric Dinallo, le régulateur du secteur des assurances de l'Etat de New York, relayé par Eliott Spitzer, alors gouverneur du même Etat, a souhaité procéder au sauvetage de l'ensemble des rehausseurs. La première idée fut de demander aux banques de leur ouvrir des lignes de financement. Une injection de 15 milliards de dollars (5 à court terme, 10 à moyen terme) était jugée suffisante par Standard and Poor's. Cette suggestion ne fut pas suivie d'effet. A défaut d'une solution globale et faute d'une recapitalisation substantielle des rehausseurs menacés d'une dégradation, Eric Dinallo conseillait aux *monolines* de scinder leurs activités d'assurance des obligations émises par les collectivités locales (présentant peu de risques) de celles portant sur les financements structurés exposés à la crise du « *subprime* » (qui se sont révélées très risquées). Le corollaire de ce conseil étant la création par chaque rehausseur de deux sociétés indépendantes pour gérer les unes et les autres. L'objectif du régulateur des assurances était de protéger les émissions des collectivités locales et d'éviter toute perturbation de leurs conditions de financement mais, bien évidemment, cette solution défavorisait les banques.

Cette proposition s'est heurtée à deux obstacles. En premier lieu, les agences de notation n'y sont pas favorables, car elle implique une trop forte concentration des risques associés aux actifs titrisés. En deuxième lieu, cette scission est juridiquement risquée, car la répartition des fonds propres des rehausseurs est un problème délicat à résoudre. En fait, l'action du département des assurances de l'Etat de New York a été très velléitaire et ne s'est traduite par aucune mesure concrète [5].

Une deuxième initiative fut développée. Reprenant l'idée d'une scission de l'activité des rehausseurs, Warren Buffett annonçait le 12 février 2008 être prêt à se substituer à MBIA, Ambac et FGIC pour garantir, par l'intermédiaire des réassureurs qu'il contrôlait, 800 milliards de dollars de titres émis par des collectivités locales. Le problème des rehausseurs étant directement lié aux garanties apportées aux financements structurés, cette proposition n'était pas la bonne solution. Elle était même contre productive, car elle privait les rehausseurs en difficultés des flux stables et peu risqués associés aux garanties fournies aux émissions des collectivités locales. Très critiqué et confronté au refus des trois rehausseurs auxquels il s'était adressé, Warren Buffet a annoncé le 3 mars qu'il abandonnait son projet. Cette proposition pourrait, en fait, avoir été téléguidée par Eric Dinallo pour faire pression sur les négociations conduites par les banques et certains rehausseurs (Ambac, FGIC et CIFG).

L'objectif de ces différentes initiatives (publiques et privées) était de stabiliser à triple A ou, à défaut, AA, la note des plus importants rehausseurs de crédit.

La solution (sans doute provisoire si la situation générale du marché du crédit ne s'améliore pas) s'est dessinée pendant la deuxième quinzaine de février 2008. Reprenant l'idée d'une scission, FGIC demandait le 15 février au régulateur des assurances de l'Etat de New York l'autorisation de créer une nouvelle société destinée à gérer les garanties accordées aux émissions des collectivités locales. Dans les jours qui ont suivi, l'idée fut reprise par la nouvelle direction de MBIA. Sa mise en œuvre demandait cependant beaucoup de temps, mais le délai requis pour y procéder fut *de facto* accordé par les agences de notation. Standard and Poor's (le 25 février 2008) et Moody's (le 26 février) confirmaient en effet le triple A de MBIA. Le 7 mars 2008, Ambac réussissait, de son côté, à émettre 1,5 milliard de dollars, ce qui a conduit Standard and Poor's et Moody's à annoncer

le 12 mars 2008 qu'elles maintenaient le triple A du rehausseur.

En dépit de la détérioration de la situation de CIFG et de la dégradation de sa notation par les trois agences de *rating* en mars 2008, pour la première fois depuis la mi-novembre 2007, le ciel des rehausseurs se dégageait. Il est à craindre, malheureusement, que l'éclaircie ne soit de courte durée car, en janvier/février 2008, la situation du marché de l'immobilier américain a continué à se dégrader et le taux de défaut des emprunteurs de crédits « *subprimes* » n'a cessé de croître.

La place des rehausseurs de crédit dans la crise du « *subprime* »

Les rehausseurs seraient apparus en 1971 pour apporter des garanties aux investisseurs qui achetaient des titres émis par les collectivités locales. L'histoire est en réalité un peu plus subtile. Les études empiriques établissent en effet que les incidents associés au paiement des coupons et au remboursement des emprunts des collectivités locales sont très rares. Selon la définition retenue (retard de paiement des coupons, rééchelonnement de la dette, non remboursement de l'emprunt), le taux de défaut varie de 0,015 à 0,03 %, ce qui est très faible. L'explication est simple. Les collectivités locales peuvent toujours accroître les impôts locaux pour honorer leurs engagements. En fait, grâce à la sécurité offerte par un rating triple A, la véritable utilité économique du rehaussement de crédit est de réduire le coût d'emprunt des collectivités locales et de permettre à des émissions (ou à des emprunts bancaires) de volume réduit de trouver des prêteurs [6].

La probabilité de défaut des collectivités locales étant très faible, il est compréhensible et logique que les ressources constituées par les rehausseurs pour faire face au risque de défaut et aux engagements pris à l'égard de ces investisseurs aient été réduites. La conséquence en fut l'apparition d'un très fort effet de levier, représenté par le rapport entre le montant des garanties accordées à des investisseurs et celui des « *claim paying ressources* », ou par le rapport entre le montant des garanties et celui du capital statutaire. Jusqu'en 1985, l'ampleur de l'effet de levier ne présentait pas de risques majeurs. Il en présentait d'autant moins que la multiplicité des émetteurs permettait une très grande diversification des risques de crédit associés aux collectivités locales.

L'environnement et les conditions dans lesquelles évoluaient les rehausseurs de crédit ont beaucoup changé à partir du moment où ils ont apporté leur garantie aux émissions réalisées par des véhicules de titrisation. De 1985 à 1995, il s'agissait de garantir des émissions titrisées relativement banalisées. Changement de décor, toutefois, à partir de 1990/1995. Les garanties apportées à des *CDO* de première génération ont accru les risques auxquels étaient exposés les rehausseurs. A partir de 1998/2000 et de l'octroi de garanties à des *CDO* de deuxième génération (*CDO* synthétiques, *CDO*[2]), les risques potentiels pris par les rehausseurs furent considérables.

Or, cet accroissement des risques n'a guère modifié leur comportement vis-à-vis de leur effet de levier. Avec les garanties apportées aux *RMBS* et aux *CDO* de première génération, il est concevable – quoique dangereux – de conserver un levier élevé, car le risque et son appréciation sont conceptuellement comparables à ceux associés aux émissions des collectivités locales. En garantissant les *CDO* synthétiques, les rehausseurs ont changé de métier. Certains d'entre eux l'ont fait massivement, mais ils n'ont pas modifié leur effet de levier. Evalué en 2007 pour les six plus importants rehausseurs, le rapport des garanties accordées au montant des « *claim paying ressources* » évoluait entre 65 et 100 et celui des garanties au montant du capital statutaire entre 130 et 225. Ces chiffres soulignent que les rehausseurs n'ont pas suffisamment accru les ressources disponibles pour faire face à un risque qui, s'il se manifestait, risquait fort d'être au moins en partie systémique. Par ailleurs, la structure des *CDO* synthétiques et des *CDS* utilisés pour garantir les investisseurs ont indirectement accru l'effet de levier. Dans ces conditions, la très forte augmentation du

taux de défaut des emprunteurs de crédits « *subprimes* » a eu des conséquences dévastatrices et ne pouvait qu'entraîner les rehausseurs dans la tourmente. Elle a immédiatement réduit la valeur des créances hypothécaires et des *RMBS*. Par extension :

- les primes de risque se sont accrues de façon systémique ;
- les *CDO* de première génération garantis par des *RMBS* se sont dévalorisés ;
- les problèmes de liquidité se sont greffés aux problèmes de valorisation et les ont accentués,
- la valorisation *mark to market* a fait apparaître d'importantes moins-values à l'origine de pertes que les banques ont réglées en faisant appel aux fonds souverains…, mais que les rehausseurs n'ont pas voulu ou n'ont pas su – ou n'ont pas pu – résoudre ;
- la valeur des *CDO* de deuxième génération reposant sur des produits dérivés difficiles à évaluer s'est effondrée ;
- les agences de notation qui n'avaient pas jusqu'alors péché par excès de rigueur sont devenues plus exigeantes vis-à-vis des rehausseurs et ont mis en œuvre le processus de dégradation de leurs notes.

La crise du « *subprime* » s'est propagée en vagues successives, bien identifiables, qui se sont succédé pendant le deuxième semestre 2007 et le premier trimestre 2008.

Les banques distribuant des crédits hypothécaires à risque (« *subprimes* ») furent les premières touchées. Nombre d'entre elles ont disparu ou furent absorbées.

Les investisseurs qui avaient acheté des crédits « *subprimes* » furent frappés dans un deuxième temps. Ceux qui, directement (en achetant des *RMBS*) ou indirectement (en achetant des tranches de *CDO* de première ou de deuxième génération), avaient massivement investi dans les crédits « *subprimes* » ont disparu. Ceux dont l'appétit était plus raisonnable ont enregistré des pertes sans disparaître. Dans les comptes sociaux de 2007 de quelques entreprises d'assurance sont apparues des moins-values provenant de tranches de *CDO* et d'actifs titrisés. Dans le même ordre d'idées, certains placements en Sicav monétaires dynamiques ont suscité, eux aussi, quelques déconvenues.

Les banques d'investissement et les grandes banques commerciales ayant une importante activité de financement et d'investissement ont beaucoup souffert (mais pas toutes cependant). Celles qui avaient fabriqué et structuré des *CDO* de première et deuxième génération et conservé par-devers elles certaines tranches (*equity* et *mezzanine*) ou qui avaient acquis par l'intermédiaire de leurs gérants pour compte propre des tranches de *CDO* ont été très sérieusement touchées. Ces pertes ont été comblées par les actionnaires, des contributions d'investisseurs institutionnels et des fonds souverains. A cet ensemble de banques peuvent être ajoutés quelques assureurs et plusieurs banques régionales publiques allemandes dont on se demande ce qu'elles sont allées faire dans cette galère.

Les rehausseurs de crédit furent les derniers touchés, car ils sont en bout de chaîne. Si elle se confirme et s'accentue, leur dégradation aura de très graves conséquences. Elle entraîne, en effet, celle des actifs financiers qu'ils avaient garantis, ce qui ne peut que relancer les dépréciations dont avaient souffert les banques ayant le plus pâti de la crise du « *subprime* ». Pourraient-elles survivre à une deuxième vague de dépréciation ? Pourraient-elles trouver de nouveaux investisseurs prêts à combler les pertes que cette deuxième vague ne saurait manquer de créer ? Si oui, à quel prix ? Faute d'être stoppée, la dégradation des rehausseurs pourrait relancer le processus infernal de dévalorisation des actifs financiers et approfondir la crise du crédit.

Conclusion

Quelles sont les perspectives des rehausseurs de crédit ? Pas bonnes, assurément, à la vue des éléments qui viennent d'être retracés.

Les rehausseurs ne sortiront pas indemnes de la crise du « *subprime* ». Dans un monde de plus en plus risqué où les investisseurs sont, pour une grande majorité d'entre eux, de plus en plus prudents, le rehaussement de crédit ne devrait pas disparaître [7], mais il est à peu près sûr qu'il ne sera plus ce qu'il était en juin 2007. Les excès associés aux garanties

accordées à des *CDO* de deuxième génération et à des *CDO*[2] ne se reproduiront plus. Les implications d'une tension financière extrême et d'une crise de liquidité exacerbée trouveront leur place dans les modèles de valorisation des financements structurés. Après une période de léthargie et de remise en cause, les produits structurés connaîtront, malgré leur complexité, une nouvelle croissance.

Notes

1 *Nous remercions Richard Bruyère, Associé, INDESI Finance Concept, ainsi que Alain David, directeur financier de la Banque Fédérale du Groupe des Banques Populaires, qui nous ont permis de mieux comprendre l'activité et le fonctionnement des rehausseurs de crédit. Bien entendu, ce texte n'engage que ses auteurs.*

2 *Avant 1985, les assureurs* monolines *intervenaient pour rehausser les créances sur lesquelles étaient adossées les émissions réalisées par les véhicules de titrisation. Depuis cette date, les structureurs recourrent également au surnantissement (sur-dimensionnement,* over collateralization*).*

3 *Pour être très précis, le terme CDS est un léger abus de langage. Ces instruments avaient la fonction des CDS, mais ils ne prévoyaient pas la possibilité d'une livraison physique si l'événement de crédit contre lequel ils offraient une protection se concrétisait. Pour des raisons réglementaires, les CDS en question n'étaient pas émis par le rehausseur lui-même, mais par une filiale à 100 %, un* transformer*, dont les activités étaient toutefois consolidées avec celles du rehausseur.*

4 *En 2007, onze rehausseurs de crédit (compagnies d'assurance et de réassurance) étaient opérationnels sur le marché américain : ACA Financial Guaranty Corp., Ambac Assurance Corporation, Assured Guaranty Corp., BluePoint Re Limited, CIFG Assurance North America Inc., Financial Guaranty Insurance Company (FGIC), Financial Security Assurance Inc. (FSA), MBIA Insurance Corporation, Radian Asset Assurance Inc., RAM Reinsurance Company Ltd, XL Capital Assurance Inc.*

5 *Des initiatives privées ont été mises en œuvre pour venir au secours de deux rehausseurs qui avaient été dégradés. La première regroupait huit banques internationales (Citigroup, Wachovia, Barclays, Royal Bank of Scotland, UBS, Dresdner, BNP Paribas et Société Générale) prêtes à contribuer au sauvetage d'Ambac pour lui éviter une dégradation susceptible d'être à l'origine d'un risque systémique. La deuxième initiative, sous la houlette de Calyon, visait à venir au secours de FGIC. Une troisième négociation aurait été ouverte par CIFG avec ses propres contreparties. En mars 2008, les discussions étaient toujours en cours. Pour l'instant, elles n'ont pas eu d'impact sur les événements.*

6 *Que la finalité première des rehausseurs ne soit pas de garantir les investisseurs est souligné par l'anecdote suivante. En février 2008, les autorités locales américaines ont demandé aux agences de rating de développer une méthode de notation identique pour les entreprises et les émetteurs publics locaux. Les analyses préliminaires ont montré que si tel était le cas, le marché du rehaussement en serait très affaibli, car la plupart des Etats américains (certes, ce ne sont pas les seuls émetteurs…) seraient notés AAA… et ils n'auraient plus vraiment besoin de recourir à des rehausseurs. Une procédure judiciaire a été engagée sur ce thème par l'Etat du Connecticut contre les agences de notation et les rehausseurs.*

7 *Pour certains analystes, l'hypothèse d'une disparition n'est toutefois pas à exclure, sous l'effet d'une revalorisation des notes attribuées aux collectivités locales qui assècherait l'activité des rehausseurs et d'une simplification des produits structurés qui rendrait le rehaussement inutile ou trop coûteux.*

Le cas de l'assurance crédit ou la gestion du passif par la prévention

Michel Mollard
Président du directoire, Euler Hermes
Membre du directoire, Groupe Euler Hermes [1]

Nicolas Delzant
Membre du directoire, Euler Hermes
Directeur des Engagements

L'année 2008 apparaît comme celle d'un retournement de cycle. La France ne restera pas à l'écart de celui-ci. Le présent article explique comment l'assurance crédit, qui garantit les transactions commerciales entre les entreprises, gère son passif dans un tel environnement.

L'année 2008 ou le retournement de cycle

Une économie mondiale sous tension

Lorsque, à l'été 2007, éclate la crise des « *subprimes* » aux États-Unis, l'économie mondiale vit une phase de croissance sereine, de celles dont on ne voit aucune raison pour qu'elles se ralentissent. Les États-Unis, malgré leur déficit commercial chronique, surfent sur des taux de croissance confortables ; l'Asie – et bien sûr avant tout la Chine et l'Inde – affiche des taux proches des 10 % (et même supérieurs en Chine), suivie de près par la Russie ou le Brésil. La « vieille Europe » arbore des performances somme toute honorables, tout du moins à l'aune à laquelle nous avons pris l'habitude de les juger.

Aucun expert ne voit venir ce retournement, même si certains estiment que la sphère financière prend des libertés avec la rigueur dans les montages financiers – de plus en plus complexes et de plus en plus audacieux – qu'elle élabore. Mais les banques n'ont pas, depuis très longtemps, eu aussi peu à provisionner sur leurs mauvais risques : elles sont donc bien moins regardantes qu'à certaines époques.

C'est à ce moment-là que, brutalement, une bulle majeure éclate. Les mêmes experts qui, hier, ne voyaient aucune raison à un coup d'arrêt, passent

maîtres dans l'explication des causes de cette crise soudaine. Comment a-t-on pu laisser se développer des produits dérivés auxquels plus personne, sauf peut-être leurs concepteurs ultimes, ne comprend rien ? Comment les organes de contrôle ont-ils pu être si laxistes ? Comment, au fond, pouvait-il en être autrement ?

Ainsi donc, de l'été 2007 à la fin de la même année, d'un phénomène certes d'ampleur significative (une part importante des emprunteurs immobiliers américains) mais localisée, on passe de la quasi-euphorie à ce qui, aux États-Unis, est clairement une crise avec, sur 2008, une désormais quasi certaine situation de récession... et, parallèlement, en Europe, une situation qui, dans le meilleur des cas, sera celle d'une croissance significativement moindre qu'en 2007. Les signes avant-coureurs sont là avec, depuis l'automne 2007, une vraie crise de l'immobilier et de la construction en Espagne – dont on commence à se demander si le secteur bancaire se porte aussi bien qu'on l'a dit –, et, depuis début 2008, une hausse sensible des défaillances d'entreprises en Grande-Bretagne, en Italie, en Allemagne, pour ne citer que ces pays. La France, à ce jour, n'est pas encore concrètement touchée, mais on imagine mal qu'une détérioration touchant toute l'Europe de l'Ouest puisse nous épargner durablement.

Nous sommes bel et bien passés de l'incertitude jusqu'en septembre/octobre dernier, à une vraie inquiétude.

L'économie française ou l'arbre du CAC 40 qui cache la forêt des Petites et moyennes entreprises (PME)

Cette crise, on ne devrait pas la subir en France, nous prophétisent certains. L'économie française serait saine, les entreprises françaises « restructurées » et peu endettées, et aucun établissement de crédit n'aurait de velléité de restreindre la nature, l'ampleur ou le coût de ses concours.

En tant que premier assureur crédit français, proche du terrain, proche de la vie du tissu économique, habitué à rencontrer des entreprises de toutes tailles, nous savons bien que ce schéma simpliste ne correspond pas à la réalité des entreprises françaises. Encore une fois, l'arbre du CAC 40 masque la forêt immense des PME françaises, le plus souvent très peu structurées financièrement, dont les marges bénéficiaires sont faibles, et qui sont vite tributaires du moindre accident de parcours. En outre, on le sait bien, nos PME, en dépit des efforts réalisés par les pouvoirs publics, restent prisonnières de lourdes contraintes administratives. Ces contraintes se traduisent par une absence de flexibilité de l'emploi, par des difficultés à exporter et, globalement, par une absence de compétitivité que traduit bien le déficit record de notre commerce extérieur en 2007… Ce déficit est provoqué à la fois par une performance faible à l'export – surtout si l'on met à part les contrats aéronautiques – et par une importation croissante de produits de toute nature, des matières premières aux produits manufacturés que nous ne savons plus fabriquer.

À ce panorama, viennent évidemment s'ajouter les risques de restriction du crédit. Là encore, le discours officiel se veut rassurant : aucun établissement de crédit n'a mis en place de dispositions restrictives quant à l'attribution de ses concours. Il ne faut pas être candide. La réalité ne peut pas être celle-là. Aucun responsable d'agence bancaire, aucun décideur d'un établissement de crédit ne peut aujourd'hui se dispenser de regarder avec prudence les crédits qu'il consent aux particuliers comme aux entreprises. Aucun d'entre eux n'évitera d'être plus sélectif (au détriment des plus vulnérables) dans l'attribution de prêts, ou, pour le moins, dans les conditions auxquelles il les allouera. Insidieusement, sans instruction officielle, le crédit se restreint ou devient plus compliqué, et plus cher. Et cela se vérifie à tous les niveaux, depuis le particulier qui veut emprunter pour son logement jusqu'à la raréfaction des opérations de LBO (*leveraged buy-out*) ou de titrisation, pour ne citer que les montages les plus emblématiques de ces dernières années.

Comment, dans ce contexte, l'assureur crédit gère-t-il ses risques ?

La gestion de son passif par l'assureur crédit

Le rôle de l'assureur crédit

Il n'est pas inutile de commencer par un bref rappel du rôle de l'assureur crédit.

Dans le bilan des entreprises, il est naturel – pour ne pas dire incontournable – de protéger certains des actifs par un contrat d'assurance. Quel patron envisagerait raisonnablement de ne pas assurer ses actifs immobiliers ou ses valeurs d'exploitation ? Laisserait-on un bâtiment industriel, un entrepôt, un siège social sans protection contre l'incendie ou l'inondation ? Laisserait-on son stock sans protection contre les mêmes dommages, ou contre le vol ?

Mais il est, curieusement, un actif que tous les dirigeants d'entreprises n'assurent pas, en l'occurrence, leur portefeuille de créances commerciales, leur poste client. Cet actif naît du fait que dans le monde du BtoB (*Business to Business*), la règle au niveau mondial est celle du paiement différé, avec des délais de paiement qui varient selon les pays entre un et plusieurs mois. Entre la livraison de son bien ou la réalisation de sa prestation et le paiement effectif, l'entreprise se trouve donc en situation de créancière. En somme, elle se transforme en établissement de crédit portant à son actif des créances sur sa clientèle. Et cela, sans toujours sans rendre compte, loin s'en faut. Si les activités de crédit sont aujourd'hui encadrées par la réglementation, si plus personne ne discute actuellement le fait qu'elles nécessitent un niveau minimal de fonds propres pour être exercées (les fameux ratios *Cooke* et désormais *McDonough*), peu d'entreprises sont de nos jours en mesure d'affirmer le niveau des fonds propres qu'elles affectent à leur poste client !

Or, celui-ci représente couramment entre 30 et 40 % de l'actif des entreprises œuvrant dans le BtoB !

L'assurance crédit s'est précisément développée pour permettre aux entreprises de couvrir cet actif stratégique : leur poste client. La plus ancienne société du monde a été créée aux États-Unis à la fin du XIXe siècle : c'est aujourd'hui la filiale du Groupe Euler Hermes aux États-Unis, Euler Hermes ACI. En Europe, l'assurance crédit a commencé à se développer entre les deux guerres, alors que beaucoup d'entreprises restaient fragilisées par les conséquences de la Première Guerre mondiale.

L'assurance crédit ou le principe de prévention

L'assurance crédit s'appuie sur des principes très différents de ceux de l'assurance IARD. Elle repose en effet sur un partenariat *au quotidien* entre l'assureur crédit et son client, visant à apporter à l'assuré non seulement une assurance de son poste clients, mais aussi *un véritable outil de crédit management* dont la sophistication dépend du choix effectué par l'assuré.

L'assuré procure à l'assureur la totalité de son poste client en lui demandant de garantir unitairement chacun de ses clients pour le montant de son encours commercial. L'assureur a le choix de couvrir en totalité, en partie, ou pas du tout, chacun des encours qui lui est soumis, étant bien entendu que la cotisation payée par l'assuré ne l'est que sur le chiffre d'affaires garanti.

L'assureur effectue donc, au moment de la souscription du contrat, une sélection de risques qu'il accepte de couvrir. Ensuite, pendant toute la durée du contrat, cette sélection se poursuit dans l'intérêt mutuel des deux parties et par un constant dialogue entre celles-ci. L'assuré a trouvé de nouveaux clients : il a la possibilité de les faire couvrir par l'assureur crédit. La santé financière d'un client de l'assuré se dégrade : l'assureur crédit en discute avec l'assuré et si nécessaire les couvertures sont réduites. L'assuré a ainsi la possibilité de réorienter ses flux commerciaux vers d'autres contreparties plus solvables. Au total, l'assuré travaille en toute confiance avec des clients garantis par l'assureur, lequel a, à tout moment, pleine connaissance des risques qu'il a accepté de souscrire. Ne percevant des cotisations que sur le chiffre d'affaires assuré, et étant par ailleurs une société d'assurances

soumise aux exigences habituelles en termes de respect de la réglementation et de profitabilité, l'assureur crédit est incité à couvrir l'optimum de risques au profit de son client.

L'assureur crédit se situe donc très loin d'une gestion purement actuarielle de son passif. Il gère effectivement son passif avant tout par un mécanisme de sélection dynamique et continu de ses risques, c'est-à-dire par ce qu'il est convenu d'appeler *la prévention.*

Pour pouvoir effectuer cette sélection permanente des risques, l'assureur doit disposer d'une base de données sur les entreprises d'une qualité exceptionnelle. De ce point de vue, le Groupe Euler Hermes a toujours été à la pointe des besoins de ses clients en gérant, au sein d'une base de données informatique mondiale, l'information sur toutes les entreprises commerciales et industrielles – où qu'elles soient situées dans le monde – grâce à un accès à toutes les informations administratives publiques, enrichies et complétées par une recherche systématique d'*information propriétaire* recueillie à l'occasion de contacts directs avec les entreprises.

L'information propriétaire

Le concept d'*information propriétaire* mérite d'être développé.

Toute personne qui a un jour pris une décision de crédit sur une entreprise, qu'elle soit une grande entreprise, une PME ou une TPE (Très petite entreprise), sait en effet que l'information publique disponible sur celle-ci est, certes, nécessaire à la décision mais en aucun cas suffisante. D'abord parce que l'information publique – tels, en France, les derniers bilans déposés au greffe – peut être ancienne et que la situation des entreprises évolue de plus en plus rapidement. Mais aussi, parce que de très nombreux paramètres qui ne sont pas par nature dans le domaine public doivent être pris en compte pour que la décision de crédit soit pertinente : la stratégie de l'entreprise, la qualité de ses dirigeants, l'évolution de son carnet de commandes, la situation de ses donneurs d'ordre, les relations sociales au sein de l'entreprise – la liste ne s'arrête pas là – et, bien évidemment, la manière dont elle se finance.

C'est cette information qui n'est pas dans le domaine public, et qui de ce fait est la seule réelle information à valeur ajoutée, que le Groupe Euler Hermes nomme *information propriétaire.*

En France, les vingt-huit délégations régionales d'Euler Hermes Sfac, qui emploient près de trois cents collaborateurs, ont cette tâche de collecter et d'analyser toute l'information administrative, économique et financière, sur les entreprises de toutes tailles situées dans leurs régions respectives. Ces informations, une fois stockées dans la base de données, servent ensuite aux équipes d'arbitrage, spécialisées par secteur d'activité, pour répondre aux demandes de garanties des assurés et orienter ceux-ci vers des clients qui ont plus de chance d'être solvables. Ce modèle fonctionne également pour les risques export, dont l'analyse et le suivi sont confiés aux sociétés locales du Groupe Euler Hermes à travers le monde, sur le principe de l'expertise de proximité : les risques sont expertisés au plus près du débiteur tant la connaissance du contexte local est une clé pour la qualité de cette évaluation.

Bien entendu, cette action de prévention du risque ne peut être parfaite et Euler Hermes Sfac ajoute deux services complémentaires indispensables à la panoplie de l'assurance crédit : le recouvrement et l'indemnisation.

Le recouvrement peut concerner des créances en retard de paiement. En France, dans ce cas, Euler Hermes Sfac assure cette gestion à travers ses onze agences de recouvrement réparties sur l'ensemble du territoire national. Le recouvrement peut aussi intéresser des créances impactées par un dépôt de bilan du débiteur : Euler Hermes Sfac gère alors le bon déroulement du plan de règlement du passif. Les créances export sont administrées grâce aux autres filiales du Groupe dans le monde.

Pour les créances irrecouvrées à l'issue d'un certain délai, Euler Hermes Sfac indemnise ses clients

laissant toutefois à leur charge une partie du risque afin de les sensibiliser à une bonne gestion des risques en les associant à la perte finale.

L'assurance crédit à l'aune de la situation économique française de 2008

Réactivité et sélectivité sont les deux principes qui guident l'assureur crédit au moment d'un retournement de cycle comme celui que nous nous apprêtons à vivre en 2008.

Réactivité, car la situation des entreprises évolue de plus en plus rapidement et il convient de prendre sans délai les mesures qui s'imposent pour les risques qui se dégradent.

Pour autant – et c'est là à nouveau que l'on retrouve le caractère crucial de l'information propriétaire –, même en cas de crise grave, il y a dans tout secteur, dans tout pays, des entreprises qui ont des difficultés et d'autres qui n'en ont aucune.

C'est alors qu'intervient le principe de sélectivité. L'assureur crédit doit être à même de se montrer le plus pertinent, le plus discriminant et le plus fin possible dans sa politique de souscription de risques afin que ses assurés, même dans un contexte difficile, continuent de disposer des garanties qui leur sont utiles.

Conclusion

Au total, on le voit, l'assurance crédit occupe une place très à part dans le monde de l'assurance. La gestion de ses risques, et donc de son passif, s'appuie avant tout sur des investissements considérables dans une matière première rare : *l'information propriétaire ou à forte valeur ajoutée*. L'investissement dans cette ressource étant pénalisant en termes de coûts fixes, les entreprises ont intérêt à externaliser leur crédit management et à s'assurer auprès d'un assureur crédit. Celui-ci a, en effet, la possibilité de mutualiser les coûts d'acquisition de cette information propriétaire sur l'ensemble de ses clients qui en bénéficient en termes financiers, mais aussi en termes qualitatifs.

Cette information propriétaire fait que l'assureur crédit gère ensuite son passif largement par un mécanisme de prévention dynamique, en étroite liaison avec ses clients.

Note

1. Le Groupe Euler Hermes est le leader *mondial de l'assurance crédit. Sa filiale française, Euler Hermes Sfac, est le* leader *français de l'assurance crédit.*

L'ASSURANCE ET LA TITRISATION FACE AUX TURBULENCES FINANCIÈRES

Didier Folus

Professeur, Céros [1], université Paris Ouest - Nanterre La Défense

Daniel Zajdenweber

Professeur, Céros, université Paris Ouest - Nanterre La Défense

*L'assurance est une industrie traditionnellement soumise aux aléas de la conjoncture économique d'ensemble et au développement de risques accrus ou nouveaux générant une demande de protection. Le financement de cette industrie repose sur deux sources traditionnelles : les actionnaires ou les sociétaires, d'une part, les assurés – créanciers que la loi, les règles prudentielles et le régulateur protègent –, d'autre part. Depuis plus d'une dizaine d'années, la titrisation est utilisée en assurance comme une solution de financement alternative. La titrisation peut être définie comme le transfert d'un ensemble de droits sur des actifs ou des revenus industriels, du bilan de l'entreprise vers des investisseurs, en échange d'un financement (*ex ante *ou* ex post*). Les entreprises d'assurances sont utilisatrices de la titrisation à double titre : elles peuvent y recourir en tant qu'émetteur pour gérer leur exposition à certains risques et peuvent être acheteuses de titres financiers adossés à des actifs dans le cadre de leur politique d'investissement.*

Dans ce contexte, il est opportun de s'interroger sur le degré d'exposition des entreprises d'assurances aux secousses financières apparues en août 2007 – crise dite des « *subprimes* » – et de tenter d'en évaluer l'impact sur l'activité et sur les résultats.

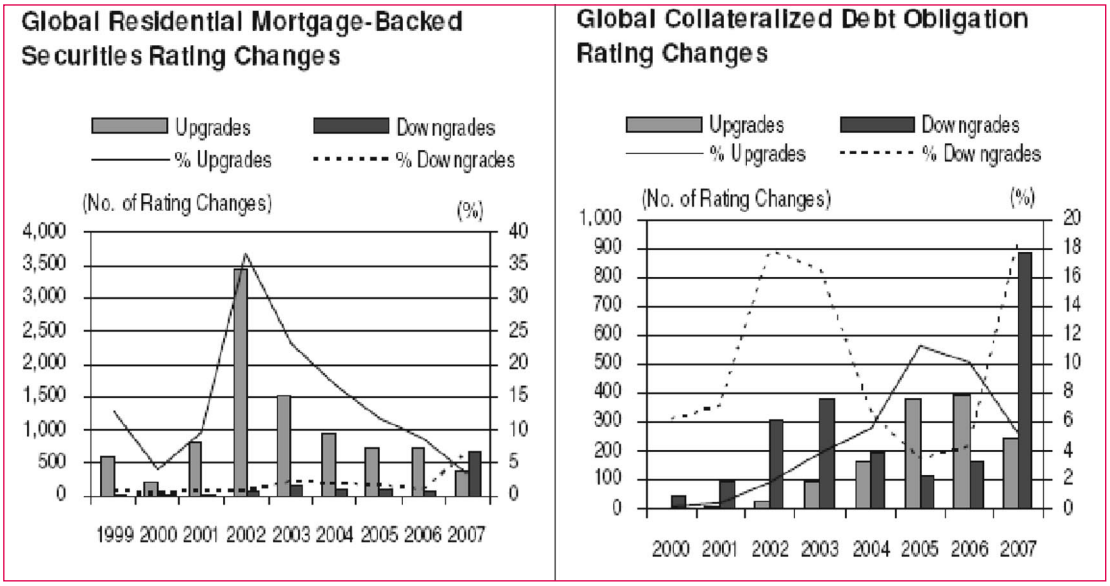
La crise financière a débuté en 2007 sur le marché américain des crédits hypothécaires dits « *subprimes* », c'est-à-dire le marché d'emprunteurs en immobilier résidentiel, économiquement trop fragiles pour accéder à des prêts *primes*. Le montant des prêts « *subprimes* » s'élevait à plus de 500 milliards de dollars aux États-Unis à la fin de l'année 2006, soit environ 20 % des nouveaux accédants à la propriété immobilière, contre une moyenne d'environ 8 % dans les années antérieures. Leur volume a diminué en 2007, avec des émissions de l'ordre de 400 milliards de dollars. Les banques américaines – et quelques-autres – ont parallèlement développé un modèle « *originate and distribute* » consistant à accroître le volume des prêts et à en céder une partie à des fonds d'investissement, *via* le marché du transfert du risque de crédit – instruments financiers dérivés de crédit et véhicules de titrisation. Le volume notionnel des dérivés de crédit et les émissions de titres adossés à des prêts bancaires – *residential mortage backed securities* ou RMBS et *collateralized debt obligations* ou CDO – a connu des progressions annuelles à deux chiffres (voir notamment BIS, 2008

et ISDA, 2008). Ces mécanismes ont permis aux banques de céder une part importante du risque de crédit sur leurs prêts « *subprimes* » à des investisseurs recherchant une rentabilité meilleure que celle disponible dans un environnement de taux d'intérêt bas depuis plusieurs années. Mais le taux des défaillances de remboursement des emprunteurs « *subprimes* » a augmenté pour au moins trois raisons (Crouhy et Turnbull, 2008) :

- ces emprunteurs ont un ratio dette sur revenu disponible très élevé les mettant en difficulté de remboursement en cas de retournement conjoncturel ;
- ils ont souvent bénéficié d'une franchise de remboursement de deux ou trois ans mais, à partir de l'année 2007, nombre d'entre eux a dû faire face à une hausse du coût des intérêts ;
- beaucoup d'entre eux espéraient enfin pouvoir rembourser une partie de leur prêt grâce à la hausse du prix de revente de leur bien mais le marché immobilier s'est retourné.

Ces défaillances ont conduit les agences de notation à dégrader une partie des RMBS et des CDO même les plus sûrs, des rangs AAA ou AA à un rang spéculatif (BB et parfois moins). À titre d'exemple significatif, les données récentes publiées par l'agence Fitch Ratings (Fitch Ratings, 2008) montrent une nette augmentation du nombre des dégradations de note : 684 dégradations contre 390 rehaussements de note pour les RMBS et 884 dégradations (soit près de 18 % des CDO notés par l'agence) contre 243 rehaussements pour les CDO en 2007 (voir graphiques ci-après). Ces indications sont corroborées par les publications des autres agences importantes comme Moody's ou Standard & Poor's, et il semble que certains prêts Alt-A [2] connaissent également des défaillances au début de l'année 2008.

Révisions de note des RMBS et CDO



Source : Fitch Ratings, 2008.

La crise du crédit « *subprime* » de fin 2007 et début 2008 s'est d'abord transmise *via* les obligations adossées à des créances devenues douteuses, puis *via* une perte de confiance des investisseurs dans ces produits et une méfiance croissante des prêteurs. Tout cela a entraîné une importante volatilité des taux d'intérêt à court terme et donné un coup de frein temporaire aux activités de titrisation [3].

Le présent article se propose d'analyser les conséquences de la crise du marché du crédit sur l'industrie d'assurance.

La première section porte sur l'assureur en tant qu'entité vendeuse de garanties : l'assurance est en effet une activité *liability driven*, c'est-à-dire dont le cœur de métier implique l'estimation de passifs issus des garanties vendues à la clientèle. L'impact de la

titrisation et de la crise financière doit être envisagé d'abord sur la valeur économique de ces passifs.

La deuxième section analyse l'exposition des assureurs *via* l'actif de leur bilan : le cycle de production inversé de l'assurance génère un portefeuille de placements – actions, obligations, immobilier – dont la sensibilité aux turbulences financières impacte la valeur de l'entreprise et ses métiers. La troisième section tente une conclusion sur l'impact de la crise financière sur les fonds propres et la solvabilité des entreprises d'assurances et propose, par delà, une perspective d'évolution des métiers de l'assurance.

L'impact sur les engagements techniques

L'essentiel du passif exigible d'une entreprise d'assurances est constitué de provisions techniques représentant le montant estimatif des prestations (indemnitaires ou forfaitaires) que l'assureur versera à ses assurés sinistrés (Zajdenweber, 2006).

Ces provisions correspondent à des engagements d'assurance de dommages (biens, responsabilité) ou d'assurance vie. Le tandem titrisation/crise financière affecte par le biais des engagements :

- les assureurs qui émettent, directement ou indirectement, des *insurance linked securities*, c'est-à-dire des titres financiers adossés à des actifs ou passifs assurantiels ;
- les assureurs, souvent appelés *monolines,* ayant vendu des garanties contre les défauts de remboursement d'un émetteur de titres adossés à des actifs devenus fragiles ;
- les assureurs qui ont vendu des garanties au titre de la responsabilité civile de professionnels de la finance.

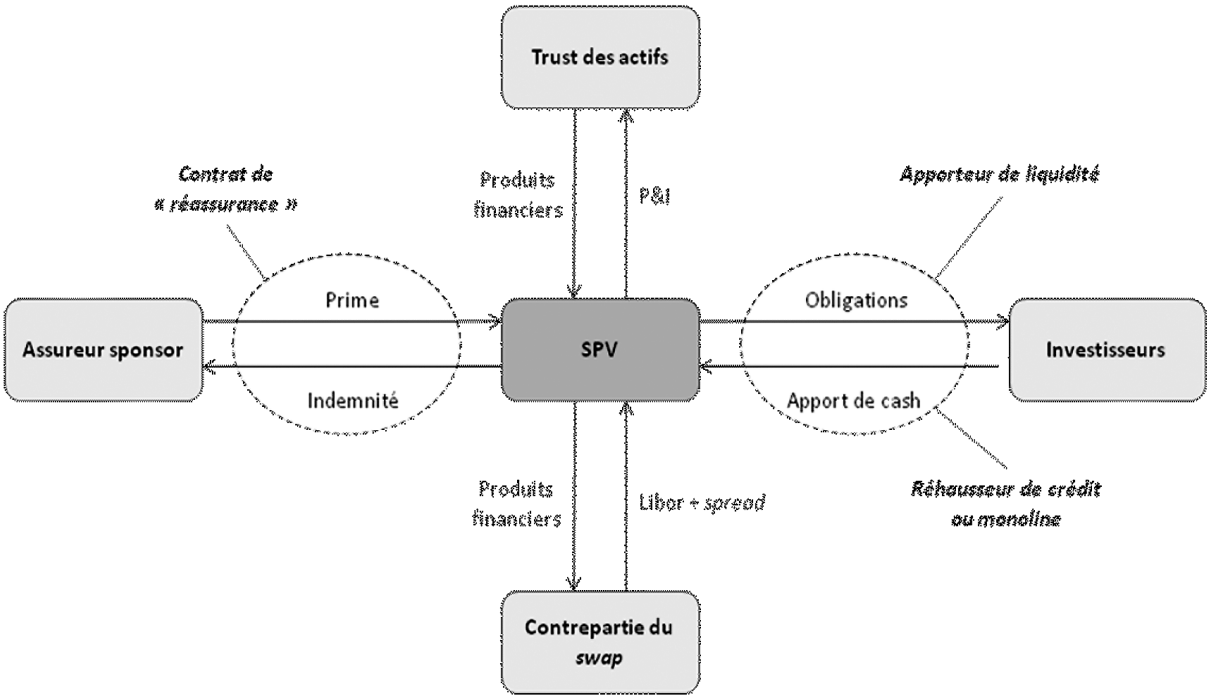
Le cas des assureurs émettant des *insurance linked securities*

Un assureur ou un réassureur peut titriser une partie du portefeuille des risques qu'il assume, aussi bien en dommages et responsabilité qu'en vie. Conformément aux indications du schéma simplifié ci-après, l'arrangeur de l'opération de titrisation (généralement une banque d'investissement ou un courtier spécialisé) crée une entité *ad hoc* (un *special purpose vehicle* ou SPV également appelé *special investment vehicle* ou SIV).

L'assureur sponsor (c'est-à-dire le client de l'arrangeur) est lié au SPV *via* un contrat qui le réassure en cas de survenue d'un dommage (par exemple une catastrophe naturelle). Le SPV finance cette garantie en émettant des titres obligataires en direction d'investisseurs du marché financier ; le produit de cette émission obligataire est investi dans des titres financiers de bonne qualité dont la gestion est confiée à un trust et dont les produits financiers sont échangés avec une contrepartie (généralement une banque) dans le cadre d'un contrat de *swap :* le SPV reçoit alors une rémunération indexée sur un taux de référence (tel que le Libor) et rémunère à son tour les investisseurs sur la base du taux de référence plus un *spread* lié à la qualité des obligations émises. Il est fréquent qu'un assureur *monoline* rehausse la qualité des obligations émises et qu'une banque apporte une certaine liquidité pour faciliter les échanges de gré à gré. L'investisseur encourt alors le risque que tout ou partie de ses droits (les coupons de l'obligation ou/et son nominal) ne lui soit pas payé en cas de survenue d'un sinistre d'une ampleur fixée à l'avance ; cette perte éventuelle viendrait alors financer l'indemnité que le SPV devrait à l'assureur sponsor.

Ce mécanisme est utilisé aussi bien en assurance de dommages qu'en assurance vie (Swiss Re, 2006). En matière dommages, la titrisation porte le plus souvent sur des risques de catastrophes naturelles (exemple des *catastrophe bonds*), l'objectif de l'assureur étant alors de financer sa couverture autrement que par mutualisation (Folus, 1997), plus récemment sur des risques de masse (Axa, 2005), l'objectif étant alors de couvrir le risque d'une déviation de la sinistralité du portefeuille titrisé. Dans ces contextes, la survenue d'un événement ou d'une somme d'événements, coûtant plus d'un montant prédéterminé,

Schéma simplifié d'une opération de titrisation en assurance



implique une perte partielle ou totale de l'apport initial des investisseurs. En matière d'assurance vie, la titrisation vise par exemple à monétiser les revenus futurs d'une branche d'activité, ou à couvrir le risque d'une fluctuation inattendue d'un taux de mortalité – exemple des *mortality bonds* – (Cummins, 2004). Dans les différents cas, l'opération de titrisation permet à l'assureur d'optimiser l'allocation de ses fonds propres entre branches d'activité ou zones géographiques d'affaires, compte tenu des contraintes prudentielles et réglementaires.

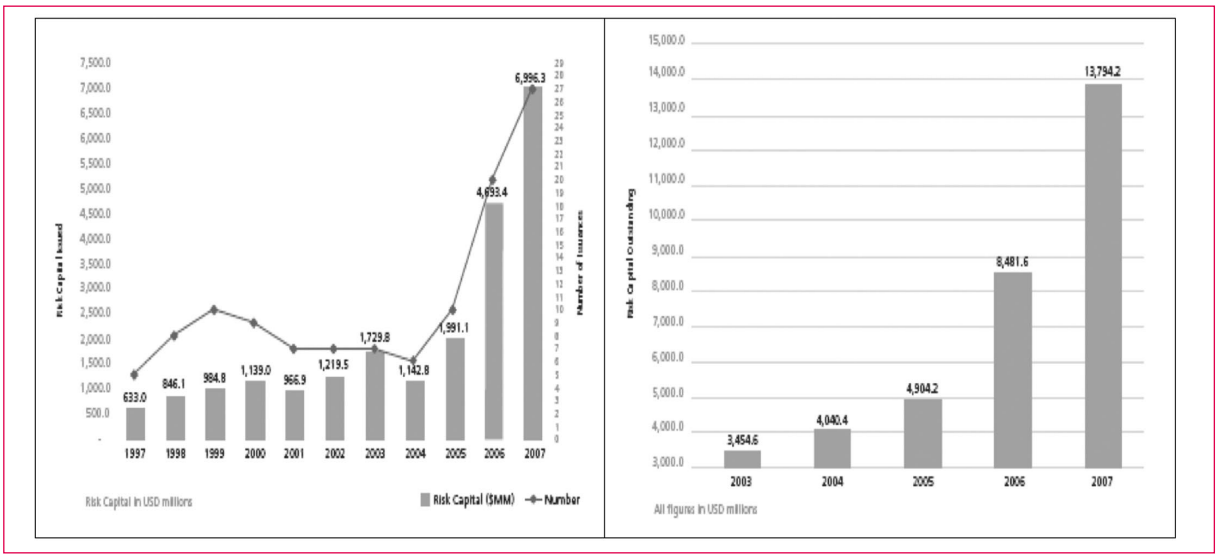
L'intérêt d'un investisseur d'acquérir des titres adossés à une opération d'assurance réside dans au moins trois raisons.

D'abord, la sensibilité d'un *insurance bond* aux fluctuations d'ensemble des marchés d'actifs financiers est faible. Sa rémunération est généralement indexée sur un taux flottant de référence, ce qui rend ce titre relativement peu sensible aux fluctuations du niveau des taux d'intérêt. La prime de rémunération offerte par un *insurance bond* provient surtout du risque de défaut accepté par l'investisseur, ce risque étant lié à la survenance d'un événement par définition non corrélé avec les événements de crédits traditionnels. Ainsi, le couple risque/rentabilité du portefeuille de l'investisseur peut être amélioré par l'introduction d'une petite proportion d'*insurance linked securities.*

Ensuite, dans un environnement de taux d'intérêt faibles, certains investisseurs cherchent à améliorer leurs revenus *via* les produits structurés adossés à des actifs non financiers, quitte à accepter un certain niveau de risque.

Enfin, l'abondance de leurs liquidités disponibles pousse une partie des investisseurs à rechercher des produits de placement nouveaux, dans des classes d'actifs alternatives. Ces raisons ont conduit à un certain essor du marché, notamment en matière de *catastrophe bonds* (*cf.* graphiques ci-après).

Émissions et encours des *catastrophe bonds*



Source : Guy Carpenter Securities, 2008.

Cependant, la crise de confiance issue des déconvenues de nombre d'investisseurs en produits structurés adossés peut avoir deux conséquences pour les assureurs sponsors d'opérations de titrisation.

Premièrement, l'analyse et l'évaluation d'une obligation adossée à un actif réel sont compliquées et l'histoire récente dans le marché des « *subprimes* » a montré qu'un événement massif pouvait prendre en défaut l'analyse du *rating* du titre par les agences de notation et, peut-être même, la garantie apportée par les rehausseurs de crédit.

Deuxièmement, la faible liquidité des *insurance linked securities* rendrait leur vente très coûteuse en cas de dégagements massifs dans le marché de gré à gré. Il est donc probable que les investisseurs seront désormais plus exigeants sur la qualité des montages proposés et que le coût en intérêt s'accroisse légèrement pour les assureurs sponsors.

Le cas des assureurs *monolines*

Les rehausseurs de crédit, souvent qualifiés d'assureurs *monolines* ou *crédit wrappers*, garantissent soit la qualité d'une notation financière (par exemple le AAA d'une dette obligataire émise par une municipalité), soit la valeur nominale de titres financiers (généralement des obligations) adossés à des actifs (prêts immobiliers, prêts étudiants, etc.) devenus fragiles : c'est notamment le cas des *collateralized debt obligations* ou CDO émises par les banques en représentation de prêts immobiliers et des *credit default swaps* ou CDS. Les *monolines* les plus importants opèrent aux États-Unis et à partir du territoire américain, tels MBIA, Ambac, FGIC, CIFG, etc.

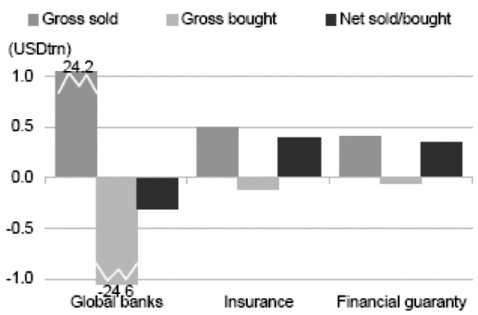
Compte tenu de leur position dans un montage de titrisation, les assureurs *monolines* sont en première ligne face aux défaillances des emprunteurs « *subprimes* » ; nombre d'entre eux sont en proie à de sérieuses difficultés financières se traduisant par une dégradation de leur propre notation par les agences de *rating*, et par de nécessaires et coûteuses augmentations de capital. Exemple significatif, le plus important *monoline* américain, MBIA, a annoncé un perte de 2,4 milliards de dollars au premier semestre 2008

Malgré cette délicate situation, les assureurs *monolines* ont développé une autre activité : la garantie des investisseurs dans le grand projet d'infrastructures, notamment dans le cadre des partenariats public/privé (les PPP). Les risques liés à cette activité en croissance ne sont pas corrélés avec ceux des garanties déjà accordées dans le cadre des titres financiers adossés aux crédits « *subprimes* ». Cette voie de diversification devrait permettre à la plupart des *monolines* de rebondir dans un avenir proche.

Cette activité de garantie financière a été également pratiquée par d'autres assureurs généralistes, puisque les données Fitch Ratings (2007) indiquent qu'assureurs et *monolines* sont des émetteurs nets de ces produits : il est à noter que l'américain AIG Financial Product représente une part considérable de la position totale des assureurs, le groupe AIG ayant annoncé une dépréciation de 11,47 milliards de dollars de ses actifs pour l'exercice 2007, notamment au titre de ses positions courtes en *credit default swaps*.

En Europe, Swiss Re annonce également une importante dépréciation de son portefeuille de *credit default swaps* au début de l'année 2008.

Montants notionnels des produits structurés de crédit par secteur



Source : Fitch Ratings, 2007.

Le cas des assureurs émettant des garanties RC professionnelle « *directors & officers* »

Les contrats d'assurance des mandataires sociaux (*directors & officers*) garantissent l'assuré, généralement un responsable d'entreprise, contre une demande d'indemnités provenant d'une partie prenante de l'entreprise à la suite d'un litige. Les mandataires sociaux sont les gérants, directeurs généraux, administrateurs, membres du conseil de surveillance, dirigeants de fait (directeurs financiers, etc.).

Leur mise en cause pour une erreur de gestion ou une fausse déclaration supposée entraîne leur responsabilité personnelle mais affecte également le fonctionnement et l'image de l'entreprise. Cette mise en cause peut être le fait d'un client, mais aussi d'un organe de contrôle, d'un actionnaire, etc. Le coût pour l'assureur consiste alors en des dommages et intérêts à verser, ainsi qu'en des frais de dossier (expertise, défense judiciaire, appel…).

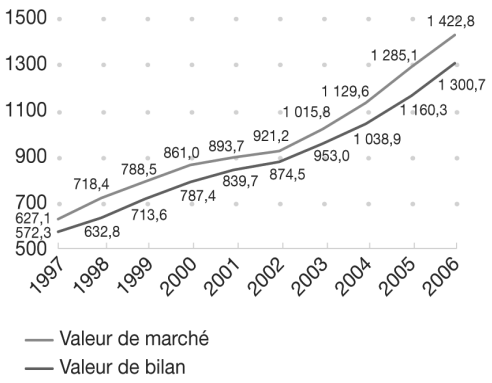
Dans le cas des banques, des sociétés de gestion de fonds et d'autres entreprises d'investissement, il est probable que de telles demandes se fondent sur la responsabilité des dirigeants quant aux choix d'investissement dans des actifs structurés désormais dépréciés. Les assureurs qui ont vendu de tels contrats, de façon importante, seront alors concernés par les conséquences judiciaires d'une crise de confiance entre les gérants et distributeurs de fonds structurés de crédit et certains de leurs clients. Les montants sont cependant difficiles à estimer et ne devraient de toute façon pas être d'une ampleur suffisante pour mettre tel ou tel assureur en difficulté.

L'impact sur les actifs de placement de l'assurance

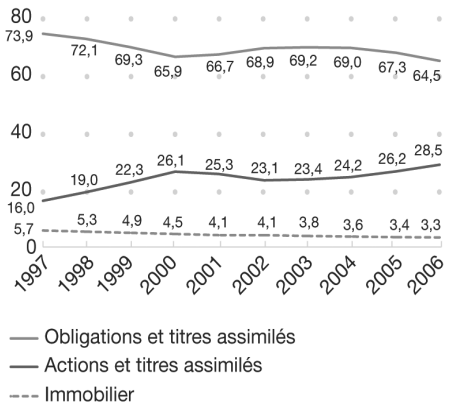
Les entreprises d'assurances et de réassurance ont un cycle de production qui les conduit à détenir un important portefeuille de placements, généralement composé d'actifs financiers (actions, obligations, titres de créances négociables) et d'une part de plus en plus faible d'actifs immobiliers. Les données fournies par la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) indiquent que les assureurs français détiennent un portefeuille de placement évalué à 1 422,8 milliards d'euros à la fin de l'année 2006 (FFSA, 2007), et dont une première estimation indique un total de 1 513,6 à la fin de l'année 2007 (FFSA, 2008).
La répartition de cet encours fait apparaître une part importante d'obligations et titres assimilés (*cf.* graphiques ci-après).

Les placements des sociétés d'assurances

Évolution, ensemble des sociétés
(en milliards d'euros)



Structure des placements de l'ensemble des sociétés
(valeur de bilan, répartition en %)



Source : FFSA, 2007.

À titre de comparaison, on peut citer le cas des assureurs anglais dont le portefeuille est composé d'une proportion d'actions nettement plus importante qu'en France [4] et celui des assureurs américains qui contient peu d'actions et beaucoup plus d'obligations et de titres du marché hypothécaire [5]. Plus globalement, l'industrie européenne de l'assurance gère un portefeuille évalué à 6 910 milliards d'euros à fin 2006 d'après le CEA – le Comité européen des assurances qui est la Fédération européenne des assureurs et réassureurs –, celui de l'industrie américaine étant estimé à 6 365 milliards de dollars à fin 2007 selon la Fed (la Réserve fédérale américaine).

Une entreprise d'assurances peut être concernée par la crise financière à travers ses placements financiers pour au moins trois raisons :

- l'assureur peut détenir directement des titres financiers adossés à des actifs dont la qualité serait devenue douteuse ;
- l'assureur peut détenir des parts de fonds d'investissement qui ont eux-mêmes investi dans des titres adossés à des actifs désormais douteux ;
- les fluctuations des taux d'intérêt consécutives à la crise des « *subprimes* » peuvent entraîner des variations de la valeur du portefeuille d'actifs financiers de l'assureur et/ou de ses plus-values latentes.

Le cas d'une détention directe de produits structurés ou dérivés de crédit

En qualité qu'investisseurs, les entreprises d'assurances achètent des produits structurés de crédit – *credit linked notes*, *collateralized debt obligations* – en tant que classe d'actifs alternative. Ces produits ont, en effet, un couple risque/rentabilité et un degré de corrélation au marché financier différents des classes d'actifs plus traditionnelles. L'enquête Fitch Ratings (2007) citée *supra* montre que, hormis l'assureur américain AIG, la position nette des assureurs détenant directement ce genre de produit est assez faible. La Fed estime leur exposition aux actifs de type *mortgage* à 328 milliards de dollars à la fin de 2007, soit moins du dixième de celle des banques.

En outre, la règlementation des placements des entreprises d'assurances, bien que différente d'un pays à l'autre, prévoit généralement des contraintes telles qu'une congruence entre passifs techniques et actifs de couverture des engagements (montant, localisation géographique, devise de libellé, etc.) et limite ou interdit l'utilisation des instruments financiers

dérivés en dehors d'opérations de couverture ou d'anticipation d'un placement (c'est notamment le cas en France).

Pour ces deux raisons, il semble peu probable que les portefeuilles d'actifs de la plupart des assureurs contiennent des lignes importantes de titres adossés aux fragiles « *subprimes* ». Il est en revanche parfaitement possible qu'un assureur détienne des parts de fonds d'investissement ayant eux-mêmes acquis des produits structurés de crédit.

Le cas d'une détention indirecte de produits structurés ou dérivés de crédit

Les placements d'un assureur sont essentiellement constitués de titres financiers, actions, obligations et parts de fonds d'investissement (*mutual funds*, OPCVM – Organisme de placement collectif en valeurs mobilières –, etc.), plus de quelques actifs immobiliers. L'assureur gère lui-même son portefeuille ou peut déléguer la gestion d'une partie de ce portefeuille à une entreprise d'investissement spécialisée. Ainsi, *via* des titres d'OPCVM ou *via* la gestion déléguée, le portefeuille peut contenir des produits structurés de crédit, même dans l'hypothèse où aucune détention directe n'est choisie.

Le contenu précis des fonds dans lesquels l'assureur a investi – tout comme les choix détaillés d'un gérant de portefeuille – n'est pas toujours parfaitement connu de l'assureur. C'est particulièrement le cas des fonds investis en obligations et en titres de créances négociables (billets de trésorerie, certificats de dépôts, etc.). Les fonds obligataires et les fonds monétaires sont régis par des méthodes de gestion actives ou indicielles et le gérant du fonds dispose d'une certaine latitude pour effectuer ses choix ; il est donc difficile pour un assureur d'évaluer en temps réel et en permanence son exposition à la crise des « *subprimes* ». En outre, un assureur qui identifierait une position fragile en termes de risque de crédit chercherait probablement à la réduire, s'exposant alors à un risque de liquidité au moment de céder les parts du fonds concerné, à l'image de ce qui s'est produit pour certains fonds d'investissement monétaires en août et septembre 2007 (Folus, 2008). Cette difficulté s'estompe cependant au fur et à mesure que le début de la crise des « *subprimes* » s'éloigne… et tant qu'aucun nouveau terrain de défaillances n'apparaît (segment des prêts Alt-A, titrisation des crédits de cartes bancaires…).

L'impact des fluctuations des taux d'intérêt et d'indices boursiers sur le portefeuille d'actifs

Le portefeuille d'actifs financiers d'un assureur étant essentiellement composé d'obligations et d'actions, il est fortement sensible à la fluctuation du niveau des taux d'intérêt et à celle des indices boursiers.

Les anticipations inflationnistes et la crise du marché du crédit de fin 2007 et début 2008 se sont traduites par une tension sur les taux d'intérêt longs et une forte augmentation des taux courts. Dans ce contexte, les assureurs proportionnellement les plus investis en obligations voient la valeur de leurs portefeuilles diminuer : les Américains plus que les Européens [6], la vie plus que les dommages [7]. La duration des placements d'un assureur est relativement courte en assurance de dommages, nettement plus longue en assurance vie.

Dans ce second cas, une hausse du niveau des taux d'intérêt à long terme (taux des emprunts souverains plus *credit spread*) diminue la valeur actuelle du portefeuille de l'assureur, conduisant l'assureur à des dépréciations comptables. Les annonces de résultats 2007 des grandes entreprises d'assurances font apparaître des montants importants mais très variables : l'Américain AIG a déprécié pour 11,47 milliards de dollars d'actifs, les Européens Allianz et Axa ayant respectivement déprécié leurs actifs de 1,3 et 0,6 milliard d'euros, tandis que le réassureur Swiss Re a déprécié les siens pour 1,4 milliards de francs suisses.

Une fluctuation des taux d'intérêt à court terme a un impact assez réduit sur le portefeuille d'actifs financiers de l'assureur, compte tenu de sa composition. L'évolution récente (2006, 2007) des courbes de taux d'intérêt sur les principales devises de libellé des placements (dollar, euro, livre sterling) des grandes sociétés d'assurances indique une tendance à l'aplatissement (parfois à l'inversion), par suite de la hausse du niveau des taux courts, les taux longs n'ayant connu qu'une hausse relativement faible. Le second semestre de 2007 et le premier trimestre de 2008 connaissent des variations brutales du niveau des taux courts à cause de la crise de confiance qui paralyse certains segments des marchés monétaires interbancaires et à la suite des actions des banques centrales pour fournir des liquidités aux banques commerciales. Cette forte volatilité rend difficile l'évaluation des actifs de durée courte.

L'évolution des indices boursiers, enfin, a été relativement neutre en 2007, la plupart des grands indices ayant connu de faibles progressions ; les plus-values sur les cessions d'actions et les plus-values latentes ont donc été à peu près préservées sur l'exercice 2007. Cependant, les anticipations d'inflation pour 2008 et l'augmentation du degré d'aversion pour le risque des investisseurs ont engendré une baisse des indices boursiers en début d'année et une volatilité importante. Autrement dit, le risque cède la place à l'incertitude tant les prévisions de conjoncture sont variables, rendant difficile toute anticipation quant à l'évolution future des indices, et donc des plus-values.

Les assureurs de dommages, d'une part, les assureurs anglais, d'autre part, sont proportionnellement les plus exposés à l'investissement en actions.

Dans tous les cas, la comptabilisation des actifs et plus-values en juste valeur accroît la transparence des comptes puisque l'entreprise doit ajuster les valeurs publiées en fonction de l'évolution des marchés.

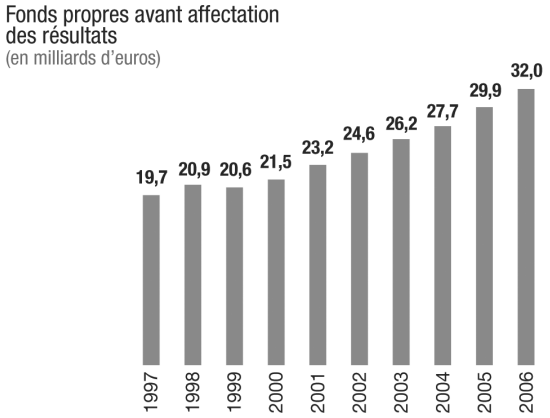
L'impact sur la solvabilité et sur les métiers des assureurs

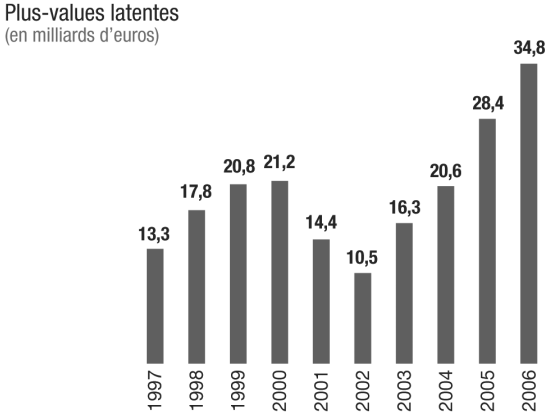
Les défaillances des crédits « *subprimes* » et la crise de confiance qui sévit sur les principaux marchés monétaires ne semblent pas avoir d'effet important sur les fonds propres des entreprises d'assurances, même si les résultats financiers pourraient pâtir de la situation. En revanche, les plus-values latentes – et donc le ratio de solvabilité – des entreprises d'assurances [8] pourraient diminuer, notamment en cas de baisse des marchés d'actions, en plus des tensions sur les taux d'intérêt. Ces fluctuations macrofinancières, comme la croissance économique générale, influencent les lignes de métiers de l'industrie d'assurance.

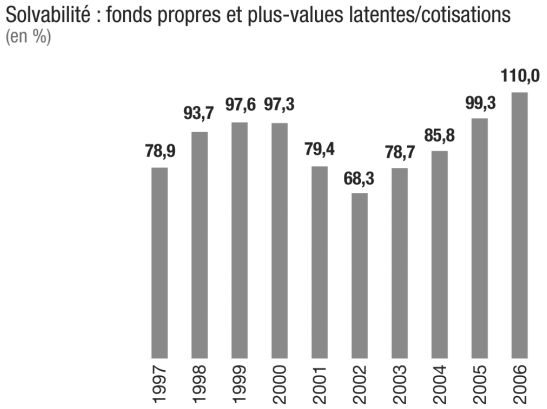
La solvabilité et les métiers de l'assurance de dommages et responsabilité

En simplifiant les choses, le ratio de solvabilité d'une entreprise d'assurance de dommages et de responsabilité doit être au moins égal à 16 % des primes ou cotisations de l'exercice ou 23 % des sinistres moyens des trois derniers exercices. Les données ci-dessous fournies par la FFSA montrent que l'assurance française des dommages couvre actuellement largement la marge réglementaire (le chiffre de 110 % en 2006 représente 6,875 fois la marge de 16 %) : la fonte d'une partie des plus-values, même importante, ne devrait pas remettre en cause la bonne solvabilité des assureurs de dommages. En outre, la baisse des marchés d'actions de la période 2000-2003 a conduit les assureurs à restaurer l'équilibre technique des contrats vendus : cet équilibre de l'exploitation rend les résultats des assureurs moins dépendants des marchés financiers.

Fonds propres, plus-values latentes et solvabilité des sociétés dommages







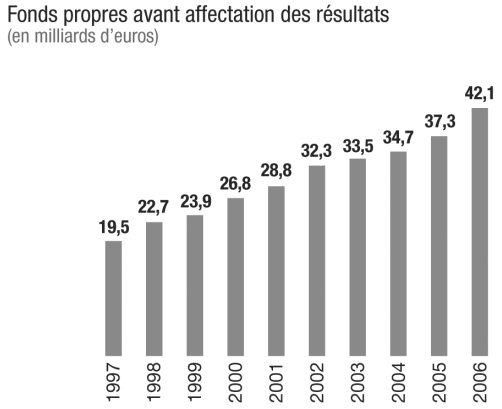
Source : FFSA, 2007.

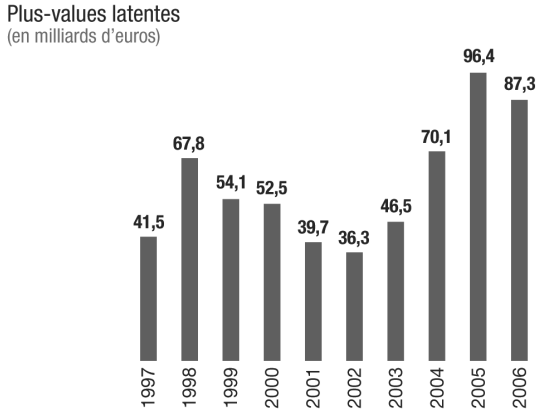
En termes de métiers, les turbulences financières ne devraient pas avoir d'impact direct sur le volume d'activité, les lignes de produits ou la stratégie des entreprises : leurs déterminants sont plutôt le niveau de la croissance économique ou l'évolution des marchés de l'immobilier, de l'automobile, etc. À noter le cas particulier de l'assurance crédit, dont le ratio de sinistralité pourrait pâtir de la moins bonne conjoncture.

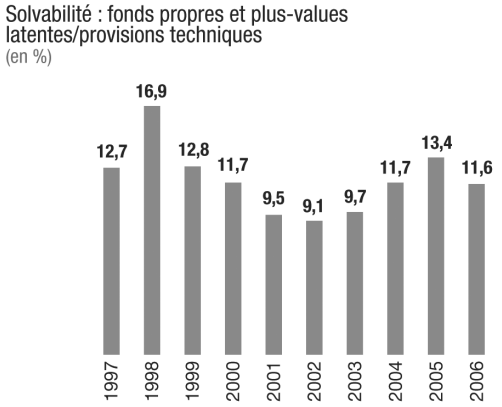
La solvabilité et les métiers de l'assurance vie et capitalisation

En assurance vie, le ratio prudentiel à respecter est un minimum de 4 % des engagements (en simplifiant beaucoup). Le ratio fonds propres et plus-values latentes sur provisions techniques constitue donc une approximation de la marge de solvabilité, les données de la FFSA montrant une couverture de 2,9 fois la marge réglementaire en 2006. L'importance des plus-values latentes, égales à deux fois la valeur des fonds propres, rend l'assurance vie plus sensible à leur réduction probable : une baisse de 50 % du montant des plus-values latentes réduirait le ratio de couverture de la marge à 1,9 fois. En la matière, les assureurs vie américains sont clairement plus exposés : les deux plus importants, MetLife Inc. et Prudential Financial annoncent des moins-values latentes respectives de 2,86 et 4,45 milliards de dollars à fin 2007, sur leurs placements. En outre, l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt en Europe (remontée des taux courts) est de nature à remettre en cause l'attrait des contrats d'assurance vie pour les clients qui pourraient arbitrer pour des placements courts, correctement rémunérés et plus liquides. En outre, une éventuelle augmentation des taux longs induirait des rachats de contrats [9] et, de fait, une diminution de la collecte d'épargne [10] ; cela nécessiterait alors pour les assureurs vie les plus exposés d'augmenter leur capital… Mais il s'agit là d'un scénario extrême, dépendant plus de la conjoncture future que de la crise (presque) passée. D'une façon plus fondamentale, la valeur des engagements techniques en assurance vie dépend du niveau des taux d'intérêt et de la longévité des individus ; l'évolution des lignes d'activité de l'assurance de personnes dépend de la forme de la courbe des taux, des produits concurrents en épargne et de la répartition des rôles entre industrie d'assurance et sécurité sociale.

Fonds propres, plus-values latentes et solvabilité des sociétés vie







Source : FFSA, 2007.

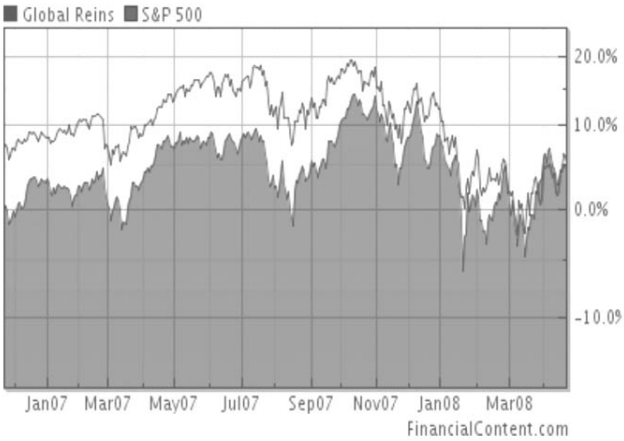
Le point de vue des investisseurs

L'évolution des cours boursiers des entreprises d'assurances et de réassurance cotées montre, que, à l'évidence, les investisseurs ont en partie dédouané ces entreprises d'une implication forte dans la crise financière. Cependant, on note une différence entre les assureurs d'Europe et ceux opérant aux États-Unis : selon les indices sectoriels et géographiques Dow Jones A.M. Best, le marché européen a sanctionné les actions des assureurs dans le sillage de celles des banques, alors qu'un certain décalage est apparu dans le cas du marché américain. L'ampleur de la baisse des cours est à peu près identique dans les deux marchés mais la remontée des cours en Europe anticipe visiblement une évolution des résultats un peu plus favorable ou un peu plus rapide. Les réassureurs sont moins directement concernés parce que leurs résultats sont d'abord liés à une diversification géographique ou à un degré d'exposition aux risques catastrophiques ; ils sont, en outre, moins présents dans les branches vie et peuvent offrir aux cédantes fragilisées par la crise des solutions pour restaurer leur solvabilité. Ceux qui auront été néanmoins touchés par la crise pourront, avec plus de facilité que les assureurs, moduler leur exposition aux crédits risqués (en racheter à bas prix par exemple), puisqu'ils ne sont pas directement engagés face aux assurés.

Finalement, la vie économique est faite d'une alternance de périodes calmes et de crises (Zajdenweber, 2001) et l'industrie de l'assurance surmontera d'autant mieux les turbulences financières de l'année 2008 qu'elle aura su améliorer son ratio combiné dans ses branches traditionnelles, revenir aux fondamentaux économiques pour créer des revenus durables. Les entreprises européennes, notamment celles n'étant que peu exposées aux produits structurés, devraient voir leurs métiers évoluer en fonction des anticipations économiques d'ensemble, et non pas en fonction du dénouement des difficultés actuelles dans certains marchés de crédit.

D'une façon plus générale, les soubresauts de la conjoncture, même lorsqu'ils atteignent des proportions importantes, ne sont pas de nature à remettre en cause les métiers mais plutôt à infléchir les lignes d'activité, à accroître le degré d'expertise des gestionnaires et le recentrage sur les métiers de base.

Indices boursiers Dow Jones A.M. Best Insurance



(Source : A.M. Best, 2008)

Notes

1. Centre d'études et de recherches sur les organisations et la stratégie

2. Les prêts Alt-A sont une catégorie intermédiaire entre les « subprimes *» (la moins bonne qualité) et les «* primes *» (la meilleure qualité).*

3. Le régime juridique français de la titrisation a été modernisé en 2003, 2004 et 2007, notamment les possibilités et prérogatives des fonds communs de créances en tant que special purpose vehicles.

4. Une raison importante est que le marché obligataire corporate *anglais est assez peu développé.*

5. Les différents compartiments du marché obligataire américain sont très développés (obligations corporate, *municipales, hypothécaires, etc.) et le ratio prudentiel* Risk Based Capital *applicable aux États-Unis est très exigeant en fonds propres pour un assureur qui investit en actions.*

6. Les portefeuilles américains contiennent une plus grande proportion d'obligations et des titres hypothécaires.

7. Les assureurs vie possèdent une proportion d'obligations supérieure à celle des assureurs de dommages.

8. En Europe, la solvabilité est mesurée par le degré de couverture du ratio prudentiel réglementaire, ou marge de solvabilité, qui s'exprime comme l'addition des fonds propres et les plus-values latentes rapportée à un pourcentage des primes ou des engagements.

9. Une hausse des taux longs incite les assurés à racheter leurs contrats pour investir leur épargne à un taux plus élevé. Une baisse des taux à long terme accroît au contraire la valeur actuelle des placements et des engagements techniques et incite les assurés à abonder leurs contrats anciens à taux de capitalisation minimal garanti si ce dernier est supérieur au taux du marché (ce contexte est de plus en plus rare, la réglementation ayant évolué dans les années 1990).

10. La FFSA annonce une baisse de 10 % de la collecte d'épargne au premier semestre 2008, notamment à travers les contrats en unités de compte. A titre d'exemple significatif, la CNP, premier assureur vie en France, annonce une diminution de 22,1 % de son chiffre d'affaires au premier trimestre 2008.

Bibliographie

AXA, « Titrisation d'un portefeuille français d'assurance automobile de particuliers », décembre, 2005, site internet www.axa.com

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, « Credit Risk Transfert : Developments from 2005 to 2007 », April, 2008, pp. 1-79.

BEST, A.M., « A.M. Best Insurance Indexes », 2008, disponible sur le site www.ambest.com

CROUHY, M. ; TURNBULL, S.M., « The Subprime Credit Crisis of 07 », Special paper, Economic research, Natixis, March, 2008, pp. 1-26.

CUMMINS, J. D., « Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities », The Wharton Financial Institutions Center, The Wharton School, 2004, pp. 1-49.

FFSA, *L'assurance française en 2006*, Fédération française des sociétés d'assurances, Paris, 2007.

FFSA, *Assurer*, n° 107, janvier, Fédération française des sociétés d'assurances, Paris, 2008.

FITCH RATINGS, « CDx Survey », July, 2007, pp. 1-16.

FITCH RATINGS, « Fitch Ratings 1991-2007 Global Structured Finance Transition and Default Study », 2008, pp. 1-36.

FOLUS, D., « La titrisation des risques assurantiels », thèse, université Paris-Dauphine, 1997, pp. 1-460.

FOLUS, D., « Actifs monétaires de placement », *in Lamy Patrimoine*, Lamy, mai, 2008.

GUY CARPENTER SECURITIES, « The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007 : The Market Goes Mainstream », 2008, pp. 1-48.

ISDA, « 2007 Mid-Year Market Survey », 2008, disponible sur le site www.isda.com

SWISS RE, « Securitization – new opportunities for insurers and investors », Sigma, n° 7 of 2006, Zurich, 2006, pp. 1-40.

ZAJDENWEBER, D., *Économie et gestion de l'assurance*, Economica, Paris, 2006.

ZAJDENWEBER, D., *Économie des extrêmes*, Flammarion, Paris, 2001.

La fin des titrisations d'assurance ?

Guillaume Gorge

Directeur des Risques IARD, Groupe Axa

Les titrisations d'assurance seront-elles emportées par la défiance créée par la crise des « subprimes », ces titrisations de créances hypothécaires américaines de faible qualité ? Ne serait-il pas temps pour les assureurs, comme le suggérait The Economist [1]*, de revenir à leur métier de base au lieu de copier les banquiers et leurs développements financiers sophistiqués ? Dans un article publié dans la revue* Risques *il y a deux ans, après une comparaison terme à terme des deux moyens de financement à la disposition des assureurs que sont la titrisation et la réassurance [2], je concluais que le développement considérable de la titrisation d'assurance ne remettait pas en cause l'activité des réassureurs, basée sur une connaissance approfondie des risques souscrits. Il me semble que la crise actuelle des « subprimes » vient conforter ce rôle tout à fait essentiel de la réassurance, en révélant combien il a manqué précisément d'acteurs connaissant réellement les risques de crédits hypothécaires et étant en mesure de les contrôler.*

*Il semble cependant, aujourd'hui, aussi prématuré d'annoncer la mort de la titrisation d'assurance qu'il l'était hier d'annoncer celle de la réassurance. Un premier indice peut venir de la santé même du marché des ILS (*Insurance Linked Securities*), qui a connu une année record d'intervenants et d'émissions en 2007 (7 milliards USD d'émissions publiques en 2007, soit plus de 49 % de croissance par rapport à l'année précédente [3]). De façon plus argumentée, cette vigueur du marché des ILS ne peut s'expliquer que par une efficacité certaine des transferts de risque d'assurance au profit du marché financier que nous proposons ici de rappeler. Néanmoins, les premiers enseignements de la crise des « subprimes » nous conduisent à préciser quelle valeur ajoutée ces instruments financiers pourraient réellement apporter à l'industrie de l'assurance.*

Pertinence du modèle de transformateur de risque en période de crise

La titrisation d'assurance a pour but de céder directement les risques de l'assureur au marché financier et de lui permettre ainsi de se concentrer sur son métier d'assureur sans dépendre de la volatilité liée aux risques d'assurance.

En effet, une entreprise maximise *théoriquement* sa valeur du point de vue des investisseurs en supprimant complètement toute source de risque, sauf les exceptions suivantes [4]:

- si l'illiquidité de ce risque le rend coûteux à négocier ;
- si cette entreprise a une compétence dans ce risque qui lui permette de « surperformer » le marché.

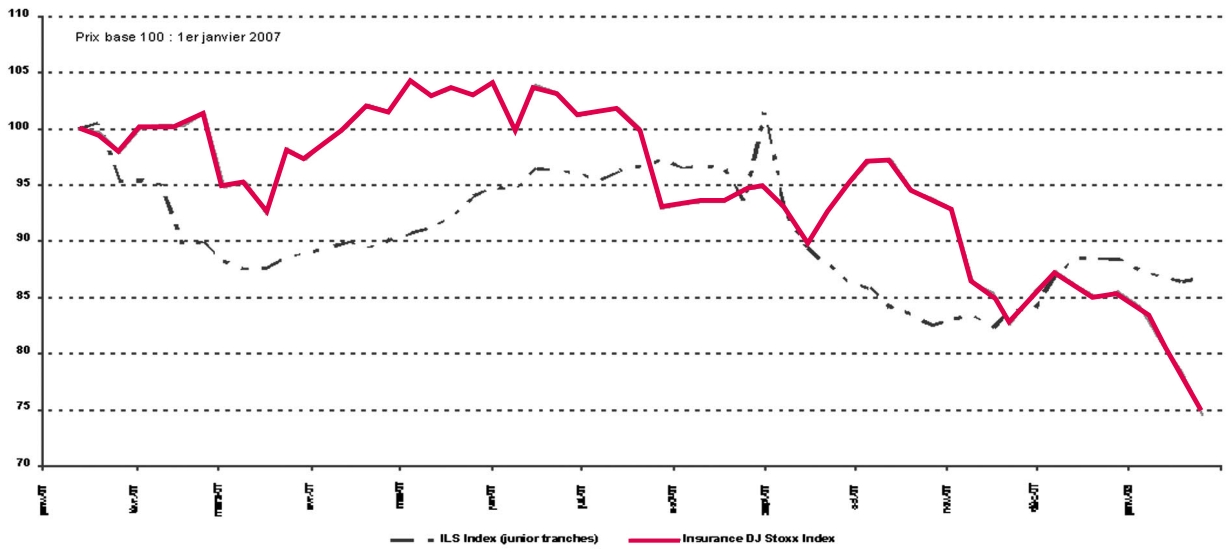
La mesure de la performance de l'entreprise est alors plus *accessible* aux investisseurs, surtout si elle gère des risques importants, en isolant ces risques du reste de l'activité. Appliqué à l'assurance, ce principe

change radicalement la vision de l'assureur dont le rôle n'est plus de porter les risques mais de les transformer.

Or, la crise des « *subprimes* » confirme cette utilité fondamentale de la titrisation : dans les périodes particulièrement agitées, les investisseurs s'abstiennent d'investir dans les sociétés à risques, et particulièrement dans les sociétés financières ou d'assurances où ce risque est immatériel et donc plus difficile à appréhender. Néanmoins, ces mêmes investisseurs n'hésitent théoriquement pas à investir dans les risques d'assurance proposés sous forme de titrisation, qui eux sont normalement plus simples à appréhender. Et, effectivement, la crise des « *subprimes* » semble confirmer cette intuition : le marché des risques d'assurance (ILS) affichait en début d'année 2008 une solide performance, et ce, particulièrement pour les tranches les plus exposées. Le prix des tranches BB des *catbonds* est même descendu pour la première fois en dessous du prix des obligations de sociétés notées BB en février 2008.

Parallèlement, le parcours boursier de la plupart des assureurs était plus que médiocre comme on peut le voir sur le graphe ci-après.

Résistance du marché de la titrisation d'assurance



Source : Dow Jones et données marché ILS Swiss Re.

Cette crise est donc une confirmation de l'intérêt de limiter les sources de risque pour les assureurs et donc d'utiliser à long terme de façon plus systématique la titrisation.

Quelques enseignements de la crise des « *subprimes* »

Au sens strict, la crise des « *subprimes* » apparaît aujourd'hui comme une crise d'information finalement assez classique du point de vue de l'investisseur. Les premières études soulignent que le transfert systématisé de tout le risque des « *subprimes* » au marché financier a eu pour conséquence de baisser le niveau d'exigence des règles d'acceptation des prêts [5] et cela du fait d'un manque d'alignement manifeste entre les intérêts de l'émetteur et de l'investisseur.

Pourtant, ces problèmes d'information sont très classiques et sont à la base de la théorie de la finance d'entreprise **: éviter que, en transférant le risque, on réduise toute incitation à le limiter de la part de l'émetteur**. Non seulement certains émetteurs n'ont plus conservé aucun risque (la tranche *equity*, équivalente de la franchise, ne jouant dès lors plus son rôle d'incitation à réduire ces risques), mais les autres garde-fous n'ont pas joué leur rôle. En effet, les

intermédiaires permettant aux investisseurs d'entrer dans le marché du crédit immobilier américain, sans connaissance particulière, n'ont pas tenu les engagements qui étaient attendus d'eux. En l'occurrence :

- les agences de notation, en notant les obligations adossées aux « *subprimes* », devaient permettre à l'investisseur, même s'il ne connaît pas le risque, de le souscrire en connaissance de cause ;

- les assureurs rehausseurs de crédit dits *monoline* (MBIA, etc.), qui assurent le risque en haut des programmes et crédibilisent ainsi fortement la notation d'une agence, devaient jouer leur rôle de signal pour l'investisseur, non seulement sur la tranche rehaussée, *mais aussi sur tout le programme de titrisation.*

Le cas des assureurs *monoline* est particulièrement pertinent pour notre problématique car il illustre, en creux, les risques – mais aussi les caractéristiques différentes de la titrisation d'assurance – du fait de la présence des réassureurs.

En effet, en première approximation, les assureurs *monoline* jouent un rôle proche de celui des réassureurs pour les ILS : donner une information sur le risque de première qualité au marché financier [6]. Néanmoins, les différences sont aussi importantes :

- le réassureur est un investisseur privilégié puisqu'il a souvent accès à des informations qui ne sont pas du domaine public (connaissance des sinistres et de leur gestion, de la qualité des souscripteurs, etc.) ;

- l'assureur *monoline* intervient en théorie à des niveaux dits *super-seniors,* à probabilité très faible. Pour ces risques rares, la modélisation est essentielle – et non la connaissance des spécificités des portefeuilles. Il a certainement manqué d'un certain bon sens dans l'utilisation des modèles. Ce bon sens est néanmoins plus facile à exercer quand les risques modélisés sont des risques fréquents (ce qui n'est pas le cas des tranches dites *super-seniors* par définition !) et diversifiés car, alors, l'expérience des souscripteurs peut s'exercer.

Quelques leçons pour la titrisation d'assurance

Paradoxalement, la crise des « *subprime* » vient confirmer les conditions de succès de la titrisation d'assurance.

Tout d'abord, nous soulignerons la nécessité que les risques conservés soient aisément identifiables pour rendre l'assureur le plus accessible possible à ses actionnaires. Cela implique la standardisation des opérations de titrisation, ainsi que la réduction au maximum de tout risque lié à la transaction elle-même. À ce titre, il est encourageant de voir se développer de plus en plus de contrats liés aux risques pris par l'assureur lui-même, et non à un indice paramétrique qui peut être assez éloigné du coût réel de l'assureur.

De plus, nous pensons que les réassureurs devraient naturellement être partie prenante des titrisations d'assurance en souscrivant les tranches basses (et non les tranches *seniors* comme les assureurs *monoline*), car ce sont celles qui demandent le plus de connaissance spécifique du risque transféré (en dehors évidemment de la tranche *equity* conservée par l'assureur comme franchise assurant l'alignement des intérêts de toutes les parties). Sur ces tranches, l'essentiel n'est pas le coût du capital – elles en utilisent relativement peu – mais, surtout, la capacité à connaître de façon adéquate les risques : les réassureurs ont donc un avantage par rapport au marché financier sur les tranches basses s'ils ont développé une connaissance poussée des risques.

Sur ce dernier point, la crise des « *subprimes* » a montré l'importance de modèles de risque qui soient fondés non seulement sur un travail économétrique rigoureux, mais aussi sur une compréhension fine des phénomènes modélisés. Pour développer les titrisations, et simplement pour donner à leurs investisseurs une plus grande transparence, les assureurs doivent inciter aux développements de modèles de risque fiables et communicables : risque catastrophe, modèle de longévité, de mortalité extrême, mais aussi risque lié au comportement des assurés… Cela peut passer

par un soutien de la recherche académique dans ce domaine (comme par exemple La Fondation du risque).

Titrisation et gestion actif/passif

Enfin, nous ne voudrions pas clôturer cette réflexion sans proposer quelques pistes pour la question qui vient juste après : Quelle est la pertinence pour un assureur d'investir dans des classes d'actifs « exotiques », de type CDO (*Collateralized debt obligations*) par exemple, plutôt que dans des actifs sans risque, puisque ce sont ces investissements qui ont éventuellement pénalisé les résultats des assureurs ?

Selon le principe énoncé précédemment qu'un assureur a intérêt à réduire ses risques, quel avantage en effet un assureur a-t-il à prendre des risques financiers ?

Une réponse peut venir justement de la spécificité de la valeur de l'assurance, la prime d'illiquidité. Grâce à ce que Warren Buffet appelle le *float* [7] (la conservation de la prime avant le paiement des sinistres), l'assureur a la possibilité de se financer à des conditions privilégiées et, surtout, sans risque de liquidité. S'il possède une expertise poussée de gestion d'actifs – et particulièrement des actifs illiquides –, un assureur a intérêt à l'utiliser comme le fait Berkshire Hattaway avec autant de succès.

Cela a une conséquence pratique sur la structuration des titrisations d'assurance. Un assureur veillera en effet à les structurer pour conserver les actifs financiers en face des provisions et, ainsi, en conserver la gestion : la titrisation aura alors une forme proche d'un *stop-loss* en réassurance. Le marché financier ne payant aucune prime d'illiquidité, l'assureur la perd en effet s'il transfère aussi les *cash-flows* avec la titrisation. Par contre, un assureur qui décide de ne pas investir lourdement en compétence de gestion d'actifs, et qui donc est prêt à perdre cette prime d'illiquidité, aura intérêt à ne garder aucun risque même d'actifs et donc à titriser aussi les *cash-flows* (équivalent à des quotes-parts de réassurance), afin de rendre le plus transparent possible sa performance.

Conclusion bien provisoire

La crise des « *subprimes* » est encore bien trop récente et les contrecoups nombreux pour en tirer ici tous les enseignements. Il est probable que cette crise réduise au moins temporairement la croissance forte que le marché des titrisations d'assurance a connue ces dernières années. Pourtant, nous ne pensons pas qu'elle remette en question le modèle de la titrisation d'assurance. Elle en rappelle néanmoins les critères-clés : standardisation des opérations et transfert intégral du risque au-dessus de la rétention de l'assureur, qualité et transparence des modèles utilisés et, enfin, pour les opérations complexes, confirmation du prix et du risque transféré par le marché de la réassurance.

Notes

1. « The biggest losers are those who tried hardest to behave like banks and sought to jettison their industry's plodding image. A case in point is American Insurance Group (AIG), the world's largest insurance company, which recently had to write down $4.9 billion of swaps related to collateralised-debt obligations. Swiss Re has already written down $1 billion or so on two related credit-default swaps. Such mishaps suggest insurers, too, need to remember that modelling risks is not necessarily the same thing as managing them. », The Economist, *March 1st , 2008, « Next year's model ? »*

2. Guillaume Gorge, « Titrisation et réassurance », revue Risques, *69, mars, 2007.*

3. « The Catastrophe Bond Market at Year-End 2007 : The Market goes Mainstream », Guy Carpenter, janvier, 2008.

4. Kenneth A. Froot, « Risk management, capital budgeting, and capital structure policy for insurers and reinsurers », The Journal of Risk and Insurance, *74, 2007, pp. 273–299.*

5. Sur l'effet de la titrisation sur l'assouplissement des critères de sélection des crédits, voir par exemple, Mian, Atif R. and Sufi, Amir, « The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default

Crisis » (January 1, 2008), Available at SSRN : http://ssrn.com/abstract=1072304

6. Nous avons déjà développé ce point sur la réassurance comme insider *dans l'article « Titrisation et réassurance », cf. note 2.*

7. Cf. la lettre aux actionnaires 2005 de Berkshire Hattaway : « Unlike many business buyers, Berkshire has no exit strategy. We buy to keep. We do, though, have an entrance strategy, looking for businesses in this country or abroad that meet our six criteria and are available at a price that will produce a reasonable return. If you have a business that fits, give me a call. Like a hopeful teenage girl, I'll be waiting by the phone. [...] For new readers, let me explain. Float is money that doesnt belong to us but that we temporarily hold. Most of our float arises because (1) premiums are paid upfront though the service we provide insurance protection is delivered over a period that usually covers a year and ; (2) loss events that occur today do not always result in our immediately paying claims, because it sometimes takes many years for losses to be reported (asbestos losses would be an example), negotiated and settled. »

Assurance et inflation : un couple explosif ou une relation contrôlable ?

Jean-Louis Bancel

Président, Association internationale des banques coopératives (AIBC)

Ancien président de la Fédération internationale des mutuelles et coopératives d'assurance (ICMIF)

Aux dernières nouvelles, l'inflation a atteint le rythme annuel de 3,5 % dans la zone euro. On connaît la préoccupation du président de la Banque centrale européenne (BCE) qui est d'éviter l'effet second tour, à savoir, la propagation au niveau des salaires et revenus de l'inflation constatée sur les matières premières. En dépit de la politique de taux élevés de la BCE, les assureurs vont-ils bientôt crier « au secours ! l'inflation est de retour » ?

À cela s'ajoute, comme élément de crainte depuis le déclenchement de la crise financière, la référence à la crise de 1929. Il faudrait donc plutôt craindre la déflation que l'inflation. Sauf que les remèdes keynésiens peuvent, eux, engendrer une inflation postérieure.

Rappelons aux décideurs politiques et économiques cet adage de l'assurance incendie : « indemniser le dégât des eaux consécutif à l'extinction d'un début d'incendie est moins coûteux que de prendre en charge la destruction des structures et la reconstruction d'un bâtiment entièrement ravagé par les flammes ». *Les « pompiers de l'économie » doivent agir avec vigueur pour enrayer la crise. Un des éléments du « dégât des eaux consécutif », à savoir l'injection de liquidités en cours, pourrait certainement être une poussée d'inflation.*

Cela ne manquera pas d'avoir des incidences sur l'activité des assureurs. C'est donc à une réflexion prospective et comparative quant à l'incidence de l'inflation sur l'activité des assureurs que nous invitons le lecteur.

Comme de nombreuses activités économiques, l'assurance ne peut se développer de façon harmonieuse que dans le cadre d'une stabilité politique, juridique et économique. Par nature, cette activité est plus sensible que d'autres aux facteurs d'incertitude. La fonction de l'assurance étant de prendre en charge la survenance d'évènements aléatoires, il est souhaitable pour le bon déroulement de ses opérations que le reste de l'environnement soit stable. Cette nécessaire réduction des facteurs d'incertitude s'explique, par ailleurs, par l'inversion du cycle de production (l'encaissement des cotisations avant la détermination du coût réel des sinistres). Les facteurs d'incertitude intrinsèques au métier sont :

- la date de survenance de l'évènement aléatoire couvert (on voit déjà poindre ici l'incidence de l'érosion monétaire sur le principe de capitalisation

qui s'applique au métier de l'assurance pour garantir le maintien de la valeur nominale des engagements à l'égard de l'assuré) ;
- la dérive de la fréquence de survenance des évènements couverts par rapport aux données statistiques intégrées dans la construction du tarif de l'assureur ;
- enfin, le coût réel du sinistre à l'issue du processus d'indemnisation.

Les deux premiers facteurs pèsent pour tous les types d'activités d'assurance (assurance vie et assurance de dommages). En revanche, le troisième facteur ne concerne que les assurances à caractère indemnitaire [1]. D'ores et déjà, il nous est possible de pressentir les éléments de déstabilisation qu'induira l'inflation en tant que facteur de remise en cause du nominalisme monétaire, partie intégrante du contrat d'assurance.

Les assurés ont souffert des périodes d'inflation du XXe siècle

Tous ceux qui ont étudié l'entre-deux-guerres mondiales savent que l'activité d'assurance en est ressortie fortement discréditée du fait d'un respect strict du nominalisme monétaire qui a conduit à la fonte dramatique en valeur réelle des engagements des assureurs à l'égard de leurs assurés. Cela est rappelé par Denis Kessler, alors président de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) dans une interview à variance [2]. À la question « La capitalisation a-t-elle laissé de mauvais souvenirs dans l'esprit des Français ? », il répondait : « *C'est que la France a connu des époques d'hyperinflation correspondant au financement par l'État des deux guerres mondiales. Ce n'est pas la capitalisation qui a ruiné les épargnants mais l'État qui choisit de monétiser sa dette.* »

L'assurance a pâti du nominalisme monétaire et de l'obligation réglementaire d'investir quasi exclusivement en titres de la dette d'État, qu'il s'agisse de rente perpétuelle ou d'emprunts de longue durée avec une faible rémunération. La réglementation de l'assurance était davantage conçue pour garantir des ressources destinées à couvrir la dette publique que pour protéger les assurés. À décharge, indiquons que le marché des actions d'entreprises privées était loin de présenter la profondeur, la liquidité et la transparence nécessaires pour en faire un support de l'affectation des placements des investisseurs institutionnels que sont les assureurs.

Ces périodes sombres ont laissé des traces dans la conscience collective à plusieurs titres. D'abord, parce que les assurés ont souffert ; mais aussi, en contrepartie, parce que le secteur de l'assurance en a beaucoup pâti, plusieurs types de mesures ont été ultérieurement institués pour éviter la réédition des mêmes conséquences de l'inflation.

L'évolution des règles du secteur comme palliatif à l'inflation

Les évolutions apportées aux règles du secteur ont diminué l'exposition des assurés à une inflation modérée. En effet, plusieurs mesures prises après la Seconde Guerre mondiale permettent de pallier les effets néfastes de l'inflation pour les assurés.

Dans le domaine des assurances de dommages

Dans ce domaine, le principe indemnitaire (à savoir la réparation intégrale du dommage subi à la date de survenance du sinistre) est, par sa nature, une mesure de protection des assurés contre l'inflation. Toutefois, face à l'éventuelle réticence de l'assureur à exécuter son obligation, il a fallu un réel renforcement des mesures coercitives d'exécution à l'encontre de la profession. Parmi celles-ci, citons de nouveau le calcul [3] du taux d'intérêt légal applicable aux débiteurs et, par ailleurs, les dispositions de la loi du 5 juillet 1985, dite loi Badinter, sur l'obligation d'offre d'indemnisation de la victime d'un accident

causé par un véhicule terrestre à moteur et sur les pénalités très importantes [4] qu'elle contient en cas d'offre insuffisante ou tardive.

L'ordonnance du 30 décembre 1958 sur l'interdiction de l'indexation générale destinée à prévenir le retour d'une inflation par contagion a permis des dérogations sectorielles dont l'assurance a pu bénéficier. C'est ainsi que, aujourd'hui, les contrats d'assurance de dommages – en particulier les contrats multirisque habitation – comportent une indexation des cotisations par rapport à un indice sectoriel, le plus souvent l'indice de la construction. Par ce moyen, l'assuré est protégé des effets de l'érosion monétaire. Toutefois, la référence à cet indice sectoriel peut également se révéler insuffisante en cas d'évolution sectorielle de la valeur des biens immobiliers (du fait en particulier de la pression sur le coût du foncier) par rapport à la seule évolution du coût de la construction qui n'intègre que le coût des intrants et de la main d'œuvre. Un tel phénomène de décalage est aujourd'hui manifeste pour les immeubles des grandes agglomérations. L'expérience montre que, lors de la souscription des contrats, les ménages sont loin d'avoir une idée claire de la valeur réelle de leur patrimoine immobilier et des meubles qu'il incorpore. Heureusement, la fréquence des sinistres dans ce secteur est faible et les assureurs ont trouvé des palliatifs qui évitent d'appliquer avec rigueur le principe de la réduction proportionnelle d'indemnisation en cas d'insuffisance de la valeur des cotisations payées. Il découle de cette démarche pragmatique des assureurs, en faveur des assurés, une connaissance relativement assez imparfaite de la valeur des biens protégés lorsqu'il faut faire l'évaluation des engagements des assureurs sur des sinistres majeurs comme les catastrophes naturelles.

Dans le domaine de l'assurance vie

En ce qui concerne l'assurance vie, le premier outil pour pallier la dérive monétaire est le taux de capitalisation [5] destiné à « escompter » le rendement futur raisonnable résultant du placement par l'assureur des cotisations payées par le souscripteur du contrat. Afin d'éviter des anticipations excessives des assureurs, la réglementation a fixé des limites strictes à ce taux [6] qui doit être considéré comme un dispositif d'indexation des cotisations et des capitaux garantis.

Eu égard aux écarts entre le taux technique et la réalité de l'activité financière de l'assureur, le principal dispositif qui permet de pallier les effets néfastes de l'inflation est la participation aux bénéfices au profit des assurés. Les cotisations étant calculées *ex ante* sur des bases actuarielles prudentes [7], le tarif recèle normalement des perspectives des excédents futurs. Depuis les années 1970, la réglementation a rendu obligatoire le principe d'une participation minimale des assurés aux bénéfices techniques et financiers des assureurs. L'assureur est tenu de restituer aux contrats d'assurance au minimum 85 % des bénéfices financiers générés. Rentrent dans l'assiette de ce calcul les produits réguliers des placements mais aussi les plus-values générées par la vente des actifs. Notons que, du fait de l'exacerbation de la concurrence, les assureurs s'engagent aujourd'hui contractuellement à faire bénéficier les contrats des assurés pour des niveaux de participation souvent supérieurs au minimum réglementaire. Ce dispositif, combiné avec un élargissement des catégories d'actifs autorisés par rapport aux règles en vigueur avant la Seconde Guerre mondiale, permet aux assurés d'être moins pénalisés en cas de reprise de l'inflation. Enfin, ajoutons que les dispositifs réglementaires de participation aux bénéfices autorisent les assureurs à constituer des provisions-réservoirs permettant d'étaler sur huit ans au maximum les produits financiers générés au cours d'un exercice. Cela permet de lisser les à-coups et de faire face aux éventuelles périodes de reprise d'inflation.

Il n'y a toutefois pas que des éléments positifs dans le constat. Tout d'abord, la reprise d'inflation ne manque pas de peser tôt ou tard sur le cours des actifs détenus par les assureurs. Un des premiers éléments qui pèsent est celui de la remontée des taux servis par les nouvelles générations de titres obligataires. Cela se traduit automatiquement par une diminution de la valeur faciale des générations antérieures d'obliga-

tions. Toutefois, la réglementation comptable française n'oblige pas les assureurs à dévaloriser les titres obligataires qu'ils détiennent en direct.

Cette réglementation repose sur l'idée qu'un assureur est en capacité de détenir les titres jusqu'à leur terme et qu'il n'aura donc pas à constater de moins-values sur son portefeuille obligataire. À cela s'ajoute, en cas de vente anticipée de titres obligataires, de faire jouer le dispositif de la réserve de capitalisation. En cas de vente d'obligations avec une plus-value, celle-ci ne rentre pas dans les bénéfices distribuables aux assurés mais est conservée pour être amortie sur la durée de vie qui restait à courir pour les titres vendus. En cas de moins-value constatée sur la vente d'obligations, celle-ci est imputée sur la réserve de capitalisation. Ajoutons que les assureurs ont été parmi les souscripteurs les plus friands des émissions de titres indexés sur l'inflation qui ont pu être émis depuis quelques années.

À cela s'ajoute l'obligation de constituer des provisions en cas de dépréciation significative d'actifs.

Ainsi, les assureurs ont-ils dans leur bilan des « amortisseurs » face aux effets de l'inflation sur la gestion de leurs actifs. Ceux-ci peuvent jouer pour autant que la reprise de l'inflation n'ait pas d'effet trop déstabilisateur sur les flux affectant les bilans. En effet, en cas de tarissement drastique des souscriptions, ou en cas de rachats massifs, il pourrait apparaître des déséquilibres dans la politique d'adéquation actif/passif. Cela semble peu probable dans le cas de remontée lente et régulière de l'inflation et pour autant qu'elle reste modérée.

Il est un dernier point qui pourrait avoir une incidence pour les assureurs vie en cas de reprise de l'inflation, c'est la découverte par certains assurés ayant souscrit des contrats en unités de compte qu'ils assument eux-mêmes les variations des actifs représentatifs de leurs cotisations. En cas d'incidence majeure de la reprise de l'inflation sur la valeur de ces actifs, les assureurs pourraient être critiqués. Il leur faudrait pouvoir démontrer aux assurés qu'ils n'ont pas failli à leur devoir de conseil lors de la souscription ou de la conversion du contrat passant ainsi de l'euro à des unités à valeur variable.

L'assurance est-elle bien prise en compte dans l'appréciation de l'inflation ?

Au-delà du rappel des mécanismes généraux de l'assurance nous souhaitons également consacrer quelques lignes à sa place dans le phénomène général de l'inflation.

Le débat récent sur la question du pouvoir d'achat a remis sur le devant de la scène la question de l'indice des prix. Il faut remarquer que l'assurance n'y occupe qu'une portion congrue alors que cette activité a crû dans le produit national brut (PNB) de notre pays.

Les assurances de dommages des ménages sont apparues sur le radar de l'Insee à la fin des années 1980 avec un indice de l'assurance automobile et un indice de l'assurance santé. Les autres composantes de la consommation d'assurance étaient apparues, à l'époque, comme négligeables pour devoir faire l'objet d'un suivi. L'intégration de l'assurance dans l'indice des prix a été confirmée et rendue obligatoire par l'Union européenne [8].

Dans l'indice, l'évolution des prix de l'assurance est mesurée par la variation des cotisations brutes payées par le consommateur. Il en résulte que l'évolution du coût des règlements assumés par l'assureur peut être atténuée par la baisse de la fréquence des sinistres. C'est ce qui s'est particulièrement passé en assurance automobile ces dernières années où la baisse de la fréquence des accidents a largement occulté pour le consommateur final l'envolée du coût des sinistres corporels ou matériels. En assurance santé, le désengagement de la Sécurité sociale a conduit à une augmentation de la charge des assurances santé complémentaires et a donc pesé sur l'augmentation de l'indice des prix. Ce dernier volet serait intéressant à étudier de près car les cotisations de Sécurité sociale ne sont pas prises en compte dans l'indice des prix puisqu'il s'agit de transferts. Il serait intéressant de simuler l'incidence sur l'indice des prix d'autres mesures de sortie du périmètre de la Sécurité sociale.

Enfin, il serait intéressant de vérifier que d'autres composantes de la consommation d'assurance, qui

ont connu un certain développement ces dernières années, continuent à être négligeables pour justifier leur maintien hors de l'indice des prix. En effet, le coût de la valeur ajoutée des assureurs vie n'est par exemple pas intégré dans l'indice, alors que le coût des services bancaires l'est.

Conclusion

Bien évidemment, tout ce qui a été mentionné ci-dessus n'a de pertinence que pour autant que l'inflation reste modérée. En cas d'apparition d'une hyperinflation (inflation à deux chiffres et plus), plus aucun des dispositifs décrits ci-dessus ne résisterait durablement. Sans doute faudrait-il rétablir des dispositifs créés dans des périodes similaires et qui ont été démantelés au cours des années glorieuses d'absence d'inflation – par exemple la prise en charge par les finances publiques de la revalorisation des rentes viagères.

Notes

1. Sont considérées comme des assurances à caractère indemnitaire les couvertures où l'assureur garantit la réalité du préjudice subi par l'assuré (par exemple en matière d'assurance de responsabilité civile). Ce type d'assurance est différent des assurances forfaitaires où l'assureur est tenu, dès la souscription du contrat, au versement d'un capital dont la valeur est fixée contractuellement. Cette différence ex ante *de l'évaluation des engagements de l'assureur explique la différence dans les calculs de la solvabilité, les besoins de solvabilité de l'assurance indemnitaire étant supérieurs à ceux de l'assurance forfaitaire.*

2. Revue des anciens de l'Ensaé (École nationale de la statistique et de l'administration économique), n° 4, interview par Nicolas Denis et Laurent Doubrovnine.

3. Le mode calcul retenu, en particulier depuis 1989, conduit à des taux annuels supérieurs à celui de l'indice annuel des prix.

4. Le taux de pénalité est le double du taux légal. L'assureur n'a pas d'intérêt à essayer de profiter de l'inflation.

5. Ce taux est également appelé le taux technique car il sert à calculer le tarif technique ou actuariel de l'assureur.

6. La réglementation le plafonne à 60 % du taux moyen des emprunts d'État. Pour différentes raisons, les assureurs ont actuellement tendance à calculer avec un taux technique à zéro, c'est-à-dire sans escompte des revenus et sans revalorisation des cotisations.

7. Tables de mortalité calculées sur des historiques, donc prudentes dans des périodes de rallongement de l'espérance de vie, et taux technique plafonné (voir supra*).*

8. Pour les aspects méthodologie voir l'article « Pour comprendre l'indice des prix » in Insee Méthodes 81-82, Cf. *règlement CEE n° 1617/1999 du 23 juillet 1999 sur les normes minimales pour le traitement de l'assurance dans l'indice des prix à la consommation.*

Les assureurs face à la crise : quels enseignements ?

Jean Azéma

Directeur général, Groupama S. A.

La crise économique et financière a – à quelques rares exceptions près – épargné les groupes d'assurances. Non qu'ils aient été plus chanceux, ou plus habiles, mais parce qu'ils n'exercent pas le même métier que les banques et que leur exposition aux classes d'actifs structurés les plus risquées est demeurée faible.

Pour autant, l'analyse et les enseignements de cette crise poussent à une extrême vigilance face aux réformes réglementaires qui se profilent pour les sociétés d'assurances.

Alors que les méthodes de valeur en risque se sont révélées côté bancaire totalement inadaptées pour prévoir réellement le coût de la crise dans les scénarios extrêmes, le même projet de directive Solvency II fonde toutes les mesures de risque sur cette méthode.

Le métier d'assureur est basé sur la confiance des assurés. Il apparaît donc urgent de se donner du temps pour éviter de mettre en place de nouvelles normes qui poseraient davantage de problèmes qu'elles n'entendent en résoudre.

La crise économique et financière : rappel des événements

Après des années d'augmentation des prix de l'immobilier et de baisse des taux aux États-Unis, la hausse par la Réserve fédérale de ses taux directeurs de 1 à 5,25 % entre 2004 et 2006, dans le but de contenir les tensions inflationnistes, a provoqué l'insolvabilité des emprunteurs les plus fragiles endettés à taux variable et a déclenché, à partir de 2006, l'effondrement du marché immobilier américain sous l'effet de l'afflux de biens saisis mis en vente.

La baisse de valeur des habitations à un niveau inférieur au montant des crédits qu'elles garantissaient a entraîné la faillite de plusieurs établissements spécialisés dans les prêts hypothécaires à risque. Face à cette débâcle, le système bancaire qui avait financé ces établissements spécialisés a demandé des remboursements anticipés, que ces derniers ne pouvaient satisfaire, accélérant les faillites.

Les crédits hypothécaires à risque (« *subprimes* ») ayant été largement financés par le recours à la titrisation, la crise affectant ces crédits a jeté la suspicion sur l'ensemble des véhicules de titrisation, spécifiques (RMBS, *residential mortgage backed securities*) ou diversifiés (CDO, *collateralized debt obligations*), entraînant la désaffection des investisseurs.

Les fonds d'investissement qui avaient investi dans les créances titrisées devenues illiquides se sont

trouvés en grande difficulté ; cela les a conduits à des ventes massives de leurs actifs liquides provoquant la chute des marchés à primes de risque (actions, dette hybride, marchés émergents, etc.).

Ces fonds ayant eu recours à l'effet de levier financé par les banques, le risque de défaut sur les crédits correspondants conduisait *de facto* à une réinternalisation, au moins partielle, dans les bilans des banques de risques supposés cédés aux marchés, augmentant le sentiment de défiance à l'égard de ces dernières.

L'incertitude sur l'exposition réelle directe et indirecte de chacun des établissements de crédit au risque des « *subprimes* » a suscité une véritable crise de confiance entre banques qui s'est traduite par une forte hausse des taux d'intérêt sur le marché interbancaire. Ces tensions sur le marché interbancaire, couplées au gel de toutes les opérations de titrisation, ont fait peser un risque de liquidité sur les établissements de crédit qui ont, à leur tour, soldé leurs actifs liquides accentuant les mouvements de baisse des marchés.

La menace d'une attitude plus restrictive de ces mêmes établissements en matière d'octroi de crédits (hausse des taux, sélectivité accrue, etc.) devrait peser sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, créant un effet de contagion de la crise financière à l'économie réelle.

Le scénario de croissance nulle aux États-Unis et d'un très fort ralentissement en Europe, associé à un redémarrage de l'inflation – et donc à une remontée des taux longs – et à une flambée des prix de matières premières, est aujourd'hui le plus probable.

Les conséquences pour les sociétés d'assurances

Tandis que la crise économique et financière a manifestement concerné toute la deuxième moitié de l'année 2007, l'examen des comptes annuels 2007 publiés par les groupes d'assurances montre que, à quelques rares exceptions près, ils ont été assez largement épargnés par la crise. Cet avantage n'est pas dû au fait qu'ils aient été plus chanceux ou plus adroits pour esquiver la crise mais, simplement, les groupes d'assurances exercent un métier différent de celui des établissements bancaires dont la vocation est de distribuer des crédits. En l'occurrence, leur exposition aux classes d'actifs structurés les plus risquées est demeurée mineure.

En assurance de dommages aux biens et de responsabilité civile, le métier de l'assureur est de gérer l'aléa, c'est-à-dire de le circonscrire, le mesurer et le manager, en utilisant toutes les techniques de mutualisation, de diversification, de dilution, de compensation et de dispersion. En assurance de personnes, l'assureur effectue une prestation de gestion financière pour le compte des assurés qui ont placé leur épargne en assurance vie. En conséquence, la politique de placement des assureurs consiste en une allocation d'actifs très fortement contrainte par des considérations de gestion actif/passif privilégiant des investissements sélectifs et prudents sur des instruments financiers dont ils maîtrisent bien les performances et la valorisation et propres à assurer des rendements sur le moyen/long terme avec des risques contrôlés.

Si, certainement, la crise économique pèsera sur la croissance (notamment en épargne) des groupes d'assurances, sur leur sinistralité en dommages (les entreprises ayant tendance dans les périodes difficiles à resserrer leurs coûts et à réduire leurs dispositifs de prévention) et sur leur solvabilité (la baisse des marchés et la remontée des taux longs réduisant leurs plus-values latentes), ils resteront relativement préservés des conséquences de la crise financière.

Les enseignements de la crise

Il est toujours difficile et audacieux de tirer des enseignements définitifs au milieu du gué. L'analyse du phénomène de développement de la crise montre toutefois qu'elle a été largement alimentée et amplifiée par le développement des techniques de financement (les titrisations), le rôle

des agences de notation (manque de clairvoyance) et l'application des nouvelles normes comptables (l'utilisation de la *fair value*, pilier des normes IFRS, *International Financial Reporting Standards*) et prudentielles (Bâle II).

Les normes prudentielles – dites de Bâle – en contraignant les banques à un niveau minimal de fonds propres et en exigeant une couverture accrue des actifs à risques les a conduites à sortir ces actifs de leur bilan en recourant massivement à la titrisation, modifiant ainsi fondamentalement leur modèle de développement. Ainsi, mieux protégées contre un retournement de l'immobilier résidentiel, elles ont adopté une attitude moins prudente dans l'octroi des crédits hypothécaires et en ont diminué les prix, d'autant que les créances correspondantes, censées être sorties de leurs bilans, n'étaient plus soumises au contrôle prudentiel des autorités de supervision bancaire. Le développement trop rapide des produits structurés s'est, en outre, produit sans création d'un véritable marché secondaire, l'investisseur étant censé conserver ses titres jusqu'à maturité.

Cette absence de marché organisé a eu plusieurs conséquences aggravantes.

D'abord, la rareté des échanges sur ces produits ôte toute pertinence à leur « valeur de marché », référence préférentielle pour l'évaluation en juste valeur des instruments financiers selon les normes IFRS.

Ensuite, si, dans l'absolu, les transactions peuvent être aussi efficientes de gré à gré que sur un marché organisé, le prix de transaction ne résultant pas de l'équilibre entre offre et demande, mais de la bonne volonté des teneurs de marché à donner une cotation, dès lors qu'ils s'y refusent parce qu'ils s'estiment devenus incapables de valoriser correctement les risques attachés aux produits, le marché disparaît totalement.

Enfin, les modèles de valorisation, tant des établissements bancaires que des agences de notation, reposant sur l'hypothèse de marchés sous-jacents larges, liquides, et à références de cours incontestables, lorsque toute liquidité disparaît – et, avec elle, toute valeur de marché – la valeur de modèle à laquelle se réfèrent ces organismes devient tout aussi peu pertinente.

Les agences de notation, qui notaient les véhicules de titrisation après avoir participé par des prestations de conseil à leur structuration, ont sous-évalué les risques réels, accordant fréquemment la notation maximale AAA. Elles ont en plus tardé à réagir, ne dégradant les notations que brutalement, une fois le marché effondré, participant ainsi à l'aggravation de la crise. Les mêmes normes prudentielles Bâle II prescrivent, en effet, aux établissements qui ne possèdent pas de modèles internes de calculer le niveau de fonds propres pondérés requis en s'appuyant sur les notations des agences.

En comparaison des autres institutions financières, les sociétés d'assurances ont été relativement préservées de cette crise qui touche les économies occidentales depuis le milieu de l'année 2007. Tôt ou tard, elles seront cependant confrontées à un choc de sinistralité, tel que celui qui vient d'affecter le secteur bancaire, et les réformes réglementaires qui se profilent les concernant sont, au regard de l'analyse que nous venons de conduire, extrêmement préoccupantes car elles contiennent tous les ingrédients qui ont conduit à accentuer la crise des « *subprimes* » pour les banques.

Tout d'abord, alors qu'il n'existe aucun marché – pas même de gré à gré – des passifs d'assurance, les réflexions conduites par l'IASB (*International Accounting Standards Board*) sur la norme IFRS 4 phase II pour la valorisation au bilan des provisions techniques des entreprises d'assurances tournent exclusivement autour de la notion de valeur de transfert, c'est-à-dire une valeur modélisée de ce que serait la valeur de marché si un tel marché des passifs d'assurance existait.

En outre, en prônant l'évaluation séparée et indépendante de chacun des postes du bilan, les normes IFRS nient la réalité de la gestion actif/passif qui s'est révélée si protectrice pour les assureurs dans la crise.

Ensuite, alors que par la réforme des règles prudentielles devenues obsolètes, la Commission européenne vise à compléter la création d'un marché unique de l'assurance et à renforcer la compétitivité

de l'industrie de l'assurance européenne, il est paradoxal de constater que les projets qui sont aujourd'hui en discussion recèlent, par plusieurs aspects parfois même accentués, les travers des réglementations qui ont tant pénalisé les établissements de crédit dans la tourmente.

Alors que la profession bancaire avait habilement négocié, lors du lancement du chantier Bâle II, afin que cette réforme ait lieu sans augmentation de l'exigence globale de fonds propres pour le secteur, les assureurs n'ont pas eu la même revendication ; ainsi, les études quantitatives d'impact laissent entrevoir des augmentations substantielles de leurs exigences de marge avec Solvency II qui les pousseront, à leur tour, à extérioriser les risques de leurs bilans.

Par ailleurs, les méthodes de valeur en risque s'étant révélées côté bancaire totalement inadaptées pour prévoir réellement le coût de la crise dans les scénarios extrêmes, le même projet de directive Solvency II fonde toutes les mesures de risques sur cette méthode, avec l'effet aggravant d'un horizon court (un an), pénalisant indûment les passifs et actifs longs, facteurs manifestes de stabilité économique et financière.

Solvency II prévoit enfin l'utilisation des notations des agences pour l'évaluation du risque de contrepartie avec un effet exponentiellement dépendant de la note. Lorsque ces agences dégraderont brutalement les notations des réassureurs, la conséquence immédiate sera une augmentation considérable des exigences de marge des assureurs au titre de la couverture du risque de contrepartie.

Autant le recours aux méthodes de valeur en risque ainsi que le mécanisme de notation sont par nature procycliques, autant le rôle des investisseurs à long terme – au premier rang desquels les assureurs – est fondamentalement stabilisateur et contracyclique. C'est ce type d'acteurs qui fait cruellement défaut dans la crise actuelle.

L'argument des tenants des nouvelles normes est bien connu : « *Ce n'est pas le thermomètre qui provoque la fièvre…* » (Danjou et Gélard, 2008) ; pourtant, c'est bien lui qui permet d'identifier immédiatement les acteurs les plus malades. Cet argument est recevable à condition que le thermomètre ne fasse pas passer le patient pour plus malade qu'il n'est. Forcer à la dépréciation, sur la base de valeurs de marché ou de modèles irréalistes, des actifs dont le remboursement est certain et que leur détenteur a – du fait de la duration de ses passifs – la capacité de porter jusqu'à leur terme est une aberration.

L'enjeu crucial dans l'exercice du métier d'assureur, c'est la confiance des assurés. Au vu de ce qui s'est passé depuis plusieurs mois, il est impératif de prendre le temps de tirer tous les enseignements des contre-coups de la crise des « *subprimes* » sur le secteur bancaire et de vérifier, par des études d'impact, si les schémas que ces nouvelles normes visent à mettre en place ne vont pas produire *in fine* plus de problèmes que de solutions.

Bibliographie

DANJOU Philippe et GÉLARD Gilbert, « Crise du "*subprime*" : la juste valeur n'est pas coupable », *Les Échos*, 19 février, 2008.

9.

Comment revoir la régulation ?

■ Christian de Boissieu
Implications de la crise pour la régulation bancaire et financière

■ Michel Castel
Redéfinir la place des marchés financiers et des banques

■ Danièle Nouy
Bâle II face à la crise : quelles réformes ?

■ Patrick Thourot
La régulation de la (ré)assurance

■ Olivier Davanne
Régulations et réduction du risque de liquidité

■ Jean-Charles Rochet
Comment réformer la réglementation prudentielle :
les leçons à tirer de la crise des *subprimes*

IMPLICATIONS DE LA CRISE POUR LA RÉGULATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

Christian de Boissieu

Président, Conseil d'analyse économique (CAE)

Professeur, université Paris I Panthéon Sorbonne

La crise non achevée des « subprimes *» dégage déjà des leçons importantes pour les politiques publiques. Par-delà la diversité des sujets à traiter, se dégage une question transversale : Où mettre le curseur entre l'autorégulation, due à des initiatives décentralisées venant du marché et des opérateurs eux-mêmes, et la réglementation passant par des textes officiels (lois, règlements, directives européennes…) ? En cas de réglementation, à quel niveau l'envisager (au plan national, européen…) ? L'équilibre entre réglementation et autorégulation dépend bien sûr de la question abordée ; et cet équilibre n'est pas nécessairement le même à propos des agences de notation, de la meilleure transparence de l'information, des fonds souverains, des normes comptables, etc.*

Pourtant, la distinction entre la réglementation et l'autorégulation ne doit pas être poussée trop loin. On le voit bien à la lumière des « codes de conduite » qui résultent souvent d'initiatives publiques mais ne prennent effet que s'ils sont validés par les opérateurs privés. Ainsi, le code de bonne conduite adopté pour les agences de notation en 2004 dans le cadre de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) résulte d'une consultation approfondie entre les professionnels et les régulateurs. Les pouvoirs publics ont donc, dans cet exemple, joué un rôle actif dans l'exigence de standards non obligatoires mais fortement recommandés… Le même type de combinaison entre des initiatives publiques et des solutions de marché se trouve dans le code de conduite proposé aux fonds souverains par l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) et par le FMI (Fonds monétaire international).

Sans prétendre à l'exhaustivité, nous allons évoquer ici le fonctionnement des agences de notation, la réglementation prudentielle des banques et quelques autres aspects de la régulation financière.

Améliorer le fonctionnement des agences de notation

Les agences de notation n'ont pas vraiment vu arriver trois des grandes crises financières de ces quinze dernières années : la crise asiatique de 1997, Enron en 2001, la crise des « *subprimes* » en 2007. Or, ces agences remplissent une mission de service public en améliorant la transparence de l'information financière, en réduisant des asymétries d'information entre les émetteurs et les instruments, en servant de référence pour l'évaluation du risque de crédit (rôle des notes données par les agences dans le modèle standard de Bâle II)…

Certes, et tous les travaux empiriques l'ont confirmé, les crises financières sont difficiles à prévoir. Essentiellement parce qu'elles changent de nature au fur et à mesure de l'analyse et de la compréhension des crises précédentes. Par hypothèse, la prochaine crise financière apparaîtra là où on ne l'attend pas, là où les mesures préventives (réglementation prudentielle des banques, des marchés financiers…) sont lacunaires. Donc, il ne faut pas jeter la pierre aux agences de notation pas plus qu'aux autres organismes en charge de l'étude préventive des risques, mais il convient d'améliorer leur fonctionnement sur un certain nombre de points.

Renforcer la transparence des agences

La crise des « *subprimes* » a soulevé de manière frontale la question de la traçabilité des risques. Elle va remettre en cause pendant quelque temps – quelques mois ? en tout cas pas plus de deux ou trois ans – la complexité financière, incitant les banques et leurs clients à privilégier des produits financiers basiques, dotés d'une grande transparence et d'une bonne traçabilité des risques.

Par-delà ce mouvement naturel de court terme de report vers la simplicité (*flight to simplicity*), la complexité financière reprendra assez vite ses droits, d'où une première série de recommandations à destination des agences de notation.

Ces agences se doivent d'être plus transparentes sur les modèles et méthodologies qu'elles utilisent ; et elles doivent mieux motiver les changements de note. Car l'exigence de transparence de l'information, au cœur de la finance mondiale depuis Enron, ne se divise guère. Les agences de *rating* seraient mal placées pour la requérir de la part de leurs clients et ne pas, elles-mêmes, jouer le jeu de la transparence.

Pour mieux traiter et valoriser des produits financiers complexes, les agences de notation doivent se doter des outils et du personnel adéquats. Il faut, par exemple, suivre de près le *turnover* des analystes, trop élevé dans certains cas pour leur permettre d'acquérir l'expérience indispensable à la connaissance et à l'évaluation des risques sur des instruments financiers complexes.

Il est nécessaire que les agences de notation intègrent en particulier dans leurs évaluations le risque de liquidité et les risques opérationnels à côté des risques de crédit. La crise des « *subprimes* » montre l'étroite connexion entre risques de crédit et risques de liquidité, et l'importance (et la difficulté) de cerner ces derniers. Cette crise suggère qu'il est difficile de modéliser et prévoir le risque de liquidité qui relève de discontinuités (la liquidité disparaît d'un seul coup !). Malgré tout, les agences de notation doivent, comme les banques elles-mêmes, s'y atteler.

Réduire certains conflits d'intérêts

Qui doit payer les notations ?

Aujourd'hui, dans le cas – très majoritaire – des notations sollicitées par les émetteurs, ce sont ces derniers qui paient. Le conflit d'intérêts peut provenir de la relation de long terme entre l'agence et son client, conduisant la première à retarder ou éviter même une dégradation de la note de ce dernier.

Plusieurs propositions ont été avancées pour sortir d'un tel conflit d'intérêts, potentiellement nuisible à la transparence et à l'évaluation des risques. Une première proposition consiste à faire payer la notation par les investisseurs, et non plus par les émetteurs. Cette proposition se heurte au caractère de bien collectif de la notation : chaque investisseur voudrait avoir accès à l'information donnée par la note sans en payer le prix. Une autre piste consisterait à financer les agences de notation sur fonds publics, mais elle déboucherait sur des formules de nationalisation de fait ou de droit qui n'ont aucun sens aujourd'hui. D'aucuns évoquent une variante de la formule actuelle : les émetteurs paieraient les services de la notation à un *pool* mis en place par les agences mais géré indépendamment d'elles, qui choisirait lui-même l'agence de notation affectée à chaque émetteur. L'intermédiation ainsi créée par le *pool* atténuerait la relation commerciale directe entre l'agence et le client, donc le risque de conflits d'intérêts. Mais, ce faisant, elle a deux inconvénients : d'une part, éloigner le client de l'agence de notation, alors qu'il faut en fait mieux les faire travailler ensemble ; d'autre part, alourdir les coûts de la notation par l'intervention du niveau supplémentaire constitué par le *pool*. C'est pourquoi, en l'état du débat, le *statu quo* – à savoir le paiement de la notation par les émetteurs – semble préférable.

◆ Comment tarifer la notation ?

Le système actuel de tarification incite les agences à « faire du volume » puisque leurs recettes sont directement proportionnées au montant des émissions notées. La recherche légitime d'un maximum de chiffre d'affaires peut, dans certains cas, se retourner contre la qualité de l'évaluation elle-même. Parmi les diverses propositions d'amendement, il faut probablement privilégier la formule de l'abonnement : chaque client d'une agence de notation lui paierait un forfait annuel couvrant une large palette de prestations. Au-delà de cette palette, s'ajouteraient des frais supplémentaires qui pourraient dépendre plus de la nature des opérations concernées que de leur montant.

◆ Comment réduire d'éventuels conflits d'intérêts à l'intérieur des agences ?

Sans que cela devienne courant, certaines agences ont pu faire prendre en charge par les mêmes professionnels la notation et des activités de conseil. L'essor des véhicules de titrisation a favorisé le mélange des genres, heureusement minoritaire. La situation actuelle n'est pas suffisamment générale ni inquiétante pour justifier des « murailles de Chine » législatives, comme celles introduites pour l'audit et le conseil, après Enron, par la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis ou la loi de sécurité financière en France. Mais le code de conduite de l'OICV, qui pose les grands principes (article 2.5 : « The credit rating agency (CRA) should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including counselling businesses, that may present conflict of interest ») devrait être renforcé sur ce point et les manquements constatés sévèrement sanctionnés.

■ Ouvrir le marché de la notation

L'industrie du *rating* est fortement concentrée. En ce qui concerne la notation financière (donc, sans parler de la notation dite extra-financière), les trois grandes agences représentent 90 % du marché mondial. Il n'existe guère d'autres industries avec un tel taux de concentration. L'arrivée de nouvelles agences comme l'américaine AM Best (spécialisée sur l'assurance et la réassurance) ou la canadienne DBRS (Dominion Bond Rating Services) a introduit un vent de concurrence, sans changer réellement la donne. Le marché de la notation est peu contestable au sens de la théorie économique car les barrières à l'entrée sont élevées (nécessité d'une réputation et d'un *track record* pour démarrer, ce qui est contradictoire dans les termes).

Le faible degré de contestabilité sur le marché international du *rating* explique-t-il certains dysfonctionnements des agences de notation ? La question est légitime, mais la réponse incertaine. On peut néanmoins penser qu'un peu plus de contestabilité sur le marché obligerait les agences à plus d'efficacité

et de transparence. Dans le même temps, on voit mal le rôle que pourraient jouer les pouvoirs publics face à cette exigence.

Sur un autre plan, les Européens devraient et pourraient mieux équilibrer certaines prérogatives américaines. Depuis 2006, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) remplit en matière de notation une fonction de régulation au plan mondial puisqu'elle a le monopole de fait de la labellisation des agences (label NRSRO pour *Nationally recognized statistical rating organization*). À la fin de 2007, la SEC avait labellisé sept agences de *rating* dont bien sûr les trois grandes. La reconnaissance par la SEC possède une extraterritorialité complète. Même si l'agence à capitaux européens (français en l'espèce), Fitch, est encore loin des parts de marché de Moody's ou de Standard & Poor's, l'instauration d'un label européen comporterait des avantages. Sans aucun doute, l'existence d'un tel label n'aurait pas, par elle-même, évité les défaillances enregistrées lors de la crise des « *subprimes* ». Mais elle contribuerait à un meilleur équilibre États-Unis/Europe sur le marché du *rating*.

Un tel label européen pourrait être donné par le CESR (*Committee of European Securities Regulators*). Aujourd'hui, ce comité européen des régulateurs financiers nationaux, de niveau 3 dans le cadre du processus Lamfalussy, ne dispose d'aucune compétence décisionnelle. On pourrait, à condition de lever les réticences de certains partenaires européens, conférer au CESR le pouvoir de labelliser les agences de notation dans l'espace du marché unique. Cela irait dans la direction des propositions de T. Padoa-Schioppa de décembre 2007.

« Durcir » le code de bonne conduite

Le code de bonne conduite des agences de notation arrêté en décembre 2004 dans le cadre de l'OICV pose les grands principes répartis en trois axes :
- la qualité et l'intégrité du processus de notation ;
- l'indépendance des agences et la nécessité d'éviter les conflits d'intérêts ;
- les responsabilités des agences vis-à-vis des émetteurs comme des investisseurs.

On ne peut bien sûr qu'approuver ces axes. À la lumière de la crise des « *subprimes* », il va falloir « durcir » ce code de conduite sur l'exigence accrue de transparence de la part des agences et sur les conflits d'intérêts. Par hypothèse, un code de conduite demeure d'application facultative. Comment s'assurer du respect effectif des règles du jeu ? Le communiqué après le sommet en janvier 2008 à Londres des quatre pays européens du G7 pose directement la question de l'effectivité des solutions de marché et des codes de conduite lorsqu'il demande « *[…] des améliorations dans le contenu de l'information relative aux notations afin d'accroître la connaissance des investisseurs quant aux risques associés aux produits structurés, et des actions visant à traiter les conflits d'intérêts pour les agences de notation. Tout en préférant des solutions de marché telles qu'un amendement au code de conduite de l'OICV, si les acteurs du marché s'avèrent inaptes ou réticents à traiter rapidement ces problèmes, nous sommes prêts à considérer les alternatives réglementaires […]* ». Du point de vue de l'effectivité, paradoxalement, les Américains sont mieux placés que les Européens. En effet, face à des manquements manifestes au code de conduite, la SEC aurait toujours la possibilité de remettre en cause le label NRSRO accordé à tel ou tel déviant. On trouve ici un argument de plus en faveur d'un label européen décerné par exemple par le CESR.

Adapter la réglementation prudentielle des banques

La crise inachevée des « *subprimes* » pose déjà un certain nombre de questions relatives à la réglementation prudentielle des banques. Faut-il mettre en place des standards internationaux de liquidité ? Quelle rétroaction de la crise sur le dispositif Bâle II à peine entré en vigueur ? Plus généralement, peut-on atténuer le caractère procyclique de la réglementation prudentielle ?

Des standards internationaux de liquidité ?

Le Comité de Bâle, dès sa création, avait travaillé parallèlement sur la solvabilité et la liquidité, mais autant le premier thème a été couronné de succès avec la mise en place de Bâle I puis de Bâle II, autant le second n'a, concrètement, débouché sur aucun exercice de coordination internationale. Pas plus d'ailleurs de coordination sur la liquidité bancaire dans le marché unique européen : sur les vingt-sept membres de l'Union européenne (UE), les deux tiers ont mis en place une réglementation sur la liquidité, très variable d'un pays à l'autre. En France, le règlement 88-01 du CRBF (Comité de la réglementation bancaire et financière) de février 1988 impose aux établissements de crédit de présenter à tout moment un coefficient de liquidité au moins égal à 100 % et de calculer des « ratios d'observation ». Le coefficient de liquidité résulte lui-même de calculs très complexes du numérateur et du dénominateur. Cette réglementation prudentielle, officiellement encore en vigueur, a assez mal vieilli à la différence du règlement 97-02 du CRBF sur le contrôle interne plusieurs fois modifié. En particulier, notre coefficient de liquidité a été conçu à partir d'une vision classique de la banque, avant l'essor des activités de marché des banques et de la titrisation.

Les fondements micro et macroprudentiels en faveur de ratios de liquidité ne manquent pas : protection des déposants, prévention des risques systémiques, volonté de compléter les moyens de sauvetage ultimes représentés par l'assurance des dépôts et l'intervention des banques centrales comme prêteurs de dernier ressort… La théorie et l'expérience suggèrent que l'autorégulation des banques en matière de liquidité ne suffit pas, et qu'elle suffit d'autant moins que la liquidité est une variable binaire (elle existe ou non), capable de fondre comme neige au soleil en liaison avec un retournement brutal des anticipations. Les historiques et les modèles stochastiques construits à partir d'eux sont probablement plus difficiles à construire que pour les risques de crédit ou les risques de marché, mais ce point mériterait d'être approfondi.

Le Comité de Bâle, déjà saisi du dossier, est effectivement la bonne enceinte pour la coordination internationale, comme il l'a été pour le ratio de solvabilité. Mais cela ne doit pas empêcher l'UE de se pencher aussi sur la question. Le Comité de Bâle doit affiner les concepts, les modélisations, les simulations, les « tests », l'optique des VaR (*value at risk*), etc., pour la liquidité. Il faut prendre le temps de l'analyse et des simulations empiriques, rejoignant ainsi les conclusions de Charles Goodhart : « *Avant de nous précipiter pour entreprendre une action normative exigeant des banques le respect de certains principes de gestion de la liquidité, un important travail de recherche doit être mené à bien pour définir la méthode de mesure de la transformation d'échéances, l'objectif étant de la réduire à une échelle unique (comme dans le cas de la VaR pour le risque de marché des banques).* »

D'ici là, il faudra intégrer plus qu'avant les considérations de liquidité dans le « toilettage » de Bâle II. Cela se justifie d'autant plus que les considérations de solvabilité et de liquidité sont fortement interdépendantes. Accorder plus de poids qu'auparavant au risque de liquidité concerne en fait les trois piliers de Bâle II : la définition même du ratio de solvabilité (pilier 1), l'exercice de la supervision bancaire (pilier 2) avec une attention croissante à apporter dans cet exercice à la liquidité, la « discipline de marché » (pilier 3) puisque les banques devront être plus transparentes sur leur situation de liquidité.

Conséquences de la crise pour le dispositif Bâle II

Bâle II est devenu obligatoire pour les établissements de crédit dans l'UE depuis janvier 2008. Les États-Unis doivent en principe le mettre en vigueur pour leurs grandes banques internationales à compter de janvier 2009. Il ne faudrait surtout pas chambouler, dans la précipitation, un dispositif réglementaire à peine entré en application et qui a demandé depuis quatre/cinq ans beaucoup d'efforts (et de coûts) pour adapter les systèmes d'information et de contrôle, recruter le personnel adéquat, construire des modèles internes et réaliser des simulations et des *stress tests*, etc.

Par ailleurs, les risques liés aux procédures de titrisation sont mieux pris en compte que dans Bâle I. Par exemple, Bâle II définit avec précision les critères qui, dans une opération de titrisation, permettent de juger du caractère effectif du transfert du risque de crédit d'une banque vers un autre opérateur.

Même s'il ne faut pas rajouter une instabilité réglementaire à l'instabilité financière actuelle, plusieurs pistes d'amélioration sont déjà explorées. Celles relatives à la liquidité ont été traitées plus haut. Nous en évoquons quatre autres :
- le traitement prudentiel des « lignes de substitution » (*back up lines*) par lesquelles les banques s'engagent à racheter des crédits qu'elles auraient titrisés n'est pas adapté ; aujourd'hui, sous Bâle II, ces lignes sont des engagements pondérés à 20 % alors que l'expérience de la disparition rapide de la liquidité sur certains marchés ces derniers mois devrait conduire à une pondération supérieure ;
- il faudra, sans se précipiter, tirer les implications de la crise des « *subprimes* » pour revoir si nécessaire le paramétrage des modèles standards de Bâle II (pour les risques de crédit pour lesquels les notations externes des agences de notation et des organismes d'assurance crédit jouent un rôle essentiel, mais aussi pour les risques opérationnels), ainsi que le calibrage des modèles internes (tant pour les modèles de base que pour les internes avancés) ;
- avant la crise des « *subprimes* », le contenu des piliers 2 et 3 de Bâle II paraissait un peu général et imprécis ; avec la crise, l'ambition du pilier 2 (améliorer la supervision bancaire) et l'exigence du pilier 3 (renforcer, de la part des banques, la « discipline de marché » et la transparence de l'information) sont renforcées ;
- l'intégration des systèmes bancaires et financiers ainsi que le jeu croissant des effets de contagion poussent à améliorer la supervision et le contrôle bancaires sur une base consolidée ; des progrès ont été faits dans ce sens en Europe depuis deux/trois ans ; ils doivent être prolongés.

Atténuer, sans prétendre la supprimer, la procyclicité des normes

Dans les récents dispositifs de réglementation ou d'information, tout, ou presque tout, est procyclique, c'est-à-dire accentue les fluctuations de l'économie à la hausse comme à la baisse. Cela vaut pour Bâle II, avec des pondérations sur les engagements bancaires directement indexées sur le risque de crédit constaté – donc sur l'activité économique –, comme pour l'intervention des agences de notation ou les nouvelles normes comptables, le principe de la *fair value* introduisant par hypothèse de la procyclicité.

Il faut rappeler que cet inconvénient majeur de la procyclicité, dans un monde déjà passablement instable, est aussi la contrepartie de progrès indiscutables. L'essor de modèles internes dans lesquels prime la réalité du risque de crédit est l'innovation principale de Bâle II ; et il ne faudrait en aucune façon la remettre en cause. De même, souligner des effets latéraux négatifs de la *fair value*, ce n'est pas indirectement faire un plaidoyer pour le retour à une comptabilité aux prix historiques. Si cette dernière a été progressivement délaissée, c'est qu'il y avait de bonnes raisons de le faire… Comment atténuer les inconvénients de la *fair value* et du *mark-to-market* ? Comment pratiquer, à défaut du marché, le *mark-to-model* avec pragmatisme et de façon raisonnable sans réhabiliter des méthodologies rejetées pour de bonnes raisons ?

Le défi est devant nous mais il pourra être un peu plus facile à relever pour les normes comptables (*cf.* l'élargissement des exceptions au principe de la *fair value*) que pour les normes prudentielles car la dimension partiellement procyclique de Bâle II est connue et analysée depuis longtemps sans qu'aucune parade sérieuse n'ait été avancée.

Autres implications

La transparence de l'information sur les produits financiers

Les leçons des Sicav monétaires dynamiques

En France, la crise des « *subprimes* » a commencé avec la mauvaise surprise des OPCVM – Organismes de placement collectif en valeurs mobilières – (Sicav et fonds) monétaires dynamiques, certains établissements ayant même été obligés en août 2007 de suspendre les rachats, donc la liquidité, sur certains d'entre eux. Visiblement, certains investisseurs – institutionnels (caisses de retraite…) comme individuels – n'avaient pas perçu les risques sur ces instruments financiers et les réseaux prescripteurs s'étaient bien gardés d'expliciter les deux/trois lignes relatives à de tels risques dans les notices d'information. De cet épisode malencontreux, je tire deux leçons complémentaires pour l'avenir.

Premièrement, les régulateurs financiers doivent améliorer leurs classifications des produits financiers. Ainsi, en France, l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a déjà révisé à plusieurs reprises sa typologie des OPCVM, doit encore l'affiner en ajoutant le risque de liquidité dans les critères de cette typologie.

Deuxièmement, les réseaux prescripteurs (banques, sociétés d'assurances…) et les commerciaux dans ces réseaux doivent absolument se référer à la classification des OPCVM faite par le régulateur financier. Les Sicav monétaires dynamiques ont été vendues comme telles par les réseaux alors qu'elles ne correspondaient à aucune catégorie de l'AMF. Que le vendeur utilise sa propre terminologie sans doute, mais que, au moins, il indique aussi clairement que possible aux investisseurs le degré de risque tel qu'évalué par le régulateur.

Combler certains « trous » de la réglementation financière

Même si les fonds, sous toutes leurs formes, ne sont pas à l'origine de la crise des « *subprimes* », cette crise soulève à nouveau la question de leur éventuelle régulation. Comme pour les agences de notation, la réponse adéquate relève d'un code de conduite pour les fonds souverains, d'une régulation indirecte pour les *hedge funds* (réglementation prudentielle des contreparties de ces fonds pour les diverses opérations les concernant)…

Le projet de code de conduite pour les fonds souverains proposé au début de 2008 par l'OCDE et le FMI met l'accent sur des thèmes désormais bien identifiés et consensuels du côté des pays receveurs, même si l'accord de certains pays émetteurs de fonds souverains sera plus incertain : la gouvernance des fonds, la transparence de leurs politiques d'investissement, le principe de réciprocité dans l'ouverture aux capitaux extérieurs… Le problème sera moins d'obtenir un consensus sur ces grands principes que de s'assurer de leur application effective.

Améliorer la gouvernance financière mondiale et européenne

L'exemple des fonds souverains – mais beaucoup d'autres également – montre que le G7/G8 n'est plus le bon format pour la concertation internationale, pour la banque et la finance, comme sur les autres sujets (commerce, environnement…). Il faut donc rapidement remplacer le G7/G8 par un G13 ou un G15 permettant d'associer comme membres de plein exercice les grands pays émergents (Chine, Inde, Brésil, Indonésie, etc.).

L'Europe est, elle aussi, confrontée à des défis de gouvernance financière.

Le processus Lamfalussy a débouché sur la mise en place de trois comités de régulateurs nationaux de niveau 3 :

- le CESR pour les régulateurs financiers ;
- le CEBS pour les banques ;
- le CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) pour les assurances.

Ils ont permis d'améliorer la coordination et la convergence en Europe. Faut-il aller plus loin à la lumière de la crise financière actuelle ? Les propositions

de T. Padoa-Schioppa de décembre dernier pour faire évoluer et renforcer les comités de niveau 3, et pour améliorer la supervision bancaire sur base consolidée, sont dignes d'intérêt. Sur ce dernier point, l'assurance est plutôt en avance sur la banque, car la directive Solvabilité II prévoit une supervision sur base consolidée adaptée au caractère transfrontalier de nombreux groupes. Dans l'idéal, à marché unique, régulateur unique. Mais, puisque de nombreux pays membres ne sont pas prêts à accepter l'idée d'un régulateur unique (par secteur d'activité) pour des raisons de souveraineté nationale, il faut sans aucun doute donner une nouvelle impulsion au processus Lamfalussy.

Note

1. Ce texte reprend certains passages du rapport sur « Innovations financières et instabilité financière » préparé par P. Artus, J.P. Betbèze, Ch. de Boissieu et G. Capelle-Blancard pour le CAE.

Redéfinir la place des marchés financiers et des banques

Michel Castel

Chargé de cours Master 2 Banque, Finance, Assurance, université Paris X

Depuis la crise financière qui a éclaté au cours de l'été 2007, il est de bon ton de dire qu'il n'y a pas de capitalisme sans crises financières et que, si celles-ci s'accélèrent [1], c'est le prix à payer pour maintenir le financement de la croissance. Tout devrait être fait pour que les déséquilibres économiques – effectivement incontournables – soient contenus, autant que faire se peut, pour éviter des crises systémiques à conséquences régionales, voire mondiales, plus ou moins catastrophiques. Cela ne passe pas par des incantations ni des discours sommaires, mais par des analyses de fond des mécanismes et circuits financiers récents en œuvre, ainsi que par l'examen du cadre institutionnel et réglementaire en place, avec pour objectif le renforcement de la robustesse du financement des économies.

Les crises financières peuvent avoir un poids humain considérable et, dans les cas extrêmes, mettre en péril les démocraties, et même la paix. Peut-on oublier tout ce que la crise de 1929 a enclenché ? Celle que nous vivons, bien que différente, est d'une ampleur considérable ; elle ne touche pas uniquement les actions ou un secteur, mais l'ensemble de la chaîne des financements. C'est la première crise de la titrisation. Il risque d'y en avoir d'autres si rien n'est fait pour corriger les principaux dysfonctionnements constatés. On ne peut permettre des discours légers, voire irresponsables. Dans cette perspective, cette étude va essayer d'apporter une contribution sur deux points qui semblent majeurs :

- la constatation d'une dérive considérable et toute nouvelle – contrairement aux déséquilibres économiques entre pays ou zones – avec le fait que les circuits de financement se sont trop (et trop rapidement) orientés vers les marchés au détriment des financements assurés par le crédit classique ;
- la facilitation de cette tendance par les superviseurs bancaires et les banques centrales qui, de surcroît, n'ont pas complètement mis en place le système de régulation que cette nouvelle donne imposait.

La marchéisation des financements

Si les États-Unis ont eu besoin de recourir aux financements de marché depuis des décennies, c'est que leur épargne était moins sous forme de dépôts que de titres ; cela a toujours obligé leurs banques à se refinancer sur les marchés. Tel n'était pas le cas des pays de l'Europe continentale jusqu'au milieu des années 1990, les dépôts y couvrant les crédits. C'est au nom de la déréglementation, de la modernisation, mais en fait surtout de la recherche du mimétisme au modèle américain, que quelques États (dont la France dès 1986-1987), puis les instances européennes, ont poussé à la transformation des modes de financement, au grand regret de l'Allemagne et plus précisément de la Bundesbank.

Celle-ci estimait – et on voit bien aujourd'hui sa grande clairvoyance – que lorsque le financement d'un pays est assuré à environ 85 % par le canal du crédit, les banques centrales – banques des banques – sont largement en mesure de maîtriser les emballements économiques et financiers ; elles ne savent cependant plus le faire quand le marché devient omniprésent. En écartant ce principe de régulation, on donnait du même coup un grand coup de canif dans le modèle d'économie sociale de marché (parfois appelé le modèle rhénan) et à l'axe politique Paris/Bonn au profit du modèle économique anglo-saxon. L'Allemagne, l'Espagne, l'Europe du Nord – pour la partie non déjà acquise au modèle américain – et l'Italie ont finalement rejoint ce mouvement de marchéisation.

Soyons clairs, il n'y a pas dans ces propos un discours anti-marché primaire : une économie moderne a besoin des marchés des actions, des titres de dettes, d'investisseurs institutionnels achetant des titres. Cependant, cette marchéisation de la finance ne doit pas aller trop loin dans son emprise sur les comportements, les valorisations et les grands arbitrages de moyen/long terme tant micro que macroéconomiques. Une économie moderne doit trouver un juste équilibre [2] entre les marchés de capitaux et le crédit, ou – autre terminologie employée pour traduire ces deux mêmes composantes – entre la désintermédiation et l'intermédiation, un capital-risque puissant devant être la passerelle entre ces deux formes de financement.

En France, le poids du crédit bancaire est passé d'environ 85 % du financement externe de tous les agents économiques au début des années quatre-vingts à environ 50 % au milieu des années 1990, puis 40 à 45 % dans les années 2000, rejoignant ainsi les données américaines au profit de titres négociables [3]. Cette évolution vers plus de marchéisation des conditions de financement n'est pas en soi plus périlleuse pour la robustesse du système financier (même si elle démutualise quelque peu les signatures) que l'intermédiation classique. Ce qui l'est davantage, c'est qu'elle a été la condition qui a permis de dissocier le crédit et le risque par la titrisation simple, puis par la titrisation synthétique à travers des produits structurés (qui « *repackagent* » des crédits en tranches de risques différents) et les dérivés de crédit (qui ne transfèrent aux acheteurs que tout ou partie du risque et non le crédit lui-même). En soi, ces techniques ne sont pas mauvaises car elles permettent une redistribution des risques entre acteurs souhaitant s'alléger des risques sur une entreprise, un secteur, un pays, au profit d'acteurs estimant pouvoir les prendre, ne serait-ce qu'au titre d'une diversification de portefeuille. Les problèmes apparaissent par contre quand les acheteurs n'ont aucun répondant financier et/ou travaillent pour le compte d'épargnants finaux qui portent le risque… très souvent sans le savoir ou sans avoir les moyens de les gérer. Ce fait est maintenant très connu et ne mérite pas beaucoup plus d'explications. L'autre fait, qui l'est moins, c'est que cette mise sur le marché de crédits entraîne leur valorisation en temps réel en fonction de la conjoncture du moment. Or, même les crédits sains de moyen/long terme et rentables pour les prêteurs peuvent se trouver instantanément très fortement dévalorisés (20 % et plus de moins-values sont possibles) par une modification économique ou financière – plus ou moins passagère – lorsqu'ils ont fait l'objet d'une cession sur les marchés *via* des titrisations rien que par une remontée des taux d'intérêt. Dès 1990, Alan Greenspan (Fed, la Réserve fédérale : la banque centrale des États-Unis) en a signalé avec virulence le danger et le caractère gravissime dans sa querelle avec Richard Breeden (alors président de la SEC, *Securities and Exchange Commission*). N'écrivait-il pas que « *si les valorisations en valeur de marché ont tout leur sens pour les firmes financières (securities firms) dont l'activité est d'acheter et de vendre des titres quotidiennement, cela n'a pas de sens pour les banques qui habituellement conservent leurs crédits jusqu'à l'échéance* ». Il ajoutait que « *ce que la SEC préconise avait été abandonné pendant la grande dépression (après 1929) parce que cela avait provoqué de sérieuses interrogations sur leurs conséquences quant aux résultats des banques et à leurs décisions de financement* » [4]. Les banques commerciales européennes et les assurances se sont d'ailleurs émues – même si ce fut tardivement – lorsque les normes comptables ont préconisé un tel dispositif en 2003 avec la norme IAS 39. Avec l'appui de la Banque

centrale européenne (BCE), notamment, et du Forum de stabilité financière (FSF) de Bâle, elles ont finalement gagné un répit et des assouplissements de ladite norme pour son application aux activités bancaires classiques. Mais *de facto*, par leur engouement pour la titrisation, les banques ont généralisé ce qu'elles rejetaient (!) avec les conséquences que l'on sait sur l'amplification de la crise actuelle, avec les dévalorisations massives que banques et assureurs surtout ont dû enregistrer [5] sur des créances antérieurement titrisées.

Que faire pour l'avenir ? Il faut modérer le recours à la titrisation, et plus particulièrement la titrisation synthétique, pour des créances et des crédits longs qui les rendent apparemment liquides et négociables et permettent une dispersion des risques ainsi que leur accroissement global dans une fuite en avant qui peut s'interrompre à tout moment, à la moindre interrogation, à la moindre rumeur. Pourquoi ne pas admettre sans réserve particulière la titrisation simple – qui oblige l'acheteur à apprécier le risque dans sa globalité – alors que la titrisation de produits structurés ne pourrait être mise en place que pour ceux dont le terme initial est inférieur à cinq ans, ou pour ceux qui n'auraient plus que cinq ans à courir [6] ? Un tel cantonnement de l'assiette titrisable rééquilibrerait ce qui peut être mis sur le marché et ce qui doit rester dans le bilan des banques pour limiter la volatilité des valorisations et les risques d'illiquidité des actifs négociés sur les marchés.

Revoir l'action des superviseurs bancaires et des banques centrales

Les superviseurs bancaires sont trop longtemps restés dans une approche prudentielle microéconomique. Ce qui était bon pour une banque était estimé bon pour l'ensemble du système financier. La crise a montré très amplement qu'ignorer les risques simplement parce qu'ils n'étaient plus dans le périmètre des banques (ou des assurances) ne pouvait pas tenir longtemps : le réel se rappellerait nécessairement un jour, et brutalement : obligation de reprendre des risques sortis des bilans et de refaire des augmentations de capital (après avoir accepté des réductions de capital), liquidités et valorisations mises très fortement en question, sauvetages *in extremis*…

Deux principes devraient prévaloir à l'avenir. Le premier principe viserait à ne pas avoir une réglementation prudentielle qui présente un biais favorable à la titrisation au détriment des crédits conservés en portefeuille. Bâle II va dans le bon sens mais ne va pas assez loin, notamment dans le traitement des lignes de liquidité [7]. Cela complèterait la proposition faite précédemment sur les crédits susceptibles d'être titrisés. Le second principe viserait à ce que les risques résultant des opérations de marché (portefeuille de *trading*) comportent les mêmes exigences en termes de fonds propres que les risques bancaires classiques (portefeuille bancaire) alors que, là encore, il y a actuellement un biais favorable à la marchéisation des bilans. Ces risques devraient nécessairement inclure une forte composante de risque de liquidité au vu de *stress tests* définis et actualisés par des instances internationales du type BRI (Banque des règlements internationaux) et FMI (Fonds monétaire international) pour assurer une égalité de traitement entre les acteurs des différents pays. Ce risque devrait rentrer dans l'assiette des fonds propres obligatoires, c'est-à-dire ceux exigés par le premier pilier de Bâle II, et non laissés à l'appréciation des superviseurs dans le cadre du deuxième pilier, comme c'est actuellement prévu pour réduire les possibles distorsions de concurrence entre places financières.

Mais ces ajustements de la règlementation prudentielle ne suffisent pas. D'une part, le prudentiel ne saurait aller trop loin et nuire au bon fonctionnement des circuits de financement et aux innovations. D'autre part, le prudentiel est un soubassement structurel stable qui ne doit pas être modifié en fonction des conjonctures macroéconomiques car, faute d'ajustement à temps, il se produirait souvent des effets de cliquet préjudiciables pour le futur.

De plus, ce serait ignorer le rôle des banques centrales dont la deuxième mission, à côté de la lutte contre l'inflation, est d'assurer la robustesse du système financier, et plus particulièrement bancaire. Ce sont elles qui ont en charge les analyses et les politiques monétaires déterminées en fonction des données macroéconomiques. Elles ont donc une action macroprudentielle qui ne saurait s'arrêter à leur action de refinancement en dernier ressort et à laquelle elles ne peuvent échapper quand bien même cela les amène à entériner toutes les dérives antérieures ! Cet état de fait est largement le résultat des refinancements globaux et indifférenciés de l'ensemble du système bancaire qu'elles assurent en temps ordinaire. Faute d'avoir un refinancement de type bilatéral au vu des évolutions bilantielles et de liquidité de chacun des groupes bancaires, elles permettent les emballements de quelques-uns, puis de toute la profession par comportements mimétiques si régulièrement constatés dans le secteur financier. Aussi surprenant que cela puisse paraître, les banquiers centraux sont en effet parmi les rares banquiers au monde à ne pas demander de comptes à leurs clients (les banques) avant de leur accorder un prêt ! Qui les empêche à l'avenir d'examiner les évolutions des actifs et des passifs, les besoins de refinancement et leurs échéances, les engagements de hors-bilan (dont les lignes de liquidité données à des fonds d'investissement), l'évolution des dépôts du public et/ou d'institutionnels, les appels de marges, les types de refinancement obtenus – secs, ou avec des « *repo* » sur des collatéraux par exemple –, leur degré de concentration, ainsi que l'existence ou non de lignes de refinancement, pour ne citer que quelques paramètres. L'analyse de ces évolutions amènerait la banque centrale de la tête de groupe à réviser ou non le plafond de refinancement à taux premier qui lui serait alloué. Les besoins de refinancement supérieurs à cette enveloppe seraient bien sûr assurés, mais à un taux nettement plus coûteux.

Ce dispositif de refinancement pourrait être accompagné d'un usage beaucoup plus actif des réserves obligatoires en élargissant leur assiette aux emballements de crédit préoccupants constatés par les banques centrales et/ou les instances financières internationales dans leurs analyses sectorielles ou géographiques de l'évolution des concours financiers. Les concours et les taux concernés seraient bien entendu rendus publics, contrairement aux plafonds de refinancement susvisés. Elles ne pénaliseraient – et ce pourrait être de façon progressive selon l'importance des taux de croissance – que les groupes bancaires particulièrement agressifs sur tel ou tel marché. Cette mesure pourrait, selon les cas, se cumuler ou non avec une action sur le plafond de refinancement des différents groupes bancaires comme indiqué précédemment.

Si les crises financières ne peuvent pas être complètement écartées du paysage financier, il est plus qu'indispensable de les éviter, autant que faire se peut, ou à tout le moins d'en juguler les effets avant qu'ils ne prennent des proportions systémiques comme lors de la crise actuelle. Le *continuum* entre les actions, les obligations et le crédit, l'interpénétration des banques commerciales et des banques d'investissement, de celles-ci et des assurances, ainsi que des fonds d'investissement sont tels aujourd'hui qu'ils peuvent déstabiliser toute la chaîne du financement et provoquer une crise économique quasi mondiale. Les banques et les banques centrales, cœur de la vie économique par la création monétaire et la gestion des moyens de paiement, ont un rôle et une responsabilité toute particulière à jouer. La transparence, la révision du cahier des charges des agences de notation – régulièrement mis en avant –, l'élargissement du périmètre bancaire aux acteurs qui ne font que du crédit ont leur utilité. Cela restera notoirement insuffisant si l'on ne touche pas au champ de la titrisation, au *corpus* prudentiel et aux conditions de refinancement par les banques centrales par des propositions du type de celles exposées ici.

Notes

1. On citera notamment les faillites de nombreuses Caisses d'épargne américaines (1986), la crise du Japon pendant toute la décennie quatre-vingt-dix, la crise obligataire en 1994, l'effondrement de nombreux pays d'Asie (fin 1997), de

la Russie (en 1998), la faillite de LTCM (1998), l'explosion de la bulle internet et la crise Argentine (2001-2002).

2. Comme on parle de juste valeur (« fair value *» dans le monde anglo-saxon et les normes comptables IFRS).*
3. L'Allemagne est toutefois restée plus intermédiée avec un pourcentage restant aux environs de 60 %

4. Wall Street Journal*, 11 novembre 1990, « Fed chief criticizes SEC proposal to overhaul U.S. bank accounting ».*

5. Certes, il s'agissait essentiellement de « subprimes *», c'est-à-dire de crédits sciemment non viables dès leur octroi faute de protection suffisante des emprunteurs, qui ont aggravé la défiance et l'ampleur des dévalorisations ; mais de tels risques peuvent exister simplement parce que la situation économique générale se dégrade, sans turpide au départ dans l'octroi. Que deviendrait la valeur des crédits longs titrisés, même dans ce cas de figure de crédits sains, avec une remontée des taux d'intérêt rendue nécessaire par une reprise de l'inflation ? Le cumul des deux chocs deviendrait à nouveau presque ingérable. L'usage bien maîtrisé par les banques de la macro-couverture est un outil suffisant pour gérer intelligemment l'évolution des risques de taux sans dénaturer la fonction essentielle de l'intermédiation bancaire qui est de mutualiser dans le temps et l'espace les risques et les signatures.*

6. Pendant les années soixante, la Banque de France avait utilisé un dispositif de refinancement s'inspirant du même principe : seules les dernières échéances des crédits longs étaient éligibles.

7. Mais après que la crise actuelle soit maîtrisée... Dans l'attente, il ne faut pas pénaliser les banques européennes parce qu'elles doivent déjà respecter Bâle II – plus exigeant que Bâle I en matière de ligne de liquidité – alors que les banques américaines n'ont pas cette contrainte puisque cette nouvelle réglementation (qui ne s'appliquera qu'à une petite vingtaine de groupes) ne prendra pas effet avant 2010 aux États-Unis.

Bâle II face à la crise : quelles réformes ?

Danièle Nouy [1]

Secrétaire générale de la Commission bancaire [2]

Membre du Comité de Bâle pour la France

À l'origine de la crise financière qui a débuté à l'été 2007, alors que le régime de supervision était encore essentiellement fondé sur l'accord de Bâle I, peuvent être identifiées des lacunes dans l'évaluation des risques. Celles-ci viennent conforter l'objectif premier de Bâle II, réforme d'ordre structurel, qui est d'inciter les banques à améliorer leur capacité de mesure, de gestion et de couverture de leurs risques. La mise en œuvre du nouveau dispositif prudentiel demeure, au-delà des interrogations que peuvent susciter ponctuellement certaines de ses dispositions, une nécessité face aux défis soulevés par la prédominance du modèle originate and distribute. *Cette mise en œuvre, pour se révéler optimale, doit cependant s'accompagner d'approfondissements.*

La crise financière est intervenue à un moment où de nombreux pays, notamment ceux de l'Union européenne, entraient dans la phase de mise en œuvre opérationnelle de Bâle II. Si la directive 2006/48 ou CRD (*Capital Requirements Directive*), qui transpose Bâle II en droit européen, est entrée en vigueur en Europe à compter du début de l'année 2007, il était dès l'origine prévu que l'utilisation des approches internes de mesure et de gestion des risques soit étalée dans le temps et, pour les principaux groupes bancaires européens aujourd'hui affectés par la crise, elle a débuté en pratique en 2008. La crise étant née sous Bâle I, la performance de Bâle II face à cette dernière doit donc être appréciée avec prudence et de manière prospective s'agissant, en particulier, des réformes susceptibles de renforcer l'efficacité du nouveau dispositif prudentiel dans un contexte économique et financier plus incertain que lors de sa phase de conception.

Tout d'abord, il convient de rappeler que, si la crise a de nouveau attiré l'attention sur l'importance de Bâle II, son origine, en l'occurrence de graves défaillances dans l'évaluation des risques, vient conforter l'économie globale de la réforme et l'objectif premier de celle-ci : mettre l'accent sur la gestion des risques bancaires et encourager les banques à améliorer constamment leur capacité de mesure, de gestion et de couverture de ces risques. Par ailleurs, si les turbulences financières peuvent conduire à s'interroger sur plusieurs points importants de Bâle II, comme le recours aux agences de notation ou le caractère potentiellement procyclique du *ratio* de solvabilité, la mise en œuvre du nouveau dispositif apparaît en fait d'autant plus nécessaire dans le cadre du modèle *originate and distribute*. Cependant, l'élaboration de cette réforme d'ordre structurel devra s'accompagner d'approfondissements dans plusieurs domaines dont la crise a révélé l'importance.

Des objectifs réaffirmés

À la base de la crise financière se trouvent d'importantes défaillances dans l'évaluation du risque de crédit pris par des organismes prêteurs aux États-Unis sur des clients présentant un profil de risque élevé (« *subprime* »). Ces défaillances, à elles seules, ne permettent certes pas d'expliquer les fortes turbulences financières enregistrées dont les effets se sont diffusés avec une rapidité et une ampleur surprenante. La crise qui s'est déclenchée est assurément une crise à plusieurs niveaux, dans laquelle la titrisation ainsi que l'interaction entre risque de refinancement (*funding liquidity*) et de liquidité de marché (*market liquidity*) ont joué un rôle important. Néanmoins, les lacunes observées dans l'évaluation des risques, de l'octroi des prêts immobiliers par des courtiers américains à leur transfert au secteur bancaire puis au marché, peuvent être considérées comme le fait générateur des turbulences.

Ces lacunes ont pu être observées chez des organismes non supervisés, rappelant par la même qu'une réglementation, fusse-t-elle comme Bâle II plus sensible aux risques, ne peut être efficace que si son champ d'application est lui-même adapté aux objectifs prudentiels recherchés, au premier rang desquels la prévention des crises. En ce sens, l'application de la CRD à l'ensemble des établissements de crédit et des entreprises d'investissement de l'Union européenne doit être considérée comme un élément de robustesse des systèmes bancaires et de supervision en Europe.

Cependant, des défaillances dans la mesure et la gestion des risques ont également pu être constatées au sein des banques. Celles-ci ont effectivement acquis de nombreux prêts sans en évaluer correctement la qualité, notamment lorsque, dans un but d'optimisation de leurs fonds propres, elles transféraient rapidement une partie importante du risque associé à ces prêts au marché. Pour les établissements agissant non seulement comme cédants mais aussi comme investisseurs, le contrôle du risque s'est par ailleurs heurté, même pour les banques les plus sophistiquées, à une complexité accrue des produits structurés de crédit ainsi qu'à une transparence insuffisante des véhicules de titrisation. À cet égard, la crise doit conduire à réaffirmer les objectifs de Bâle II et, en particulier, l'importance d'une gestion prudente et efficace des risques assumés afin de protéger la solvabilité des banques et promouvoir la stabilité financière. Poursuivre ces objectifs suppose une mise en œuvre effective et concomitante des trois piliers du nouveau dispositif (voir encadré).

Bâle II constitue un dispositif prudentiel beaucoup plus complet que Bâle I et repose sur trois piliers complémentaires :
- des exigences minimales de fonds propres (pilier 1), qui peuvent être calculées selon diverses approches allant d'approches standardisées à des approches internes développées par chaque établissement de crédit de façon spécifique. L'approche choisie par chaque établissement doit se faire, sous le contrôle du superviseur, en fonction de sa taille et de son niveau de sophistication ;
- un processus de surveillance prudentielle (pilier 2) qui confère au jugement des superviseurs, dans le cadre d'un dialogue avec les banques, un rôle-clé dans l'évaluation du profil de risque et de la qualité de la gestion de ces risques par chaque établissement, ainsi que, *in fine*, du montant de fonds propres prudentiels nécessaires ;
- une discipline de marché (pilier 3) qui exige des banques une communication financière plus complète.

Ces trois piliers créent un ensemble visant principalement : à améliorer la gestion des risques au sein des banques ; à mieux faire correspondre les fonds propres réglementaires aux risques réellement encourus par ces dernières ; à renforcer le rôle des superviseurs ; à consolider aussi le rôle de la discipline de marché ; donc, au final, à renforcer la stabilité financière.

Cette réaffirmation des objectifs de Bâle II ne peut se faire sans rappeler que :
- d'une part, jusqu'à présent, dans un effort de hiérarchisation de la charge de travail, l'essentiel des

efforts menés par les établissements et les superviseurs a porté sur la mise en œuvre du pilier 1 de la réforme – notamment au travers du développement et de l'évaluation des approches internes de mesure des risques – ;
- d'autre part, pour la majorité des pays, y compris au sein du G10, la crise ne s'est pas produite sous Bâle II mais sous Bâle I, seul le Japon ayant mis en œuvre Bâle II de manière effective dès 2007. La performance de Bâle II face à la crise ne peut donc être appréciée sans prendre en compte les effets escomptés du processus de surveillance prudentielle du pilier 2 et de la discipline de marché du pilier 3, ni être réalisée de façon complète à l'issue de quelques mois seulement d'expérience concrète du nouveau dispositif.

Une mise en œuvre indispensable

La crise peut certes conduire à s'interroger sur plusieurs dispositions importantes de Bâle II, comme par exemple s'agissant du calcul des exigences de fonds propres réglementaires, du recours aux agences de notation dans le cadre de l'approche standard, de l'utilisation de données strictement internes aux banques dans le cadre des approches les plus avancées, ou encore des modalités de reconnaissance prudentielle des effets des techniques de réduction du risque et de la titrisation. Le caractère potentiellement procyclique de Bâle II, c'est-à-dire le risque qu'un ratio de fonds propres nettement plus sensible aux risques qu'auparavant ne puisse amplifier les cycles économiques, a de nouveau également été avancé. Bien que légitimes, ces interrogations ne doivent cependant pas occulter les avantages procurés par la mise en œuvre de Bâle II dans de très nombreux domaines, dont certains ont été mis en lumière par la crise.

Tout d'abord, contrairement à Bâle I, Bâle II prévoit, au titre du pilier 1, un calcul spécifique des fonds propres réglementaires à mettre en face des opérations de transfert de risque de crédit comme les titrisations et les dérivés de crédit. La prise en compte des innovations financières dans le calcul de l'indicateur de solvabilité des établissements est indispensable dans le cadre du modèle *originate and distribute* qui est désormais majoritairement utilisé par les grandes banques internationales. Ce modèle consiste en effet, pour ces banques, à transférer le plus rapidement possible au marché une large part des risques associés aux crédits qu'elles octroient ou acquièrent, et non comme dans le passé à les conserver sur une longue période. La titrisation, utilisée depuis de nombreuses années, avec toutefois une accélération sensible sur la période récente, a joué un rôle central dans les turbulences observées. Il apparaît plus que jamais nécessaire de l'encadrer au plan réglementaire afin d'en conserver les effets bénéfiques pour l'économie. Le traitement posé dans Bâle II vise à s'assurer que les opérations de titrisation ont une réalité économique propre et non, comme souvent sous Bâle I, un objectif d'arbitrage réglementaire. Fondé sur deux principes fondamentaux, d'une part, le caractère effectif du transfert de risque, d'autre part, le caractère significatif de ce transfert, le traitement de la titrisation dans Bâle II s'applique par ailleurs, non seulement aux banques agissant comme cédants ou investisseurs, mais également à celles agissant comme *sponsors*. Ce traitement tient aussi compte des nombreux mécanismes spécifiques existant dans ce type d'opérations, tels les clauses de terminaison anticipée ou encore les rehaussements de crédit. Enfin, il instaure une exigence de fonds propres réglementaires pour certains engagements de hors-bilan, en particulier les lignes de liquidité associées à ces opérations qui étaient en règle générale exonérées sous Bâle I de toute charge en capital. Bâle II permet ainsi de mieux apprécier et de couvrir en termes prudentiels les engagements des banques résultant de la titrisation, dont on sait, à la lumière de la crise, qu'ils peuvent être nettement supérieurs en période de stress à ce qui pouvait être escompté en période normale.

Ensuite, et de manière plus générale, le nouveau dispositif, en renforçant le lien existant entre fonds propres et risques réellement encourus, incite les banques à améliorer leur système de mesure et de

gestion de ces risques ainsi que leurs procédures de due-diligence. Au-delà du rappel de l'élémentaire prudence nécessaire lors de l'octroi de tout crédit, cette incitation est d'autant plus utile que les banques jouent un rôle-clé dans les opérations de titrisation pour lesquelles les actifs sous-jacents, par exemple des crédits immobiliers, peuvent être initiés par des entités non supervisées et n'ayant pas forcément à répondre de leur analyse et de leur tarification du risque. En d'autres termes, plus la discipline dans l'octroi d'un crédit est faible, plus la vigilance des établissements bancaires en la matière doit être forte. Cette exigence de diligences appropriées est présente tout au long du nouvel accord et, en particulier, dans les approches les plus avancées, dont l'utilisation ne peut être autorisée que sous réserve du respect de multiples obligations opérationnelles.

Par ailleurs, outre un périmètre élargi des risques couverts par des fonds propres au titre du pilier 1, Bâle II donne aux banques et aux superviseurs un outil essentiel, le pilier 2, pour évaluer le profil de risque spécifique de chaque établissement et pour prendre en compte certains risques difficilement quantifiables mais dont l'impact peut être fort, tant sur la solvabilité que sur le profil de liquidité. La crise a notamment mis en lumière la nécessité de mettre davantage l'accent sur la gestion et la surveillance du risque de refinancement (*funding liquidity)* ainsi que du risque de réputation. Ainsi, la crise de liquidité qui a touché les titres adossés à des crédits à l'habitat (RMBS, *Residential Mortgage-Backed Securities*) et les obligations indexées sur des créances (CDO, *Collateralised Debt Obligations*) – notamment pour celles ayant des sous-jacents également liés aux crédits à l'habitat – a impacté les banques qui gèrent des véhicules de titrisation ou des fonds détenant ces instruments à leur actif. Outre l'acquisition du papier commercial émis par des véhicules, comme les conduits et *Structured Investment Vehicles*, voire dans certains cas la consolidation de ces derniers dans leur bilan, les banques ont par ailleurs, parfois, pour maintenir leur réputation, assuré la liquidité de fonds, comme les OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières), commercialisés par leurs sociétés de gestion auprès de tiers en rachetant les actifs devenus non liquides de ces fonds, ou les parts détenues pas leurs clients. Au total, cette réintermédiation a pesé sur la situation de liquidité des banques, voire dans certains cas sur leur solvabilité, et a illustré l'importance d'une meilleure prise en compte des engagements de toute nature souscrits par les établissements, y compris au titre du risque de réputation, c'est-à-dire au-delà de leurs obligations juridiques. Le pilier 2 du nouveau dispositif, qui vise explicitement certains risques comme le risque de liquidité et le risque de réputation, permet tant aux banques, au travers de leur processus interne d'évaluation de l'adéquation de leur capital (ICAAP, *Internal Capital Adequacy Assessment Process*), qu'aux superviseurs, *via* un processus renforcé d'évaluation et de surveillance prudentielle (SREP, *Supervisory Review and Evaluation Process*), d'apprécier plus finement le niveau de tels risques ainsi que la réalité de leur contrôle et de leur couverture.

Bâle II s'attache également à promouvoir les *stress tests* comme un outil essentiel de gestion et de mesure des risques, ce qui est crucial pour faire face à des turbulences fortes et prolongées comme celles enregistrées depuis l'été 2007. Le nouveau dispositif prévoit effectivement que les *stress tests* conduits par les établissements doivent intégrer les effets d'une forte augmentation des risques de crédit et de marché ainsi que ceux d'un accroissement du risque de liquidité. L'objectif est de s'assurer que les banques disposent de fonds propres suffisants pour absorber des chocs sévères, allant très au-delà des hypothèses retenues par le pilier 1.

Enfin, Bâle II vise à renforcer de manière substantielle la transparence, et ainsi la discipline de marché. Le pilier 3 du dispositif pose en effet de nombreuses exigences en matière de publication d'informations qualitatives et quantitatives sur les fonds propres et les risques, y compris s'agissant des opérations de titrisation. L'existence d'une telle transparence est apparue avec la crise comme une condition *sine qua non* de l'efficacité du processus de titrisation. Le pilier 3 doit ainsi permettre d'assurer

une transparence accrue à plusieurs niveaux de la chaîne de titrisation, notamment s'agissant de la nature et des risques des actifs titrisés, ainsi que des engagements pris par les établissements cédants ou *sponsors*.

Des approfondissements souhaitables

Pour se révéler optimale, la mise en œuvre de Bâle II doit s'accompagner d'approfondissements aussi bien par les banques que par les superviseurs, en ce qui concerne à la fois la gestion et la surveillance des risques et la qualité des fonds propres servant à leur couverture.

S'agissant du risque de crédit tout d'abord, il est important que les systèmes de notation interne des établissements, ainsi que l'estimation des différents paramètres de risque utilisés par ces derniers, prennent en compte les données sur l'ensemble d'un cycle financier ; cela peut nécessiter, dans un certain nombre de cas, une actualisation de ces paramètres.

De manière plus générale, les banques doivent en permanence affiner la prise en compte des caractéristiques propres à certains actifs financiers dont le profil de risque peut se révéler plus élevé que celui des classes d'actifs réglementaires définies dans Bâle II, notamment dans le cadre de leur ICAAP. Par ailleurs, la question de la corrélation entre les probabilités de défaut (PD) et les pertes en cas de défaut (LGD), essentielle pour certains actifs comme les crédits immobiliers ou les financements spécialisés, doit être approfondie. De même, il est important que les banques prennent en compte, dans leur utilisation des garanties et collatéraux, la corrélation possible en temps de crise entre le risque portant sur l'élément couvert (ou débiteur) et celui portant sur l'élément de couverture (collatéral), d'autant plus que Bâle II augmente très largement le spectre des collatéraux éligibles à une reconnaissance prudentielle. Enfin, la qualité des *stress tests* portant sur les risques de crédit, y compris s'agissant des risques de concentration, doit être améliorée, notamment par une meilleure prise en compte des possibilités de contagion sur différents marchés. Les résultats de ces *stress tests* doivent être examinés attentivement, les modalités de leur prise en compte dans les systèmes de gestion et de mesure du risque renforcées et, le cas échéant, leur prise en compte au niveau du capital économique ou réglementaire (au titre du pilier 2) étudiée.

En ce qui concerne l'activité de titrisation, la mise en œuvre de Bâle II doit s'accompagner d'un effort de convergence des pratiques des superviseurs en matière d'appréciation du critère de transfert significatif du risque. Cet effort, à tout le moins indispensable dans le cadre de l'Union européenne, est par ailleurs à compléter par une analyse des ajustements éventuels à apporter sur des points spécifiques comme le traitement de certaines lignes de liquidité et autres supports octroyés par les banques aux véhicules de titrisation, ou encore l'adéquation de la couverture en fonds propres de certains produits titrisés, notamment parmi les plus complexes et les plus sensibles aux hypothèses de corrélations entre les risques en portefeuille comme les *re-securitisations* (CDO d'ABS – *Asset backed securities* –, CDO de CDO, etc.).

Les analyses concernant la crise ont également révélé que la notation des produits structurés a été une source importante de malentendu entre certains investisseurs et les agences de notation. Ce malentendu tient très largement à la métrique utilisée par les agences pour noter ces produits, identique à celle utilisée pour noter les produits obligataires classiques émis par une entreprise ou un état, alors même que le profil de risque des deux types d'instruments est très différent.

Les notations externes jouent un rôle important dans Bâle II, y compris dans les approches internes ouvertes pour le traitement des activités de titrisation, et une distinction est bien évidemment faite par rapport aux notations externes des produits obligataires classiques. Cependant, l'utilisation par les agences d'une métrique différente pour les notations obligataires et

les notations de produits structurés constituerait un progrès significatif pour le marché, au-delà des exigences prudentielles.

Pour ce qui relève des risques de marché, outre une vigilance accrue en matière de classement des opérations en portefeuille de négociation, il apparaît nécessaire de mieux appréhender l'ensemble des risques et de leur couverture au sein de ce portefeuille. Une attention particulière doit ainsi être portée au risque de défaut, dont le poids a augmenté ces dernières années sous l'effet du développement des produits structurés de crédit, ainsi que, de manière plus large, au risque d'événement (*event risk*) susceptible de générer des pertes sur ces instruments à l'instar de celles observées par exemple sur les ABS et CDO d'ABS à la suite de la crise. Le Comité de Bâle, qui a publié pour consultation le 12 octobre 2007 une série de recommandations en matière de calcul de l'exigence de fonds propres au titre du risque de défaut, et qui a mené une étude d'impact de ces recommandations, travaille activement en ce sens. Ces recommandations seront transposées au niveau européen dans le cadre de la révision de la CRD.

S'agissant du risque de liquidité, les turbulences financières ont mis en évidence la nécessité pour les banques de revoir leurs analyses sur la manière dont le risque de refinancement peut se matérialiser et d'analyser ses conséquences sur d'autres risques, comme le risque de crédit et le risque de concentration (par exemple dans le cas du tirage des lignes de liquidité). De plus, il est essentiel de s'assurer de la mise en place, dans le cadre de plans de continuité, de dispositifs et de procédures robustes en matière de gestion de la liquidité, tenant à la fois compte du risque de refinancement de chaque banque, du risque d'assèchement des marchés et des interactions éventuelles entre ces deux risques. Cela est d'autant plus important dans le contexte du modèle *originate and distribute* que l'efficacité des instruments de transfert de risque, sur lesquels ce dernier s'est développé, suppose une liquidité suffisante à la fois des acteurs et des marchés. Le Comité de Bâle a publié à cet égard le 21 février 2008 un rapport sur la gestion et la surveillance du risque de liquidité [3] mettant l'accent, à la lumière de la crise, sur le nécessaire renforcement des *stress tests* et des plans de continuité ainsi que sur une meilleure prise en considération des engagements de hors-bilan. La révision des saines pratiques de gestion du risque de liquidité [4], programmée par le Comité, fera l'objet d'une consultation publique au cours de l'été 2008. Au niveau européen, le CEBS travaille, dans le cadre d'une demande d'avis technique de la commission européenne, à une analyse poussée des différents facteurs de risque affectant la gestion du risque de liquidité et à l'élaboration de principes communs pour une bonne gestion de ce risque.

S'agissant des autres risques, le rôle du pilier 2 doit être renforcé aux fins d'amélioration des pratiques de gestion des banques, d'une part, en matière des risques non couverts par le pilier 1, et, d'autre part, dans les domaines que les superviseurs et les banques estiment susceptibles de devenir de nouvelles sources de vulnérabilité. En effet, en pratique, pour certaines activités, il peut encore ne pas exister de normes universellement admises pour la gestion des risques.

Cela ne signifie pas nécessairement que les processus de gestion des risques de l'ensemble des banques dans ces activités soient suffisamment stricts, mais plutôt qu'il existe un large spectre d'instruments disponibles à cet effet, chacun avec ses avantages et ses inconvénients. Cela signifie également que les superviseurs et les banques ne peuvent pas se contenter de procéder à une évaluation mécanique de ces risques et de leur gestion, telle qu'elle résulterait par exemple du simple constat d'un intervalle de confiance statistique.

De plus, *in fine*, le pilier 2 doit servir aux fins de l'amélioration de la gestion des risques dans les domaines que les superviseurs et les banques estiment, à un moment donné, cruciaux pour la stabilité financière, et cela dans une approche prospective. La crise actuelle et le rapport du *Senior Supervisors Group* [5] (voir encadré), publié le 6 mars 2008, ont démontré – si besoin était – l'importance de la qualité des pratiques de gestion des risques et la nécessité d'évaluer plus finement l'efficacité de ces pratiques, notamment lors de période de turbulences.

Le rapport du *Senior Supervisors Group* met notamment en lumière l'importance de :

- l'implication des directions générales des établissements de crédit dans la définition de l'appétence pour le risque et sa déclinaison rigoureuse dans la croissance de l'activité des différentes *business lines* ;
- la transversalité de la circulation de l'information, notamment celle liée aux risques ;
- la nécessité de confronter les estimations de valorisation obtenues en interne, essentiellement pour les produits complexes, aux valorisations d'autres acteurs ;
- la prise en compte plus complète des risques de liquidité contingents et un *pricing* plus systématique du coût des lignes de liquidités explicites et implicites, externes et internes ;
- l'utilisation de plusieurs métriques de quantification des risques et une analyse plus poussée des *tail risks*, avec la prise en compte effective des résultats de *stress tests* ;
- enfin, l'intégration, dans les processus décisionnels, des conséquences des risques systémiques (retournement des cycles financiers, rupture dans le fonctionnement habituel des marchés…), en plus des risques idiosyncratiques.

La crise financière a également mis en évidence les difficultés liées aux méthodes de valorisation de certains instruments financiers, notamment les produits structurés complexes, mais également certains produits réputés plus simples. Il a en effet pu être observé des divergences, parfois significatives, entre les valorisations théoriques tirées de modèles et les valeurs de marché. Or, la question de la correcte estimation du prix des transactions complexes a pris une acuité toute particulière avec la généralisation progressive des évaluations à la juste valeur, depuis l'entrée en vigueur des nouvelles normes comptables (IFRS, *International Financial Reporting Standards*). À cet égard, il apparaît nécessaire de veiller au renforcement des processus de contrôle des valorisations au sein des banques. Il est notamment indispensable de renforcer l'examen critique, indépendant et régulier, des valeurs obtenues pour certaines positions complexes qui semblent être restées trop souvent dépendantes de données externes fournies par les agences de notation ou les prestataires de services, sans examen réel des caractéristiques des sous-jacents et des collatéraux. Il est également important de renforcer la transparence des banques en matière d'information relative aux méthodes d'évaluation à la juste valeur et leur traduction dans les comptes de résultat.

Enfin, à la mesure plus fine des risques au dénominateur du ratio apportée par Bâle II doit s'ajouter davantage de convergence – et parfois de qualité – dans la définition des fonds propres retenus au numérateur du ratio. Les fonds propres, et en particulier les fonds propres de base (Tier 1), constituent, avec la gestion des risques, les lignes de défense essentielles du système bancaire contre les crises. De ce fait, il est très important que les travaux internationaux, notamment ceux menés en Europe dans le cadre de la révision de la CRD, permettent de définir des critères d'éligibilité stricts des instruments de capital hybrides admissibles dans les fonds propres de base et de fixer des limites adéquates à leur inclusion dans ces derniers. De la même manière, une révision de la réglementation relative au contrôle des grands risques, dans le sens d'un alignement sur les règles d'évaluation des risques désormais retenues pour la surveillance de la solvabilité, s'avère nécessaire.

Pour conclure

Bâle II est un nouveau dispositif prudentiel structurant (à la fois pour les banques et les superviseurs) dont la mise en œuvre, en termes de gestion des risques, d'allocation des fonds propres et de transparence, doit être considérée à la fois comme favorisant la sortie de la crise actuelle et comme un outil de prévention des crises ultérieures. Les turbulences financières ont rappelé la pertinence des objectifs poursuivis par cette réforme et la nécessité de la conduire à son terme, tout en considérant l'utilité d'en ajuster certaines dispositions. L'introduction de nouvelles mesures, notamment en matière de gestion du risque de liquidité, de valorisation des actifs financiers et de composition

des fonds propres, doit permettre de *tirer le meilleur profit de* l'ensemble de ce dispositif prudentiel innovant, de renforcer le système bancaire et, ainsi, de contribuer à la restauration de la confiance sur les marchés financiers.

Notes

1. Présidente du Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS, Committee of European Banking Supervisors*) en 2006 et 2007 ; Secrétaire générale du Comité de Bâle d'octobre 1998 à octobre 2003.*

2. Depuis le 1er novembre 2003.

3. Liquidity risk : management and supervisory challenges, BCBS, February 2008.

4. Sound practices for managing liquidty risk in banking organisations, BCBS, February 2000.

5. Ce rapport, intitulé « Observations on risk management practices during the recent market turbulence », résume les travaux menés par les autorités de contrôle de cinq pays (Allemagne, France, États-Unis, Royaume-Uni et Suisse), depuis l'automne 2007, à la demande du Forum de Stabilité financière.

La régulation de la (ré)assurance

Patrick Thourot

Conseiller du président, Scor SE

La régulation de la réassurance au niveau européen est désormais un fait et préfigure le cadre d'un contrôle de la solvabilité et du risk management *qui se mettra en place avec Solvency II. Le contrôle de la solvabilité est essentiel dans une industrie qui ignore le recours aux prêteurs en dernier ressort. Mais les marchés n'ont pas attendu les régulateurs pour organiser la surveillance de la solvabilité. Faut-il privilégier le contrôle prudentiel des agences de notation, sanctionné par les marchés financiers, ou celui des autorités publiques limitées dans leurs compétences géographiques ?*

La réassurance européenne est entrée récemment dans l'ère de la régulation. Un porte-parole des institutions de l'Union européenne a qualifié la directive adoptée en 2005 – et qui est en cours d'intégration dans le droit des États membres – de « *comblement d'un vide juridique* ». Et il est vrai que les autres grands États (les États-Unis, le Canada, l'Australie, la Chine, Singapour) ont institué une telle régulation. Cette démarche précède, mais préfigure aussi, les règles de « Solvabilité II » qui s'appliqueront vers 2011. C'est cette future stratégie d'appréciation de la solvabilité qui donne sens à l'instauration d'un contrôle de la réassurance, en même temps qu'elle ouvre aux réassureurs européens le champ du contrôle de groupe et du passeport unique européen. Assureurs et réassureurs seront donc soumis à des règles voisines sur le grand marché européen au terme de l'implantation de la directive dans le droit national des États de l'Union. La question essentielle pour les réassureurs est de savoir si cette nouvelle régulation globale constitue un progrès réel vers la stabilité et la sécurité du fonctionnement de la couverture des risques, plutôt que d'en discuter à l'envi les modalités pratiques.

La préoccupation des gouvernements du monde entier est légitimement de s'assurer que les risques (et notamment les risques catastrophiques, naturels ou d'origine humaine) sont efficacement couverts. L'assurance mondiale ne dispose pas de « prêteur(s) en dernier ressort » dont les événements récents touchant la banque et les marchés financiers montrent chaque jour la nécessité absolue. La réassurance et le marché de la rétrocession, ainsi que depuis quelques années les marchés financiers acheteurs d'« obligations catastrophe », sont les « prêteurs/financiers en dernier ressort » de la gestion des risques. Leur solvabilité, c'est-à-dire leur capacité à indemniser à travers des mécanismes multiples de mutualisation les plus grandes catastrophes, est déterminante de la confiance des systèmes économiques dans la couverture des risques. C'est donc un facteur majeur de la croissance économique. Or, non seulement l'ampleur des risques encourus ne cesse d'augmenter, mais l'aversion

croissante au risque est une caractéristique – à bien des égards, surprenante – du développement économique. On connaît l'image (un peu forcée) du World Trade Center qui « coûte » deux fois le cyclone Andrew, et le cumul Katrina/Rita/Wilma qui pourrait coûter deux fois et demie le World Trade Center. Que dire du toujours possible tremblement de terre de Tokyo et des éventuels ravages liés à l'augmentation de l'ampleur et de la fréquence des cyclones dont serait responsable la modification du climat ? Mais surtout, c'est l'univers du risque qui, en quelques dizaines d'années, s'est élargi : pandémies (le retour après un siècle de quasi-disparition), responsabilité médicale, risque de développement, organismes génétiquement modifiés (OGM), responsabilité des dirigeants avec des « *class actions* » financièrement meurtrières, pollution graduelle, responsabilité des dommages à l'environnement, et tant d'autres qui apparaîtront demain. La seule question dès lors que se posent les gouvernements est – légitimement – : « Les assureurs (et les réassureurs) pourront-ils payer ? ».

Oui, sans doute, mais sous diverses et multiples conditions. Il s'agit d'abord de la sélection et de la tarification des risques lourds ou de pointe. Des progrès considérables ont été faits par nos ingénieurs et nos actuaires dans ce domaine, dont témoignent l'intérêt pour la recherche sur la *value at risk* des queues de distribution, la négociation farouche des franchises avec les clients, l'appréciation des cumuls de risque. Les modèles de catastrophes, parfois décriés, sont aujourd'hui des acquis de la tarification de l'assurance et de la réassurance. La science actuarielle ne cesse de progresser. Cela dit, la couverture des risques s'améliore, l'assurabilité croît, mais les prix montent, par-delà les fluctuations de courte période si efficacement mises à profit par les courtiers.

Les solutions viennent ensuite d'une réévaluation du niveau absolu des besoins de capital (ou de marge de solvabilité) et des efforts conceptuels considérables pour appréhender le besoin de capital par type de risque. Tous les réassureurs font désormais de l'allocation très fine du capital par « *line of business* » leur modalité centrale de pilotage de l'entreprise. Il ne s'agit pas que d'allouer le capital (la marge de solvabilité) en fonction de la rentabilité de l'activité, mais aussi en fonction de la protection que la souscription procure au capital ainsi alloué. Il s'agit également de constituer des portefeuilles de risques optimisés sous les divers aspects de la rentabilité, de la mutualisation, de la diversification/dispersion des risques et de l'utilisation du capital et de son allocation. Tous les réassureurs ont vu leur notation dévaluée au cours des dix dernières années. C'est bien que l'exigence des agences de notation en matière de niveau absolu et d'allocation du capital s'est faite beaucoup plus pressante.

Globalement, les organismes de contrôle ont aussi fait évoluer leur réflexion à partir des idées très financières du « *risk based capital* », fondées sur l'équilibre solvabilité/rentabilité, vers l'« *enterprise risk management* » plus qualitatif et qui mesure à la fois « l'appétit pour le risque » du réassureur – Quelle part de ses résultats/de ses fonds propres est-il prêt à risquer sur ses cumuls de risque ou sur tel nouveau segment de risque ? – et la qualité de l'appréciation et du contrôle des risques de toutes natures encourus par l'entreprise (de l'erreur de souscription à la fraude, en passant par les risques sur actifs). L'analyse des risques encourus s'est ainsi affinée et déployée de la solvabilité à l'ensemble de la gestion et au contrôle des risques de souscription, opérationnels, sur les actifs, etc. Les cordonniers/assureurs commencent à être aussi bien chaussés que leurs clients industriels qui, depuis longtemps, ont défini les facteurs de risque liés à leurs *process* industriels.

Solvency II et la régulation (le contrôle) viennent couronner ces efforts des assureurs eux-mêmes. « *La chouette de Minerve prend son envol au crépuscule* » disait Hegel, mais il n'est pas trop tard. Au contraire, il est temps que des autorités publiques viennent donner demain leur accord aux modèles internes de solvabilité et de couverture des risques des réassureurs. Il serait meurtrier que, dans ce métier très exposé, la concurrence s'exerce sur les conditions de solvabilité des acteurs du marché. L'expérience de l'assurance française est en effet celle-là : les quelques défauts constatés et sanctionnés dans un passé récent provenaient d'entreprises qui ont joué sur leur

solvabilité pour s'assurer un développement commercial rapide. Qu'on le veuille ou non, la contrainte de solvabilité viendra contredire les lois de la libre concurrence et de la « baisse tendancielle du taux de profit », sauf à transformer nos actionnaires en généreux donateurs, c'est-à-dire en puits sans fond. Ils ne sont sûrement pas prêts – et c'est heureux – à accepter cette perspective.

La régulation est donc le facteur majeur de survie d'un système de couverture des risques indispensable à la croissance de l'économie. Cela étant, la question politico-économique récurrente est de savoir qui, des marchés ou des institutions de place (règlementaires et régulatrices), doit exercer ce contrôle. C'est moins la question des modalités (les modèles peuvent se discuter à l'envi, ils répondent aux mêmes contraintes et objectifs) que l'esprit de ce contrôle. En réalité, la question est de savoir qui l'on cherche à protéger : si c'est l'ordre économique mondial, alors les États (ou regroupements d'États) sont dépositaires de cet objectif ; si ce sont les clients et les actionnaires, alors les instances de marché sont seules légitimes. Et ce n'est pas qu'un débat d'idées si l'on écoute aujourd'hui les polémiques sur le rôle des banques centrales et sur leur autonomie par rapport aux autorités gouvernementales.

Les réassureurs exercent un métier mondial par essence : ils mutualisent des risques souscrits dans l'ensemble des pays du monde et dans l'ensemble des catégories d'assurance. La « dispersion » des risques sera demain réglementairement – car elle l'est aujourd'hui dans les faits – un facteur majeur de leur solvabilité (principe de la faible corrélation entre les branches d'activité). Ils sont donc attachés à des régulations prenant en compte cette dimension majeure de leur métier et s'inquiètent de régulations nationales (voire infranationales comme aux États-Unis). Ils vivent dans un monde de convertibilité générale et peuvent craindre d'être, de fait, « assignés » à des marchés définis. Donc, leur inclinaison, comme on disait au dix-septième siècle, les porterait aux régulations les plus proches des marchés et des actionnaires. La conjoncture actuelle est évidemment peu propice à tresser des couronnes aux agences de notation. Elles n'en demeurent pas moins plus sensibles aux objectifs que l'on fixe aux contrôles des risques et de la solvabilité qui sont de protéger nos clients et nos actionnaires. La théorie libérale apprend que l'addition de ces objectifs individuels d'entreprise assure l'intérêt général et que les marchés se régulent mieux que les autorités d'État ne les régulent, n'en déplaise aux discours actuels de divers responsables politiques, dont on peut penser qu'ils sont « de circonstance », voire conjoncturels. Sauf, bien sûr, si les marchés fonctionnent mal. Mais on voit bien que le système assuranciel, dans son ensemble, a su faire face à la montée de l'amplitude et de la diversification des périls…

Pas de marché sans régulation, et pas de progrès dans l'analyse et la couverture des risques sans contraintes extérieures à l'industrie. C'est la leçon de l'histoire récente. Mais, en même temps, l'adaptation des marchés à la couverture des risques croissants, et de plus en plus graves, s'est montrée remarquable. Les actionnaires ont soutenu l'industrie dans ses efforts d'adaptation à l'univers des risques. La régulation apparaît donc plus aujourd'hui comme un catalyseur d'efforts que comme une nécessité irréfragable du fonctionnement efficace du marché de l'assurance.

Régulation et réduction du risque de liquidité

Olivier Davanne

Associé, DPA Invest

Les autorités publiques – prêteurs en dernier ressort et superviseurs bancaires et non bancaires – peinent à définir une doctrine claire sur leur tolérance au risque de liquidité dans les institutions qu'elles contrôlent. Une des raisons-clés réside dans la difficulté conceptuelle à faire la part entre les « externalités négatives » (le rôle du risque de liquidité dans l'enchaînement des crises systémiques) et les « externalités positives » (les bénéfices supposés de la transformation d'une épargne courte en financements longs). Cet article essaie de clarifier ces aspects conceptuels et examine les conditions d'apparition de ces deux types d'externalités. Il défend l'idée selon laquelle les bénéficiaires en temps normal des investissements dans des actifs peu liquides – actionnaires de banque ou porteurs de parts de fonds – doivent aussi supporter, en toute transparence, le coût des crises. La principale conclusion opérationnelle porte sur les prêteurs en dernier ressort qui devront disposer à terme des outils juridiques permettant le transfert de propriété rapide d'institutions défaillantes, dans l'esprit du sort réservé à la banque Bear Stearns en mars 2008.

La crise financière actuelle a, comme celles qui l'ont précédée, certaines caractéristiques qui lui sont propres. Par exemple, les titrisations complexes ont joué un rôle tout à fait original dans son déclenchement et son déroulement. Mais, au-delà des différences, les crises financières reflètent toujours deux vulnérabilités fondamentales des marchés financiers, et ce sont ces vulnérabilités que les autorités devront chercher à réduire au cours des prochaines années pour accroître la robustesse du système.

En premier lieu, les marchés financiers rencontrent des difficultés récurrentes pour évaluer les risques et les transférer aux investisseurs les plus à même de les porter. Dans ce domaine, des progrès importants sont possibles et nécessitent de s'interroger – pour ne citer que trois thèmes – sur la dépendance excessive des investisseurs relativement aux évaluations des agences de notation, sur les techniques dominantes d'allocation d'actifs (« *benchmarking* ») qui limitent souvent l'horizon d'analyse des gérants, ou sur la fiscalité qui joue généralement un rôle pervers en encourageant l'endettement au détriment des fonds propres.

En second lieu, une autre vulnérabilité des marchés, qui constitue l'objet de cette contribution, est l'exposition considérable du système financier au risque de liquidité. Il y a plusieurs définitions de cette notion de risque de liquidité mais, pour l'essentiel, on dira qu'une institution est en risque de liquidité si elle peut être mise en difficulté par une perte de confiance brutale et inattendue de ses prêteurs. Le risque de

liquidité d'une institution dépend ainsi à la fois :
- de la maturité de ses dettes : en cas de crise de confiance, à quelle vitesse les déposants ou prêteurs peuvent-ils contractuellement retirer leurs fonds ?
- de la nature des actifs détenus : sont-ils « liquides », c'est-à-dire mobilisables rapidement en cas de besoin sans décote importante ?

On voit d'ailleurs, ce qui ne facilite pas toujours les discussions, que le terme de « liquidité » couvre des réalités différentes selon qu'il s'applique aux marchés financiers ou aux institutions financières. On parle de « marchés liquides » quand il est possible de vendre rapidement un actif sans décote ; et « une institution liquide » sera celle qui n'investit que dans des marchés liquides ses ressources à court terme et finance par contre à long terme des investissements réalisés sur des marchés illiquides.

Le risque de liquidité est à l'évidence un facteur considérable de vulnérabilité du système financier et il a d'ailleurs joué un rôle central dans la crise actuelle. En présence de risques de liquidité, des cercles vicieux qualifiés de paniques autoréalisatrices peuvent apparaître. Un prêteur qui sait qu'une institution est en risque de liquidité a intérêt à être le premier à retirer ses fonds s'il craint un mouvement de panique, car la vente à la casse des actifs ou leur utilisation comme collatéral pour obtenir de nouveaux crédits ne permettront pas nécessairement à l'institution en risque de rembourser tous ses créanciers. Non seulement cette crise de confiance autoréalisatrice peut aboutir à la faillite de l'institution concernée, mais la baisse générale du prix des actifs peu liquides et l'aggravation de leur illiquidité fragilisent en retour les autres institutions financières. C'est ainsi le risque de liquidité qui transforme un accident initial dans la chaîne du crédit – une mauvaise évaluation du risque sur les prêts à certains pays émergents (crise asiatique 1997-1998) ou sur les prêts « *subprimes* » (2007-2008) – en crise systémique obligeant les autorités monétaires et financières à intervenir pour éviter l'enchaînement des faillites bancaires.

Le risque de liquidité présent dans nos systèmes financiers a trois origines qu'il est important de bien distinguer pour analyser s'il est souhaitable et possible de rendre le système plus robuste.

D'abord, il y a le risque de liquidité lié à la gestion par le système bancaire des moyens de paiement. Les encaisses de transaction constituées sous forme de dépôts à vue peuvent partir très rapidement en cas de panique ou « *run* » bancaire, comme l'ont rappelé les files d'attente devant la banque Northern Rock en septembre 2007. En l'absence de panique, ces dépôts à vue représentent cependant une ressource stable que les banques peuvent prêter à moyen et long terme. Le risque de liquidité associé à cette transformation des dépôts à vue en prêts à l'économie est difficilement évitable, sauf à imaginer des réformes radicales dans l'organisation des systèmes de paiement et des systèmes bancaires. Mais, heureusement, ce risque de liquidité du « premier type » n'est pas le plus inquiétant ! En effet, la solution est bien connue et s'appelle l'assurance publique des dépôts de montants faibles et moyens. Les petits déposants ne retireront pas leurs dépôts à vue de leur banque habituelle s'ils bénéficient d'une garantie explicite et crédible des pouvoirs publics sur ces encaisses de transaction. Ainsi, une des leçons les plus évidentes de la crise actuelle a été la nécessité de renforcer les mécanismes d'assurance des dépôts petits et moyens, là où ils présentaient des imperfections comme au Royaume-Uni.

Ensuite, malheureusement, le risque de liquidité dans le secteur bancaire ne résulte pas principalement du rôle joué par les banques dans la gestion des moyens de paiement. La crainte des banques et de leurs créanciers est moins celle de voir fuir les petits dépôts à vue – merci à nouveau à l'assurance des dépôts ! – que de voir se fermer les autres sources de financement à court terme : lignes de crédit interbancaires, marché des prises en pension, émission de billets de trésorerie. Au total, les banques, et les véhicules hors-bilan qui en dépendent, font collectivement bien plus que transformer les moyens de paiement à vue en crédits à l'économie. Elles offrent aussi des instruments de trésorerie à court terme aux ménages et aux entreprises, directement ou indirectement *via* des OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) monétaires,

et replacent ces financements à court terme dans des actifs à plus long terme à la liquidité assez variable. L'essentiel du risque de liquidité du système bancaire, pris globalement, résulte de cette activité de transformation des trésoreries, plus que de celui de transformation des moyens de paiement *stricto sensu* [1]. D'une part, les montants en jeu sont plus élevés et, d'autre part, cette épargne de précaution des entreprises et des ménages ne bénéficie généralement pas (contrairement aux dépôts à vue de faible montant) d'une assurance totale de la part des pouvoirs publics ; et elle est donc soumise au risque de panique autoréalisatrice.

Enfin, au-delà de cette transformation des moyens de paiement et de l'épargne de précaution à court terme par le secteur bancaire, il existe une troisième source de risque de liquidité dans le système financier. Elle existe depuis longtemps, mais la crise actuelle est probablement la première pour laquelle cette troisième source de risque de liquidité ait joué un rôle aussi significatif. Il s'agit du risque qui peut résulter du travail de transformation de l'épargne effectué par les fonds d'investissement (Sicav : Sociétés d'investissement à capital variable, et FCP en France, *Mutual Funds* aux États-Unis…). Il y a risque de liquidité quand ces fonds autorisent des rachats de parts avec des préavis très courts alors même que les actifs dans lesquels ils investissent sont peu liquides. Dans ces conditions, les rachats importants de certains investisseurs peuvent entraîner des ventes forcées effectuées dans de mauvaises conditions et avoir un impact très négatif sur la valeur liquidative du fonds et la situation des autres investisseurs. Cela ouvre alors la possibilité d'un « *run* » sur un fonds d'investissement comme il peut y avoir un « *run* » sur une banque : en cas de panique, tous les porteurs de parts d'un fonds peu liquide ont intérêt à être les premiers à sortir. Par ailleurs, le risque de panique autoréalisatrice ne provient pas uniquement du comportement des porteurs de parts. Les autres détenteurs des actifs peu liquides détenus par un fonds ou une banque menacés par une crise de liquidité ont en effet une forte incitation à se désengager avant que le fonds ou la banque ne commencent à vendre. Ces mécanismes de panique autoréalisatrice ont fortement contribué à aggraver la crise actuelle. À l'été 2007, la pression à la baisse sur la valeur des titres « *subprimes* » a été amplifiée par la fuite des investisseurs hors des fonds monétaires dynamiques trop exposés à ces titres. En janvier 2008, la forte baisse des cours boursiers des petites sociétés a, de la même façon, été entretenue par la méfiance des investisseurs face au risque de liquidité supporté par certains fonds d'investissement spécialisés sur les petites valeurs.

Le risque de liquidité, qu'il soit localisé dans des banques ou des institutions non bancaires, est la source principale du risque systémique. D'où une double question fondamentale pour la communauté des régulateurs : Faut-il essayer de le réduire ? Si oui, comment ? De façon étrange, jusqu'à la crise actuelle, ces questions n'ont pas été jugées fondamentales par les différents régulateurs. En ce qui concerne notamment les régulateurs bancaires, toute leur énergie a été consacrée au cours des dernières années à améliorer les règles visant à limiter les crises de solvabilité (introduction de la nouvelle réglementation Bâle II) et rien de significatif n'a été fait en matière de réglementations du risque de liquidité. Ces réglementations, qui se sont révélées totalement insuffisantes pour éviter la crise récente, restent déterminées au niveau national sans standards internationaux précis (voir le rapport récent du Comité de Bâle en charge de définir les standards internationaux – *Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS, 2008 – sur l'état actuel de la réglementation).

Une des difficultés que rencontrent traditionnellement les régulateurs est l'absence d'analyse parfaitement claire des externalités et autres « imperfections de marché » qui justifient un encadrement strict du risque de liquidité supporté par les banques ou les institutions non bancaires. En ce qui concerne la question de la solvabilité, de nombreux arguments d'économie publique justifient un contrôle strict de la situation des banques (coût potentiel pour les finances publiques d'une défaillance bancaire compte tenu de l'assurance des dépôts, protection des

créanciers dans une situation d'asymétrie d'information…). En revanche, la situation est plus complexe pour le risque de liquidité car, dans la plupart des analyses proposées, on voit s'opposer les « externalités négatives » et les « externalités positives » des opérations de transformation bancaire ou non bancaire. En effet, si, au cours des derniers mois, on insiste de plus en plus sur les « externalités négatives » liées au risque systémique, la réflexion sur ces questions reste également marquée par l'idée que les banques jouent en parallèle un rôle économiquement utile par ces opérations de transformation d'une épargne courte en financements longs et qu'il s'agit même d'une de leurs principales raisons d'être [2]. Ainsi, la fourniture de liquidité par les banques aux agents économiques constituerait une forme d'externalité positive que la réglementation ne devrait pas trop entraver [3]. D'ailleurs, pour beaucoup d'économistes, la solution au risque systémique reste la présence de prêteurs en dernier ressort efficaces, les banques centrales, capables de venir au secours des institutions solvables mais menacées par une crise de liquidité. En parallèle à la réflexion qui s'amorce sur l'encadrement du risque de liquidité, on voit ainsi se développer des appels à réformer les procédures d'alimentation des marchés en liquidité dans les périodes de crise pour les rendre plus efficaces.

En préalable à la définition plus précise des règles à suivre en matière de gestion de la liquidité, il y a probablement la nécessité de mieux démêler ces externalités négatives et positives, et ainsi de mieux cerner les fondements des différentes formes d'interventions publiques (actions de prêteurs en dernier ressort et réglementation de la liquidité). Dans cette optique, deux observations paraissent nécessaires.

Premièrement, les institutions financières ne sont pas incontournables dans la transformation de l'épargne de précaution à court terme en financements longs. Elles ne sont incontournables dans l'état actuel des technologies que pour la gestion des moyens de paiement *stricto sensu*. Pour le reste, les marchés financiers font aussi de la transformation de maturité : quand un investisseur achète un titre long (actions ou obligations), les marchés secondaires lui offrent la possibilité de revendre ses titres à d'autres investisseurs, avec un risque en capital très variable selon la nature du titre, sans que l'émetteur ne souffre directement de cette volonté de se désengager de certains investisseurs. Dans certaines discussions sur « la transformation comme métier des banques », on a cependant parfois l'impression que ces marchés secondaires de titres n'existent pas [4] ! Pourtant ils jouent un rôle considérable et il est difficile de voir en quoi l'économie serait nettement moins efficace si les banques, au lieu de se financer à très court terme, émettaient des titres un peu plus longs utilisables par les investisseurs comme support de leur épargne de précaution grâce à la liquidité assurée par les marchés secondaires. En d'autres termes, quelles sont les raisons fondamentales qui justifient une intervention publique de nature à distordre cette saine compétition entre institutions financières et marchés secondaires de titres en matière de transformation de la maturité de l'épargne ? Il semble très important de clarifier ce point. Car, si l'on conclut à l'absence d'externalité positive de l'activité de transformation des institutions financières, les risques liés à cette activité n'ont aucune raison particulière d'être supportés en partie par la collectivité alors que les bénéfices en reviennent aux actionnaires [5]. Autrement dit, le prêteur en dernier ressort, gardien de la stabilité financière, n'a plus guère de raisons de traiter différemment les crises de liquidité et les crises de solvabilité quand il est contraint d'intervenir en soutien d'une institution en difficulté. Dans les deux cas, le coût de la crise doit être supporté par les actionnaires. Nous reviendrons plus loin sur la portée de cette conclusion.

Deuxièmement, le risque de liquidité est d'autant plus dangereux du point de vue de la stabilité financière qu'il est présent chez un grand nombre d'intermédiaires. En effet, la crise de liquidité a tendance à se propager d'institution en institution, ce qui aboutit au risque systémique. Mais, une institution qui serait la seule à supporter un risque de liquidité significatif ne serait guère porteuse d'externalités négatives. La crise de liquidité qui la menace, si elle se déclenche, pourrait être facilement contenue à son seul niveau à un coût faible. Il est même possible que

le reste de la collectivité tire alors parti de la détresse de l'institution, au détriment des seuls actionnaires de cette dernière. On pourrait appeler cela l'effet « JPMorgan » par référence aux conditions de la reprise de la banque Bear Stearns : pour les institutions non touchées par l'effet domino de la crise de liquidité, celle-ci offre l'opportunité de racheter à bas prix les actifs de l'institution en crise. De ce point de vue, crises de liquidité et crises de solvabilité diffèrent assez sensiblement. Ces dernières ont nécessairement un impact négatif sur des parties tierces – que ce soient les contribuables *via* l'assurance des dépôts ou les créanciers privés – alors que la crise de liquidité localisée, *i.e.* en l'absence de risque systémique, n'affectera durablement que le management de l'institution et ses actionnaires (avec une intensité qui dépendra de la « générosité » éventuelle du prêteur en dernier ressort).

Ces deux observations suggèrent des réponses assez radicales aux interrogations qu'affronte aujourd'hui la communauté des régulateurs et des prêteurs en dernier ressort. À terme, quand la crise actuelle aura été totalement jugulée, la priorité sera de clarifier les responsabilités en matière de gestion du risque de liquidité et d'affirmer, collectivement et solennellement, que ce sont les « mandants » des institutions (actionnaires pour les banques, porteurs de parts pour les fonds d'investissement) qui subissent le coût des crises comme ils reçoivent en temps normal le bénéfice financier d'investissements dans des placements peu liquides. Cette clarification « conceptuelle » est absolument nécessaire, mais bien sûr insuffisante. La question centrale est celle des mécanismes juridiques et financiers précis qui permettent aux autorités publiques d'appliquer concrètement ce principe dans les périodes de crise, sans pour autant alimenter le risque systémique. En d'autres termes, ce qu'il va falloir concevoir, c'est un standard international détaillant comment le recours à des financements publics exceptionnels, quelles qu'en soient les raisons, s'accompagne nécessairement du changement de contrôle de l'institution dans des conditions à la fois très pénalisantes pour les actionnaires et réductrices du risque systémique (par nationalisation temporaire ou cession du contrôle à une autre institution plus robuste). À charge pour les États d'amender leurs codes nationaux des faillites pour être en mesure d'appliquer ces principes et de traiter les spécificités des banques [6]. Dans ce domaine, l'épisode Bear Stearns, qui a vu la banque d'investissement américaine être sauvée en mars 2008 dans des conditions ressemblant fortement aux préconisations précédentes (vente à « prix cassé » de la banque à JPMorgan en l'échange de concours exceptionnels), constitue un précédent intéressant. Mais, il ne doit pas cacher le travail qui reste à faire. En effet, cet épisode n'indique pas que les autorités sauraient déjà de façon robuste traiter ce type de situation. Les instruments juridiques d'expropriation n'existent généralement pas et la solution Bear Stearns a été trouvée au cours de négociations de crise nocturnes dont le succès n'était pas assuré. Il est d'ailleurs probable que cette vente à prix cassé va donner lieu à un important contentieux juridique. Par ailleurs, l'affaire Bear Stearns peut produire des effets pervers : pour certains, loin d'ouvrir la voie à un nouveau mode de résolution des crises de liquidité à moyen terme, la perte d'indépendance de Bear Stearns, banque « illiquide mais solvable », confirmerait surtout la nécessité pour le prêteur en dernier ressort de disposer de plus de souplesse pour mener à bien ses opérations de refinancement exceptionnelles (large collatéral admissible et, dans le cas des États-Unis, accès des banques d'investissement au guichet de la Fed, la Réserve fédérale américaine). Il est pourtant difficile de s'apitoyer sur Bear Stearns…

La sortie de la crise systémique actuelle exige, certes, beaucoup de pragmatisme et les banques centrales ayant été ambiguës dans le passé sur le degré d'assistance que les banques pouvaient espérer en période de crise doivent, en quelque sorte, payer le prix de cette ambiguïté et honorer les engagements implicitement pris. Mais le rôle des banques centrales n'est pas d'animer à des conditions préférentielles le marché des prises en pension sur titres privés ! Ainsi, la reconstruction d'un système plus robuste exigera tôt ou tard une clarification sur la nature strictement limitée des refinancements accordés par les banques

centrales (prise en pension de titres publics uniquement, sauf circonstances totalement exceptionnelles), dans un cadre général où le transfert de propriété des institutions défaillantes limiterait le risque systémique.

Au sein de la communauté des régulateurs, la balle semble donc dans le camp des prêteurs en dernier ressort, même si ces derniers, tout occupés à éteindre l'incendie actuel, ne semblent pas pressés de s'en saisir et de clarifier l'évolution probable de leur mode d'intervention à moyen terme [7]. La mise en œuvre des orientations précédentes pourrait pourtant permettre, une fois la crise actuelle terminée, une réduction sensible du risque systémique (plus grande prudence des banques, surveillées par des actionnaires sensibilisés aux risques pris, et amélioration des procédures de gestion de crise). Comme discuté précédemment, cette réduction du risque systémique réduirait en retour considérablement la nécessité de renforcer les normes quantitatives strictes existant dans beaucoup de pays en matière de risque de liquidité. Répétons en effet que les externalités négatives, liées au risque de liquidité et au risque de solvabilité, ne sont pas de la même nature et les ratios de liquidité minimale fixés à un niveau arbitraire n'ont pas la même légitimité que les ratios de capital minimal. De nouvelles régulations prudentielles peuvent cependant avoir du sens si elles visent plus à améliorer la gestion interne du risque de liquidité par les banques qu'à le réduire par principe à un niveau fixé de façon arbitraire. En l'occurrence, ne serait-ce que pour protéger les actionnaires des dérives éventuelles du management, il sera toujours utile d'améliorer les procédures internes de suivi, de contrôle et de *reporting* du risque de liquidité.

Depuis plusieurs années, le Comité de Bâle s'inscrit dans cette logique puisqu'il n'a pas cherché à définir un standard international portant sur les ratios quantitatifs de liquidité – qui existent pourtant dans la plupart des pays – mais privilégie la définition des « bonnes pratiques » bancaires et insiste sur le rôle des superviseurs pour vérifier le respect de ces dernières (voir BCBS, 2000). La question-clé est cependant de savoir si cet exercice de recherche des bonnes pratiques, par exemple dans le domaine des « *stress tests* », est réellement possible dans un cadre marqué par une ambiguïté croissante sur le rôle du prêteur en dernier ressort et sa disponibilité à aider les institutions en difficulté. Il est possible d'en douter et l'Institute of International Finance (IIF), association internationale des institutions financières, soulignait d'ailleurs cette difficulté dans sa propre analyse des bonnes pratiques quelques mois avant le déclenchement de la crise : « *Central banks should consider providing greater and more uniform clarity on their role as lenders of last resort and, where they are not already doing so, participate more actively in firm- and system-wide contingency planning* » (executive summary, IIF, 2007). En dépit de cette difficulté conceptuelle majeure, le Comité de Bâle a annoncé son intention de tirer les conséquences de la crise actuelle et de revoir d'ici à l'été 2008, dans un document soumis à consultation, ses lignes directrices datant de 2000 en matière de gestion du risque de liquidité. Renverra-t-il alors, diplomatiquement mais fermement, la balle dans le camp des prêteurs en dernier ressort ?

Comment transposer ces éléments d'analyse de l'univers des superviseurs bancaires (Commission bancaire en France et Comité de Bâle au niveau international) à celui des superviseurs des fonds d'investissement (AMF : Autorité des marchés financiers en France ; OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs au niveau international) ? Les questions qui se posent sont à la fois plus simples, par absence de prêteur en dernier ressort dédié à ces fonds d'investissement, et plus compliquées de par la nature même de leurs activités.

Sur un plan conceptuel, personne ne pense sérieusement qu'un fonds monétaire dynamique qui investit en titres structurés peu liquides effectuerait une opération de transformation porteuse d'externalités positives… Heureusement, les fonds d'investissement ne bénéficient donc pas du soutien d'un prêteur en dernier ressort et le risque de liquidité repose sur les porteurs de parts (beaucoup) et sur les sociétés de gestion de portefeuille (un peu). Il est important

qu'il en soit toujours ainsi et que n'apparaisse pas d'organisme de place ayant vocation à aider les fonds menacés par une crise de liquidité.

Mais, les questions de régulations prudentielles qui se posent à l'AMF et à ses homologues étrangers n'en sont pas moins, par certains aspects, beaucoup plus complexes que celles qui se posent aux superviseurs bancaires. En effet, la question de la relation entre les « mandants » supportant l'essentiel du risque de liquidité (actionnaires de banques, d'un côté, et porteurs de parts de fonds, de l'autre) et les gérants opérationnels (directions générales pour les banques ou société de gestion de portefeuille pour les fonds d'investissement) se pose dans des termes très différents. D'une part, on peut considérer que les porteurs de parts de la majorité des fonds d'investissement – souvent des investisseurs particuliers – sont moins avertis aux risques et moins diversifiés que les actionnaires des banques. Pour les fonds concernés, un plus haut degré de protection et donc une définition et un contrôle plus précis des pratiques autorisées apparaissent justifiés. D'autre part, si l'actionnaire d'une banque sort de son investissement par une vente en bourse, le porteur de parts d'un fonds « ouvert » effectue un rachat géré par la société de gestion. En d'autres termes, ce n'est pas le marché secondaire qui assure sa liquidité, mais la collectivité des porteurs de parts.

Et cette différence fondamentale pose un ensemble de questions difficiles concernant les pratiques acceptables :
- Quels préavis et quels frais éventuels pour des rachats effectués sur des fonds investis en titres peu liquides ?
- Quel mode de valorisation des parts quand les marchés sont structurellement peu liquides ou perdent ponctuellement leur liquidité ?
- Quelle information donner dans les périodes de crise pour préserver le principe fondamental d'égalité entre les porteurs de parts ?
- Quelle utilisation des « *gates* » (limitation *a priori* du montant total des rachats possibles sur une période donnée) ?
- Quelle mobilisation des fonds propres de la société de gestion ou de sa maison-mère pour éventuellement assurer la liquidité ?
- Quelle utilisation de la possibilité offerte par la réglementation de suspendre les rachats en cas d'impossibilité à assurer la liquidité du fonds ?

Un chantier difficile s'ouvre aujourd'hui pour les régulateurs et les associations professionnelles, avec comme objectif de s'assurer que les risques de liquidité présents dans certains fonds soient compris et acceptés par les porteurs de parts.

De façon générale, il apparaît que la crise actuelle a fait resurgir des questions tout à fait fondamentales sur l'organisation de la sphère financière et le rôle respectif des différents types d'institutions – banques, fonds d'investissement, marchés organisés, marchés de gré à gré, agences de notation – pour assurer une gestion efficace des flux d'épargne. Au-delà du travail technique des régulateurs, il y a probablement besoin d'un approfondissement du travail académique pour revisiter les différentes formes d'imperfections de marché (présence de biens publics, d'externalités positives ou négatives, d'asymétries d'information…) et réfléchir sans tabou aux modalités souhaitables des interventions publiques.

Notes

1. Notons cependant qu'une partie du risque de liquidité associé aux financements interbancaires résulte indirectement du rôle de transformation des moyens de paiement, dans la mesure où des banques de détail bénéficiant d'une collecte importante y financent des banques moins bien dotées.

2. Ainsi, dans son examen très récent des questions posées par la gestion et la supervision des risques de liquidité, le Comité de Bâle affirme d'entrée que « The fundamental role of banks in facilitating the maturity transformation of short-term deposits into long-term loans makes banks inherently vulnerable to liquidity risk, the risk that demands for repayment outstrip the capacity to raise new liabilities or liquefy assets *» (BCBS, 2008).*

3. Par exemple, le Fonds monétaire international (FMI) dans son analyse récente des crises de liquidité (2008) souligne les coûts possibles d'une réglementation trop stricte du risque de

liquidité : « The longer a bank must be able to survive on its own, the more liquid assets it needs to hold, and the less efficient the banking system will be in providing maturity transformation services to the economy. *»*
4. Ce n'est d'ailleurs pas seulement une impression. Dans un article de référence sur le rôle des banques dans la transformation de l'épargne et l'utilité d'un prêteur en dernier ressort, Diamond et Dybvig (1983) s'appuient sur une modélisation mathématique de l'économie dans laquelle, de façon parfaitement explicite, il n'y a pas de marchés secondaires de titres. On peut s'interroger sur la pertinence de conclusions reposant sur de telles hypothèses.

5. Par ailleurs, réhabiliter le rôle central des marchés s econdaires dans la transformation d'une épargne courte en un financement long conduit aussi à s'interroger, en matière d'intervention publique, sur la régulation des marchés secondaires de titres et leur influence sur la liquidité.

6. Pour des réflexions plus approfondies sur les caractéristiques souhaitables d'un code des faillites adapté au secteur bancaire, voir Davanne (2000).

7. Dans le rapport remis par le Forum de la stabilité financière (FSF) au G7 en avril 2008, il y a certes un appel bienvenu au renforcement des procédures légales permettant de traiter les banques fragiles, mais pas le moindre signe de rupture avec l'approche traditionnelle séparant le traitement des banques illiquides de celui des banques insolvables. Il est même accepté sans sourciller (page 48) que la « générosité *» actuelle des banques centrales dans le refinancement des banques en difficulté puisse inciter ces dernières à moins bien gérer leur risque de liquidité, ce constat d'échec justifiant aux yeux du FSF un durcissement de la réglementation prudentielle dans ce domaine.*

Bibliographie

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), « Sound Practices for Managing Liquidity Risk in Banking Organisations », 2000.
www.bis.org/pub/bcbs69.htm

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), « Liquidity Risk : Management and Supervisory Challenges », 2008.
www.bis.org/pub/bcbs136.htm

DAVANNE, O. « Reforming the International Financial System : Where do we Stand ? », document de travail du Conseil d'analyse économique, 2000.
www.cae.gouv.fr/doc/DOCUMENT3.pdf

DIAMOND, D. ; DYBVIG, P., « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, 1983.

FONDS DE STABILITÉ FINANCIÈRE (FSF), « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », 2008.
www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), « Market and Funding Illiquidity : When Private Risk Becomes Public », chapitre 3, GFSR avril, 2008.
www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/index.htm

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IFF), « Principles of Liquidity Risk Management », 2007.
www.iif.com/reulatory/liq/

Comment réformer la réglementation prudentielle : les leçons à tirer de la crise des « *subprimes* »

Jean-Charles Rochet

Directeur de recherche, Institut d'économie industrielle (IDEI), Toulouse
Professeur, École d'économie de Toulouse

La crise financière qui a débuté l'été dernier – et qui est encore loin d'être résolue – montre de façon criante que les systèmes complexes de réglementation prudentielle élaborés péniblement par les autorités bancaires sont très largement inadaptés (on pense notamment au très long processus de tâtonnement qui a conduit le Comité de Bâle pour la supervision bancaire aux nouveaux accords dits de « Bâle II »). Sans vouloir tirer sur une ambulance (après tout, ces accords n'étaient pas encore entrés en vigueur au moment où la crise s'est déclenchée), il semble raisonnable d'envisager dès que possible une (nouvelle) réforme de ces systèmes, tout en prenant le temps de bien mesurer les conséquences de long terme qu'aura nécessairement toute nouvelle disposition réglementaire afin de ne pas tomber dans un scénario de surréaction régulatoire du type Sarbanes-Oxley. Cet article se propose d'indiquer quelques pistes pour alimenter la réflexion des décideurs sur ce qu'il convient de réformer et les moyens d'y parvenir. Le fil directeur sera d'essayer de tirer des enseignements, non seulement de la crise des « subprimes », mais aussi des nombreuses crises bancaires et financières de la fin du siècle dernier [1].

La première remarque qui vient à l'esprit est l'existence de nombreux points communs entre la crise actuelle et les crises bancaires et financières du passé. Sans remonter jusqu'à la crise de la South Sea Company en 1720 (et son équivalent français, à savoir le krach de la Compagnie du Mississipi de John Law) qui ruina Isaac Newton lui même – il déclarera ensuite : « *Je peux prévoir les mouvements des corps célestes, mais pas la folie des gens…* » –, il est frappant de constater les similitudes entre la crise actuelle et quelques crises bancaires et financières de la fin du siècle dernier, et donc pas si lointaines (la mémoire des financiers semble décidément très courte). Prenons par exemple la crise scandinave (1988-1994) qui mit en faillite un bon tiers des banques suédoises, norvégiennes et finlandaises [2]. Elle avait été précédée par une phase d'expansion spectaculaire du crédit bancaire, consécutive à une dérégulation et à une baisse des taux d'intérêt, accompagnée d'une croissance spectaculaire des prix de l'immobilier. De la même façon, la crise bancaire japonaise des années 1995-1999 avait été précédée

par une croissance sans précédent des prix de l'immobilier. On disait alors que si l'empereur du Japon avait décidé de vendre son palais dans le centre de Tokyo (en supposant bien sûr que les prix de l'immobilier ne soient pas affectés par cette vente), il aurait pu (à l'époque) acheter l'État de Californie tout entier ! La bulle immobilière japonaise avait été alimentée par l'activité frénétique de crédit immobilier des « *jusens* », ces filiales bancaires n'acceptant pas de dépôts du public (et donc non réglementées !) ; elles prêtaient aux ménages japonais dans des conditions très laxistes (par exemple sans apport personnel) en pariant sur la croissance continue des prix de l'immobilier : si un ménage faisait défaut, le *jusen* pouvait néanmoins saisir le bien immobilier et le revendre à un prix supérieur à la valeur d'acquisition du fait de la croissance continue des prix de l'immobilier. Quand la bulle immobilière japonaise a crevé en 1995, les autorités monétaires du pays ont dû injecter l'équivalent de 24 milliards de dollars de l'époque, puis ramener pendant plusieurs années les taux monétaires à des valeurs proches de zéro pour éviter l'effondrement de leur système bancaire et financier. Cela ne vous rappelle rien ?

Les sauvetages spectaculaires par la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique de la Northern Rock, puis celui plus récent de Bear Stearns par la Réserve fédérale américaine (Fed), illustrent eux aussi l'échec des deux systèmes prudentiels les plus caractéristiques :

- le système du « *Financial Services Authority* » (FSA) régulateur financier unique mais doté de pouvoirs d'intervention limités, mis en place en Grande-Bretagne par les travaillistes (et donc par Gordon Brown, alors chancelier de l'Échiquier) lors de leur retour au pouvoir (et imité depuis par de nombreux pays) ;
- et son exact opposé, à savoir le système américain de régulateurs multiples, dotés de pouvoirs d'intervention étendus, mis en place lors de la réforme du système américain d'assurance des dépôts (le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*), consécutif à la crise des *Savings and Loans*.

Ce sont donc des systèmes régulatoires récemment repensés et « améliorés » (comme le suggère la dénomination de la loi américaine en question) qui ont été mis en défaut. Mais, là encore, rien de nouveau sous le soleil si l'on se réfère aux sauvetages de la Continental Illinois par les autorités américaines en 1984 (sous le prétexte malheureux que la banque était « *Too Big To Fail* ») et de Johnson Matthey Bankers par la Banque d'Angleterre la même année.

La crise des « *subprimes* » présente également des similitudes frappantes avec plusieurs crises de la deuxième moitié du vingtième siècle, comme celles de la bulle internet et des *junk-bonds*. Le mécanisme est à chaque fois le même. Une innovation financière importante (par exemple les *junk-bonds* inventés dans les années 1970 par Michael Milken, ou plus près de nous la finance structurée) est proposée mais elle met un certain temps à être acceptée par les investisseurs qui sont *a priori* réticents à mettre leur argent dans un produit ou une technique qu'ils ne connaissent pas. Toutefois, la réputation de ce nouveau produit se bâtit progressivement et peu à peu une frénésie d'investissements spéculatifs se met en place, encouragée par un comportement moutonnier des investisseurs. Cette frénésie est autoentretenue par une hausse continue du prix des actifs (les obligations risquées dans le premier cas, les actifs immobiliers dans le second) sur lesquels porte la spéculation. Puis le mécanisme se grippe : un choc réel (par exemple un début de récession) provoque le défaut d'une série d'emprunteurs, ce qui dégrise brutalement les investisseurs. C'est alors la phase de défiance : les investisseurs paniquent et liquident leurs actifs à perte, provoquant une baisse (elle aussi autoentretenue) des prix de ces actifs, et au passage augmente le nombre de faillites. Le nouveau produit financier est alors complètement déconsidéré pendant une période assez longue (c'est la phase « *back to basics* ») avant que petit à petit il se refasse lentement une réputation.

Ainsi donc, y aurait-il une fatalité à accepter sans pouvoir rien faire ? Les crises bancaires et financières seraient-elles inévitables, comme une contrepartie nécessaire à l'innovation financière et à la prise de risque ? Je ne le pense pas, à la lumière là aussi des enseignements du passé. Après tout, certaines des

crises du passé ont été bien gérées et n'ont eu que des conséquences limitées. Prenons par exemple le cas de la Norvège, touchée dans les années 1980 par une crise grave et étendue de son secteur bancaire, à l'instar des autres pays scandinaves. Le gouvernement norvégien n'a pas hésité à nationaliser temporairement plusieurs grandes banques, à exproprier leurs actionnaires et à révoquer leurs dirigeants, puis à remettre en vente les banques nationalisées après leur remise en état de marche. La conséquence de ces décisions déterminées a été une résolution rapide et peu coûteuse de la crise norvégienne. Le contraste est frappant avec d'autres pays comme le Japon qui, faute d'une stratégie résolue et courageuse, a laissé pourrir la crise pendant de nombreuses années, engendrant un coût colossal pour les finances publiques et pour l'économie du pays.

Il faut admettre, une fois pour toutes, que le secteur bancaire et financier de chaque pays est intrinsèquement fragile, à la fois parce qu'il est sujet à des crises systémiques [3] et parce qu'il repose sur la confiance, fragile, d'investisseurs incapables d'évaluer en toute connaissance de cause la rentabilité et le risque des produits financiers complexes qu'on leur propose. C'est pour cette raison que des systèmes d'assurance des dépôts bancaires [4] ont été mis en place dans de nombreux pays qui ont considéré à juste titre que la plupart des clients des banques étaient incapables de juger si leur banque faisait courir des risques à leurs dépôts. Si ces systèmes d'assurance sont bien conçus (la panique qui a suivi la crise de la Northern Rock a montré tous les défauts du système britannique actuel), les petits déposants sont parfaitement protégés et peuvent dormir sur leurs deux oreilles. Toutefois, ces systèmes nécessitent en contrepartie de limiter la prise de risque des établissements financiers par une réglementation prudentielle adaptée (avec notamment des exigences en capitaux propres proportionnées aux risques pris par ces établissements financiers) et surtout un système de supervision suffisamment efficace pour empêcher ces établissements de contourner les réglementations prudentielles. Le Comité de Bâle pour la supervision bancaire a consacré énormément de temps (près de 20 ans !) et d'énergie à réformer le ratio de solvabilité qu'il avait proposé à la fin des années 1980 ; il a cependant été totalement incapable jusqu'ici d'imposer la mise en place, par les autorités politiques des grands pays, de systèmes de supervision indépendants, aux pouvoirs étendus et aux mandats clairs.

Il ne sert à rien de mettre au point des ratios de solvabilité complexes si l'on n'explique pas de façon crédible que les établissements financiers qui ne satisferont pas à ces exigences en capital seront sévèrement pénalisés, et le cas échéant fermés. Il ne sert à rien de mettre en place un régulateur unique des services financiers, comme en Grande Bretagne, si on ne lui donne pas un mandat clair et les pouvoirs suffisants pour obliger les établissements financiers à fournir suffisamment tôt l'information nécessaire à contrôler leur solvabilité. Il est révélateur à cet égard que le pays qui était allé le plus loin dans ce sens (à savoir les États-Unis, avec le système de « *Prompt Corrective Action* » qui oblige les autorités de contrôle à fermer les banques insuffisamment capitalisées avant qu'il ne soit trop tard) n'a pas pu empêcher la quasi-faillite de la banque Bear Stearns.

La raison de cet échec est tout simplement que Bear Stearns n'était pas une banque commerciale mais une banque d'affaires – elle ne collectait pas de dépôts du public – et n'était donc pas soumise aux exigences en capital et au système de *Prompt Corrective Action* mis en place par le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* ! La justification de l'intervention de la Fed, qui a injecté des milliards de fonds publics pour venir en aide à Bear Stearns et faciliter son rachat par JP Morgan Chase, n'a donc pas été de prévenir une panique des petits déposants (Bear Stearns n'en avait pas !) mais plutôt d'éviter d'aggraver la débâcle sur les marchés de produits dérivés de crédit, sur lesquels Bear Stearns avait pris des positions colossales. C'est la même logique qui a prévalu au sauvetage, organisé par le New York Fed, du fonds spéculatif *Long Term Capital Markets* en 1998, a cela près que, à l'époque, la Fed s'était contentée de « coordonner » un sauvetage par les grandes banques privées au lieu d'injecter de l'argent public comme cela a été le cas pour Bear Stearns.

C'est là un élément nouveau qu'il faut absolument

prendre en compte dans les réflexions sur les réformes nécessaires du système financier. Si les autorités sont obligées de venir à la rescousse de tout établissement financier (banque d'affaires ou fonds spéculatif) en difficulté, chaque fois que l'on pense que la faillite de cet établissement mettrait en péril un marché ou un ensemble de marchés nécessaires au bon fonctionnement du système financier, il faut absolument prévoir (et même codifier) et sécuriser *a priori* un financement privé (pour éviter d'avoir à recourir encore au contribuable) de ces interventions.

Certains préconisent d'étendre le pouvoir des autorités prudentielles pour qu'elles régulent activement les fonds spéculatifs et les banques d'affaires. Mais c'est à la fois difficile à justifier – contrairement aux déposants des banques, les riches clients des fonds spéculatifs et des banques d'affaires ont les moyens de contrôler ce qu'on fait de leur argent : il n'y a pas de raison pour que les autorités prudentielles leur fournissent gratuitement ce service – et sans doute impossible à réaliser. En effet, comment empêcher des investisseurs privés de se réunir discrètement et de créer un fonds spéculatif suivant des règles qu'ils sont libres de définir ?

En réalité, la seule solution viable est probablement de réformer (encore une fois) le système de réglementation prudentielle des banques commerciales (les fameux accords de Bâle II négociés et renégociés continuellement depuis 20 ans) en trouvant une façon d'obliger les banques à contrôler l'utilisation des fonds qu'elles prêtent aux banques d'affaires *brokers* et aux fonds spéculatifs. Mais, pour cela, il faudrait que les autorités prudentielles acceptent de remettre en cause le système extrêmement complexe, et pourtant déjà obsolète, qu'elles ont péniblement mis au point.

Notes

1. Voir la discussion détaillée de plusieurs de ces crises dans le chapitre 2 de mon ouvrage : Why are there so many banking crises ?*, Princeton University Press, 2007.*

2. Voir par exemple l'excellent compte rendu dans « The Norwegian Banking Crisis » par Thorwald Moe, Jon Solheim et Bent Vale, Bank of Norway occasional papers, n° 33, 2004.

3. Le mot systémique est souvent utilisé à tort et à travers. Je l'emploie ici pour caractériser deux types de situations : celles où un choc agrégé (par exemple la baisse des prix de certains actifs) affecte simultanément une fraction importante des entreprises des secteurs bancaire et financier (on parle alors de choc systémique), et celles où les difficultés de certaines de ces entreprises se propagent à l'ensemble des systèmes bancaire et financier (on parle alors de contagion).

4. De plus en plus de pays ont également mis en place des fonds de garantie destinés à protéger les assurés de la faillite éventuelle de leur société d'assurances.

10.

Peut-on améliorer la gouvernance des institutions financières ?

■ Bertrand Jacquillat
Pour de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières

■ Augustin Landier
Les nouvelles frontières de la gouvernance du risque

■ André Lévy-Lang
Repenser la gouvernance bancaire ?

■ Robert Leblanc
Rémunérations et crise bancaire ?

Pour de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières [1]

Bertrand Jacquillat

Professeur des universités, Institut d'Études politiques, Paris

Visiting Fellow, Hoover Institution, Université de Stanford

Président-directeur général, Associés en Finance

Il faut se hâter lentement et éviter de réformer le système financier en introduisant prématurément des nouvelles régulations avant que celui-ci ne soit purgé. En effet, il n'y a pas de miracle, des excès ont été commis, il faut en assumer les conséquences, c'est-à-dire des pertes de valeurs colossales. Cet article évoque d'abord les faits saillants de la crise en cours : la titrisation, la transformation du modèle bancaire qui y a conduit et l'importance prise par le proprietary trading, *la structure et le niveau des rémunérations dans le secteur financier, la responsabilité des agences de notation, la pathologie des crises boursières et les objectifs des banques centrales. Sur chacune de ces questions, cet écrit propose des pistes de réflexion en mettant l'accent, certes sur des modifications réglementaires, mais surtout, sur les incitations des différents acteurs, voire sur l'extension des mécanismes de marché à des domaines où ils sont insuffisants ou inexistants.*

La crise financière amorcée en juillet 2007 aux États-Unis avec les premiers défauts significatifs sur les prêts « *subprimes* » est d'une ampleur particulière par rapport à celles qui l'ont précédée. Depuis vingt ans, on ne compte pas moins de neuf crises – une tous les deux ans –, chronologiquement les suivantes : la crise boursière du 19 octobre 1987, celle des *savings and loans* américaines en 1990, la faillite de la banque Barings en 1995, la crise thaïlandaise puis celle de l'ensemble des pays du sud-est asiatique en 1997, la crise russe (GKO, *Gosudarstvennoe kratkosrochnoe obyazatelstvo*) ayant pour source le déficit budgétaire en 1998, la quasi-faillite de LTCM (*Long-term capital management*) en 1998, l'éclatement de la bulle internet et des valeurs TMT (Technologie médias télécommunications) en 2000/2001, la perte de six milliards de dollars du fonds Amaranth en 2006 et la crise bancaire et financière de 2007 – qui se poursuit en 2008.

La nature de chacune de ces « crises » est différente. Certaines sont des crises monétaires qui touchent des pays à la périphérie du système capitaliste et n'affectent que marginalement l'économie mondiale (crise des pays du sud-est asiatique, crise russe). D'autres sont très circonscrites comme les comportements déviants des *traders* de Barings, Amaranth ou de la Société générale. D'autres encore présentent un risque systémique, mais sont suffisamment localisées pour qu'une intervention rapide et efficace du (des) régulateur(s) fasse disparaître le danger (LTCM).

D'autres enfin sont des crises boursières (1987, 2001, et 2007/2008) avec des conséquences très différentes. La crise bancaire, financière et boursière, ouverte en 2007, est certainement la plus sérieuse de toutes celles que nous venons d'évoquer.

Nous n'allons pas réécrire le scénario de cette crise mais tenter d'esquisser des propositions afin de rétablir un fonctionnement normal du système et des marchés financiers, même si dans cette affaire il faut se hâter lentement et attendre que le système financier soit définitivement purgé de toutes ses scories, dont certaines ne font qu'émerger avec le film qui se déroule en ce moment sous nos yeux.

La titrisation

Survenue à partir du second semestre 2007, la crise bancaire a souligné les dangers de la titrisation dont, jusqu'alors, n'étaient perçus que les avantages. La titrisation permettait la dissémination du risque, d'une part, et son transfert de ceux les moins à même d'assumer les risques à ceux les mieux à même de les supporter, d'autre part, ce qui devait diminuer le risque global du système financier. Ce processus a été initié puis amplifié par des institutions financières et parafinancières dans des zones situées hors du champ du régulateur qui n'ont pas respecté les règles de prudence et les principes de gestion des risques. Ces institutions sont des intermédiaires non bancaires (les *hedge funds*), mais surtout des banques qui ont utilisé des véhicules hors bilan (les *conduits*, les *special purpose vehicles* et autres *special purpose entities*) pour contourner le cadre réglementaire auquel elles étaient soumises et pouvoir ainsi se joindre à la fête.

Il résulte de cette première analyse que les régulateurs et autres superviseurs devraient étendre leur pouvoir de contrôle sur les agents non régulés dont les décisions ont une influence sur les marchés, et sur les firmes régulées, pour faire en sorte que les activités des agents preneurs de risques ne contaminent pas les bilans des agents bancaires traditionnels. Du fait que le système bancaire joue un rôle primordial dans le système des paiements, il y a naissance d'un risque systémique lorsqu'il est atteint.

La transformation du modèle bancaire

Les banques – ou certaines d'entre elles – ont fait évoluer le modèle bancaire traditionnel de manière dangereuse. Comme on vient de l'évoquer, elles ont utilisé la titrisation dans la mesure où cette formidable innovation financière a rompu la chaîne du contrôle entre l'emprunteur et le prêteur. Dans l'activité bancaire traditionnelle, la banque gardait dans ses livres les prêts qu'elle accordait jusqu'à ce que ceux-ci lui soient remboursés, et se rémunérait avec une marge d'intérêt qui formait alors l'essentiel de son produit net bancaire (PNB), la marge brute de la banque. La banque avait tout intérêt à s'assurer de la solvabilité de son client au moment où elle envisageait de lui accorder un prêt, et de continuer à la surveiller pendant toute la durée de celui-ci. Le nouveau modèle bancaire en matière de crédit « *syndicate and distribute* » a rompu et fait disparaître cette chaîne de contrôle et de responsabilité, avec un PNB formé de commissions de transformation et de placement des prêts. Certes, ce *business model* était autrement plus lucratif que le modèle traditionnel. Avec la titrisation des crédits, le même montant de capitaux propres permet un volume de crédits beaucoup plus important que dans le modèle classique, et procure un montant de commissions de syndication et de distribution de ces prêts – transformés en les agrégeant en titres financiers – bien supérieur à celui des marges d'intérêt.

La crise des « *subprimes* » – celle-ci pourrait d'ailleurs s'étendre à d'autres formes de crédit que les seuls crédits hypothécaires – suggère une première modification réglementaire. Pour rétablir la chaîne de contrôle de la solvabilité du client emprunteur, les banques qui procèdent à l'organisation des prêts, avant de les titriser et de les revendre, devraient avoir

l'obligation de garder dans leurs livres une part significative du risque de défaut potentiel des emprunteurs finaux, par exemple les tranches les plus risquées des CDO (*collaterized debt obligations*) qu'elles avaient pris l'habitude de transférer, notamment dans divers *conduits* de leur création.

Avant même la titrisation, le modèle bancaire avait déjà évolué vers un modèle économique où les commissions et courtages prenaient le pas sur la marge d'intérêt, avec le développement des activités d'*asset management* et de *corporate finance* (relation avec les émetteurs, États, mais surtout entreprises, à l'occasion de leur introduction en bourse, de leurs besoins d'émission d'actions et d'obligations, de leur croissance externe, etc). Ces activités ont donné lieu à la constitution de vastes salles de marché où opèrent les fameux *traders*. La population des *traders*, à l'origine, passait des ordres sur les marchés pour le compte de leurs clients investisseurs institutionnels ou pour le compte de leurs clients entreprises.

La fonction des *traders* dans les salles de marché s'est étendue d'interventions pour compte de tiers (clients investisseurs et émetteurs) à des interventions pour compte propre. À cause de l'opacité de la comptabilité bancaire, il est difficile de distinguer aujourd'hui dans les revenus du *trading* des banques ce qui provient de l'activité pour compte de tiers, de ce qui revient au *trading* sur les fonds propres de la banque, le fameux *proprietary trading*. Mais il est clair que la part de ce dernier a fortement augmenté. On dit même que Goldman Sachs est devenu un gigantesque *hedge fund* déguisé en banque d'affaires. Les actionnaires ne sont pas les seuls concernés par cette dérive qui risque de mettre en péril le système des paiements en cas d'accident, au-delà même des risques qu'elle fait porter aux autres activités et aux personnels des banques concernées.

Nul doute, les banques ont mis au point des systèmes sophistiqués de contrôle des risques et sont en train de les renforcer à la lumière des accidents récents de *trading*. Cela sera-t-il suffisant ? Sans doute pas. Aussi faut-il accroître la transparence des sources de revenus des banques pour que leur comptabilité fasse ressortir leur exposition aux différents risques, voire même filialiser la gestion pour compte propre des banques en lui assignant des ratios prudentiels particuliers.

La structure et le niveau des rémunérations dans l'industrie financière

Les saillies principales de la crise bancaire ont été les dérives de la titrisation et l'opacité de la gestion pour compte propre des banques. Ces deux phénomènes ont fait ressortir un certain nombre de déviances dans le système d'incitations et de rémunérations des opérateurs financiers qu'il s'agit de corriger.

D'aucuns suggèrent de reconsidérer les problématiques éthiques au sein des institutions financières. En particulier, celle de la conformité (*compliance*) recommandée par le Comité de Bâle qui précise que « *le risque de conformité peut être défini comme le risque de sanctions légales ou réglementaires, de pertes financières ou de pertes de réputation auxquelles une banque peut être soumise par suite des manquements aux lois applicables, aux règlements et codes de conduite* ». Il est vrai que cela va dans le bon sens et que la nomination au sein de certaines grandes banques d'un « *compliance officer* » expérimenté, à l'autorité respectée et placé au plus haut de la hiérarchie, est opportune. Mais les leçons de morale ou les exhortations à l'éthique ne peuvent faire barrage à la tentation du lucre.

Il faut donc revoir les systèmes d'incitations – on a vu comment à propos du redressement des dérives de la titrisation – et les systèmes de rémunérations.

Les rémunérations de certains opérateurs financiers sont très critiquées pour être au-delà de toute logique, voire de toute morale. Encore une fois, et sans vouloir se placer sur le terrain de la morale, il faut comprendre la logique de leur rémunération d'un point de vue économique. Les opérateurs des métiers financiers, à partir d'un certain niveau, ont une rémunération fixe convenable mais souvent faible par rapport à leur

rémunération variable, les fameux bonus. Ceux-ci représentent entre zéro fois (le cas est rare) et éventuellement plusieurs dizaines de fois (le cas est moins rare) leur rémunération fixe. Les bonus sont alloués selon une périodicité annuelle en fonction des résultats de l'activité générale de la banque, de la division à laquelle appartient l'opérateur, et surtout des performances propres de celui-ci. Par ailleurs, le système est asymétrique, le bonus ne peut être négatif, quels que soient les résultats et les performances, et il est donc soit nul, soit positif. Enfin, il est en général définitivement acquis.

Le bonus a ainsi toutes les caractéristiques d'une option dont, à la fois, la prime et le prix d'exercice seraient nuls. Le prix d'une option est fonction de la volatilité du sous-jacent. C'est pourquoi les opérateurs de marché aiment la volatilité qui les conduit à prendre des positions risquées.

Au début des années 1990, Myron Scholes, consultant chez Salomon Brothers (absorbé depuis dans Citi), avait proposé et fait adopter un nouveau plan de rémunération pour les opérateurs et dirigeants. Ce plan consistait à verser les bonus pour une part minoritaire en *cash* tous les ans, et à affecter la majeure partie dans un compte individualisé qui serait investi en titres Salomon Brothers, gelé pendant une période comprise entre trois et cinq ans, et avec possibilité de bonus négatifs qui viendraient en déduction dans les comptes individualisés. À l'annonce de ce nouveau plan de rémunération, l'action Salomon Brothers à Wall Street dégagea ce jour-là une rentabilité anormale de l'ordre de 7 %. Un autre aspect du plan contribua à cette rentabilité anormale. Salomon Brothers comptait pour seules activités le *corporate finance* et le *trading*. Les bonus des opérateurs financiers ne dépendaient que de leur seule performance et de celle de l'activité à laquelle ils appartenaient. Le nouveau plan prévoyait d'indexer aussi les bonus de tous les opérateurs – et pour une part significative – aux résultats de l'ensemble de la banque, afin de susciter les coopérations entre les opérateurs des deux activités, auparavant inexistantes.

Cela souligne un aspect anthropologique et culturel des grandes banques qui a été occulté. Les remarquables performances de Goldman Sachs en 2007, avec des résultats historiques, contrastent singulièrement avec les résultats catastrophiques des Citi, Merrill et autres Morgan Stanley, surtout sur le second semestre après l'apparition de la crise financière de l'été 2007. Peut-être est-ce dû à la chance, mais aussi certainement à la culture partagée des risques, à leur suivi collégial et fréquent par les principaux départements de la banque, sur la base de l'ancienne culture de *partnership* de Goldman Sachs. Il n'est pas sain qu'une activité soit trop en pointe dans une banque, surtout quand elle est à risque et très profitable comme le *trading*, car son contrôle devient problématique.

Renforcer l'éthique des opérateurs financiers, c'est bien. Mais il faut surtout jouer du bâton (renforcement des systèmes de contrôle) et de la carotte (intéressement à long terme avec blocage pendant plusieurs années d'une partie de la rémunération variable et introduction d'une certaine dose de symétrie bonus/malus).

Les agences de notation

La crise financière a révélé un autre dysfonctionnement, lié en partie aux normes comptables IFRS (*International Financial Reporting Standards*), d'enregistrement en *fair value* des actifs financiers. Les nouveaux actifs financiers issus de la titrisation, les produits structurés, recevaient une notation de la part des agences spécialisées. Celles-ci appréciaient le risque des titres en fonction de modèles fondés sur l'historique des risques de défaut. Avec l'explosion des volumes de prêts hypothécaires « *subprimes* » et leur extension à des emprunteurs de moins en moins solvables, la réalité des défauts est devenue beaucoup plus conséquente que leur historique. Mais il ne faut pas pour autant jeter la pierre aux agences de notation.

Les modèles d'évaluation des risques ont connu des améliorations notables. Cette crise a montré cependant leurs limites : ce sont les marchés qui donnent *in fine* les valeurs. Et les agences de notation auront toujours du mal à apprécier des titres financiers

qui résultent de la structuration de plus de dix mille prêts différents, même après les mesures de réforme de leur propre gouvernance qu'elles comptent mettre en place. Il est clair qu'il faut démanteler l'oligopole organisé *de facto* par le régulateur américain en introduisant davantage de concurrence dans cette profession, d'une part, et en dissociant, d'autre part, les fonctions de notation et de conseil des agences, à l'instar de ce qui a été fait avec les sociétés d'audit au travers de la loi Sarbanes-Oxley.

Mais il faut sans doute introduire d'autres mécanismes d'évaluation que ceux procurés par les agences de notation. À l'instar des obligations *corporate*, elles-mêmes notées par les agences de notation, qui font l'objet d'échanges sur les marchés financiers, soit de gré à gré, soit organisés, les nouveaux titres financiers issus de la titrisation devraient faire l'objet d'un véritable marché. De ce fait, ils seraient davantage évalués par une population nombreuse d'analystes crédit professionnels et feraient ressortir des prix de marché.

Pathologie des crises boursières

En une seule journée, le 19 octobre 1987, toutes les bourses mondiales ont chuté de 22 à 30 %. On se demande encore aujourd'hui pourquoi, sinon que cette baisse était la conséquence d'une technique de gestion – « l'assurance de portefeuille » – très peu connue, voire inconnue, des investisseurs qui attribuaient la chute des marchés à des ordres de vente massifs d'investisseurs informés, alors que ceux-ci provenaient d'ordres de « *program trading* », totalement non informés. D'ailleurs, cette chute sans équivalent dans l'histoire boursière a été, d'une part, résorbée en quelques mois (de date à date et sur un an les grands indices ne perdaient que 5 à 10 %) et, d'autre part, sans impact sur l'économie réelle.

L'éclatement de la bulle internet a fait partir en fumée de l'ordre de 13 000 milliards de dollars. C'est énorme, mais ces 13 000 milliards de dollars correspondent à des pertes boursières, calculées par rapport à des plus hauts. Ces plus hauts étaient le résultat d'une période prolongée d'« exubérance irrationnelle » pendant laquelle les cours de bourse avaient triplé. Elle a été absorbée par les innombrables actionnaires de par le monde qui détenaient en portefeuille des valeurs TMT, lesquelles ont perdu entre 50 et 90 % de leur montant par rapport à leurs plus hauts. Globalement, les investisseurs ont donc reperdu, en partie, ce qu'ils avaient gagné. Sur le plan économique, cette bulle boursière a correspondu à l'aboutissement d'innovations technologiques majeures, et très bénéfiques, et n'a pas eu par ailleurs d'effet boule de neige. Certes, elle a été suivie d'une récession, mais légère et de courte durée, sans conséquence sur le système financier.

En tout état de cause, ces deux crises boursières, comme celle que nous traversons aujourd'hui, se sont produites à la suite d'une quasi-disparition dans l'esprit des investisseurs de la notion même de risque. Fin septembre 1987, la prime de risque offerte par le marché français des actions, c'est-à-dire l'écart de rentabilité entre les actions et les obligations d'État à dix ans, tel qu'estimé par Associés en Finance, n'était plus que de 157 points de base, record historique. Il était de 272 points de base en janvier 2000. En juin 2007, le même écart au niveau de la zone euro n'était que de 280 points de base, alors que la moyenne historique de cet écart est de l'ordre de 500 points de base. Lorsque l'écart instantané s'éloigne trop de sa moyenne, des forces de rappel l'y ramènent nécessairement, car les primes de risque ayant pratiquement disparu, le marché n'a plus de réserve pour incorporer des bonnes nouvelles ; il ne peut qu'enregistrer les mauvaises. C'est d'ailleurs l'opinion exprimée à plusieurs reprises en 2007 par Jean-Claude Trichet, et réitérée à Davos en janvier 2008, sur la base de l'observation des « *corporate spreads* », lesquels avaient fondu.

Mais la crise boursière actuelle en cours (baisse du CAC 40 de 6170 le 1er juin 2007 à 4500 en séance le 22 janvier 2008, soit une baisse supérieure à 25 %) n'est pas à l'origine une crise boursière. La Banque centrale européenne (BCE) et Associés en Finance, par des approches voisines, avaient identifié une

surévaluation des actifs risqués par rapport aux actifs sans risque, en concluant que le moindre choc exogène d'une certaine importance déstabiliserait les bourses mondiales. Le choc exogène fut le renversement de tendance des prix de l'immobilier aux États-Unis et la crise financière du « *subprime* » qui s'en suivit.

Les objectifs des banques centrales

Les banques centrales se cantonnent trop dans leur rôle traditionnel qui est celui d'endiguer toute pression inflationniste sur les biens et services. Dans un capitalisme à la fois globalisé et financiarisé, où le rôle et l'importance des marchés et des actifs financiers – entendus au sens large – ont un impact très significatif sur l'économie réelle, à la fois par des canaux directs et indirects, il est souhaitable d'étendre l'objectif de lutte contre l'inflation aux prix des actifs financiers et de dépasser celui devenu trop étriqué des biens et services. Même si Alan Greenspan a plusieurs fois affirmé qu'il n'était capable qu'*ex post* de constater la formation et l'existence d'une bulle, les observations de Jean-Claude Trichet à partir des *corporate spreads* et celles d'Associés en Finance à partir des primes de risque sur les marchés actions fragilisent cette position. Par ailleurs, la position traditionnelle des banques centrales accroît les risques d'aléa moral, dont profitent les investisseurs, et amplifie périodiquement les risques. Dans la mesure où les banques centrales répugnent à enrayer l'inflation des actifs financiers et à casser les bulles qui se développent, mais volent au secours des marchés financiers lorsque celles-ci se dégonflent, elles accordent aux opérateurs une option de vente gratuite (le fameux « *Greenspan put* »), et suscitent ainsi la crise financière suivante.

Conclusion

En évoquant les faits saillants de cette crise et en proposant des pistes de réflexion, nous avons mis l'accent certes sur des modifications réglementaires mais, surtout, sur les incitations des différents acteurs, voire sur l'extension des mécanismes de marché à des domaines où ils sont insuffisants ou inexistants.

Note

1. Cet article a fait l'objet de la Lettre financière *n° 34 d'Associés en Finance, mars 2008.*

Les nouvelles frontières de la gouvernance du risque

Augustin Landier

Professeur assistant, département Finance, New York University

Ce papier examine les différents thèmes en management du risque qui se trouvent mis au devant de la scène par la crise des « subprimes ». Les institutions financières doivent réfléchir aux améliorations de leur gouvernance du risque non seulement dans ses aspects techniques, mais aussi organisationnels. En particulier, les incitations des agents et les flux d'information au sein de l'organisation apparaissent comme des composantes cruciales d'une bonne gouvernance du risque. Enfin, la crise actuelle suggère que les institutions financières peuvent augmenter leur valeur en s'imposant des contraintes de risque dynamiques, indexées sur l'économie agrégée, pour compléter les contraintes statiques imposées par la régulation.

La longue crise des « *subprimes* » qui a conduit la valeur actionnariale des banques américaines à fondre de plus de 30 % depuis juin 2007, réduisant à néant plus de cinq ans de rendement de leur capital, a mis le management du risque sous les projecteurs. Les processus internes et externes, qui conduisent les banques, les brokers, les assureurs et les fonds d'investissement à anticiper et choisir le niveau de risque auquel ils s'exposent, sont soudain apparus comme l'organe malade du système financier et donc une menace pour l'économie réelle. Le système financier ne se voit pas simplement suspecté d'avoir pris des risques nocifs pour l'économie dans son ensemble (appelant des régulations plus strictes), mais d'avoir agi au détriment de ses actionnaires, indiquant une gouvernance du risque déficiente. En France, l'affaire Kerviel, événement totalement indépendant, a renforcé l'attention médiatico-politique sur le sujet. Sans céder aux accusations faciles et au sentiment trompeur que le présent était parfaitement prévisible, le but de ce papier est d'esquisser un tableau des grands thèmes qui, en réponse à ces chocs, se dessinent aujourd'hui comme des chantiers nécessaires pour le management du risque. Nous espérons ainsi fournir une grille de points-clés pratiques utilisables par les praticiens.

Que veut dire « trop de risque » pour une entreprise ?

Avant d'engager l'analyse, il est utile de réfléchir sur l'objectif du management du risque du point de vue de l'actionnaire. Le risque n'est pas mauvais en soi. S'il est la contrepartie d'un bénéfice futur suffisant, il est même bien sûr souhaitable. Pour une entreprise, l'anorexie du risque est une maladie aussi grave que la surcharge de risque. Qu'est-ce donc que le risque optimal ? Prenant le point de vue de l'actionnaire d'une entreprise, la réponse peut sembler simple : le risque optimal est

celui qui maximise la valeur de long terme de l'entreprise, diront les manuels d'économie financière. Mais plus précisément ? Deux sortes de coût du risque pour l'entreprise sont à considérer. Le premier est le « coût de détresse financière ». Lorsqu'une entreprise ne peut répondre à des obligations financières immédiates, elle est conduite à se refinancer dans l'urgence, voire à se revendre ou à se liquider. Dans ces situations, l'urgence diminue considérablement son pouvoir de négociation ; les ventes d'actifs ou les levées de capitaux se font donc à un coût élevé, au détriment des actionnaires. Parfois, l'incertitude qui pèse sur le destin de l'entreprise conduit ses clients et fournisseurs à couper les liens, détruisant la valeur de l'entreprise. Le second coût que l'excès de risque fait peser sur l'entreprise tient au « *timing* » des événements de détresse financière : ceux-ci sont d'autant plus coûteux qu'ils tendent à se produire dans des moments de stress de l'ensemble du système financier, moments où les possibilités de refinancement sont faibles. Il est donc nécessaire, en évaluant le coût du risque, de considérer sa corrélation avec le cycle de l'économie agrégée. Un bon management du risque, du point de vue de l'actionnaire, consiste ainsi à contenir la probabilité des scénarios de détresse financière et sa corrélation avec le cycle économique jusqu'au point où la diminuer plus aurait un coût supérieur à la valeur ainsi « sauvée ». Cette diminution du risque peut être obtenue en réduisant le niveau de levier, en diversifiant, voire en limitant, le type d'actifs et de projets dans lesquels l'entreprise investit, et enfin en achetant des instruments de couverture.

L'importance des incitations

Un premier thème qui émerge singulièrement à plusieurs niveaux de la crise actuelle (affaire Kerviel incluse) est celui de l'importance des incitations. Les individus, qu'ils soient des patrons d'entreprises, des *traders* au sein d'une de ses divisions, ou de simples employés, tendent à agir dans leur intérêt propre (bénéfice financier, réputation, stratégies de carrière) plutôt que celui de l'actionnaire de leur entreprise. Ce diagnostic n'a rien d'original, c'est depuis Adam Smith, le paradigme de la microéconomie. Mais il a deux corollaires importants. D'une part, des incitations mal réglées peuvent être une source de « mauvais » risque en éloignant l'objectif des managers de celui de maximisation de la valeur de l'entreprise. D'autre part, pour évaluer les risques d'une entreprise ou d'un produit financier, il faut s'interroger sur les incitations des acteurs qui en assurent le pilotage ou la fabrication. Par exemple, pour évaluer une tranche de CDO (*collateralized debt obligations*), il est utile de savoir qui est l'originateur des prêts titrisés et s'il garde une exposition aux prêts. Si ce n'est pas le cas, l'originateur peut avoir été tenté de déformer l'information sur l'emprunteur (en lui suggérant de déclarer des revenus élevés par exemple) pour optimiser son prix de revente du prêt.

Dans le cas des banques, la crise actuelle suggère que, à plusieurs échelons, les décideurs ont des incitations qui les induisent à faire des profits à court terme, au détriment du long terme : tant que les catastrophes surviennent lorsqu'ils ne sont plus en fonction, les managers n'en paient pas les conséquences. Cela peut les inciter à des stratégies de « bombes à retardement camouflées » où des performances immédiates sont obtenues en mettant en péril la santé de long terme de l'entreprise. Pire, un peu comme le dopage dans le sport, certains managers pensent ne pas avoir le choix car leur compétence est mesurée à l'aune des performances de court terme de leurs compétiteurs : si ceux-ci sont « dopés » au risque, il leur est difficile de ne pas en faire autant.

Des incitations de long terme

La solution à ce problème pourrait être de rendre les bénéfices pécuniaires des dirigeants fortement dépendants de la valeur de l'entreprise plusieurs années après qu'ils aient quitté leur fonction. L'explosion des bombes à retardement les toucherait alors aussi. Plus généralement, les carrières au sein des entreprises financières doivent être organisées de telle sorte que la réputation des individus soit affectée par les conséquences de long terme de leurs décisions.

Actuellement, les organisations souffrent d'un problème de mémoire courte, faute d'une bonne traçabilité des décisions passées.

Un indice convaincant qui permet d'avancer que le problème des incitations est important pour comprendre la crise actuelle est que les *hedge funds* ont été relativement épargnés. Or, dans la majorité des cas, la fortune des dirigeants de ces capitaux est « bloquée » dans le fonds pour plusieurs années, ce qui aligne leurs incitations avec la performance de long terme du fonds.

Un contrôle des risques indépendant

Enfin, la fonction de manager du risque est appelée à être à la fois valorisée et protégée des luttes d'influence dans l'entreprise. Il est crucial que, au plus haut de la hiérarchie, sa voix puisse se faire entendre, qu'elle soit indépendante, et que le manager du risque ait autorité pour obtenir les informations jugées nécessaires. Il faut en particulier veiller à ce que les « cadres stars » soient soumis à des contraintes aussi rigoureuses que les autres : c'est souvent derrière des performances mirobolantes que se cachent les « bombes à retardement ».

La qualité de l'agrégation des risques

Second grand thème émergent de la crise actuelle : celui de l'agrégation des risques au sein de larges organisations. Un des échecs du contrôle prévisionnel du risque au sein de certaines grandes banques tient à la difficulté d'additionner les risques de multiples produits et divisions. Cette addition, pour refléter la réalité, suppose une bonne connaissance des corrélations entre risques de différents produits et donc de traiter une masse considérable d'information. En effet, des détails dans les contrats qui définissent des produits ou véhicules peuvent avoir un impact majeur dans certains scénarios. Par exemple, parmi les véhicules hors-bilan des banques, certains disposaient de lignes de crédit de « *back-up* » engageant la banque au cas où le véhicule ne parviendrait pas à se refinancer sur le marché. Le risque représenté par l'activation de ces lignes dans un scénario de crise de liquidité créée est fortement non linéaire (il ne se manifeste qu'en cas de crise majeure mais peut alors avoir un impact redoutable). De tels risques ne peuvent être ignorés mais ne se laissent pas décrire aisément.

Le gigantisme et la multiplication des activités de certaines institutions créent une certaine opacité sur le risque agrégé de l'entreprise, non seulement pour les investisseurs mais pour les dirigeants eux-mêmes de ces entreprises.

Quelles sont les solutions pour améliorer la qualité de l'agrégation des risques ?

◆ Éliminer les complexités superflues

Tout d'abord, un souci de limiter la complexité dans les produits et les contrats permettrait d'y voir plus clair et de trouver des moyens de « coder » l'information nécessaire à l'évaluation du risque agrégé. Des optionalités cachées (telles que les lignes de crédit « *back-up* » des véhicules hors-bilan) doivent être évitées.

◆ Déconglomératiser ?

Dans certains cas, on peut même penser que la multiplication des activités est allée trop loin et qu'une « déconglomératisation » du secteur bancaire en entités plus spécialisées, et cotées indépendamment, ferait gagner en clarté. Par exemple, le simple fait de disposer d'un prix déterminant la valeur actionnariale d'une activité donnée constitue une information importante dont une organisation en conglomérat est condamnée à se priver. Le modèle de la banque géante et universelle est donc peut-être à revoir.

◆ Éviter les fausses simplifications : attention aux *ratings*

Autant la simplicité des produits doit être un objectif, autant les mauvaises simplifications lorsqu'il s'agit de la description du risque sont très nocives. Si les *ratings* de CDO sont une mauvaise représentation de leur risque, ce n'est pas seulement parce que les modèles des agences de *ratings* sont insuffisants, ou que les incitations de ces dernières étaient biaisées, mais tout simplement parce que la distribution des pertes et profits d'un CDO est très différente de celle d'une obligation. Le défaut d'une entreprise est un événement « tout ou rien » tandis que les défauts sur une tranche de CDO ont un spectre beaucoup plus continu. Même des tranches sûres peuvent donc varier considérablement en valeur. Interpréter le niveau de risque d'une tranche de CDO triple A par analogie avec une obligation n'a simplement pas de sens.

Les mathématiques financières ont été fortement attaquées durant cette crise. Or, ce sont plutôt des simplifications abusives qui ont donné lieu à des malentendus. Il faut certes trouver le moyen de formuler l'information sur le risque de manière aussi accessible et compacte que possible, mais en se gardant pour autant de faire de mauvaises analogies. Il nous semble, de ce point de vue, que l'usage des *ratings* comme outils de régulation (certains fonds n'ont le droit d'investir que dans des instruments financiers à haut *rating*) et de codage du risque doit être reconsidéré pour les produits structurés.

Reconnaître les limites du « *backtesting* »

Une large partie de l'analyse des risques consiste à se référer au passé pour estimer les risques de l'avenir : il s'agit d'une méthodologie appelée « *backtesting* ». Le risque des positions actuelles est évalué en analysant comment elles se seraient comportées dans des épisodes de crise passés. C'est le principe de la populaire méthode de « *value at risk* ». Ce type de méthode est attractif car certains points historiques négatifs, comme le défaut sur la dette russe en 1998, permettent de prendre en compte le fait que les corrélations entre actifs augmentent dans ce type d'épisode. Cependant, pour certains types d'actifs, le passé ne contient pas d'événements fortement négatifs auxquels on puisse se référer. C'est le cas par exemple si ces actifs sont de fabrication relativement récente, comme dans les CDO (jusqu'à ce que la crise actuelle survienne). Dans ces situations, regarder le passé pour inférer l'avenir donne une vision excessivement rose des risques.

Il n'y a pas de solution simple à ce problème. Le principal est d'en être conscient et de s'imposer de remonter suffisamment loin dans le temps si nécessaire (par exemple, la précédente baisse des prix immobiliers aux États-Unis date du début des années 1990). S'agissant de produits nouveaux, il faut admettre que, avant une période de rodage contenant des crises, les modèles de *pricing* sont difficiles à calibrer. Paradoxalement, l'évaluation des risques des CDO sera désormais bien plus efficace, précisément parce que la crise des « *subprimes* » fournit un épisode historique négatif auquel se référer.

Le risque de liquidité

Là où la crise actuelle aura sans doute le plus surpris, c'est par la rapidité avec laquelle des marchés liquides comme le marché interbancaire peuvent « geler » et par les forts effets de contamination des problèmes de liquidité d'un marché à l'autre. Les banques se sont trouvées prises en tenaille par un problème de liquidité, à la fois à leur passif (difficulté de refinancement de leur dette de court terme) et à leur actif (*via* les expositions hors-bilan et le gel du marché des CDO).

■ Forte corrélation des chocs de liquidité

Le management du risque de liquidité n'est pas en soi un thème nouveau pour l'industrie bancaire. La

transformation de dépôts à vue (pouvant être retirés à volonté) en créances de long terme est même le cœur de son activité. Mais certaines institutions doivent sans doute reconsidérer leur politique de provisions en anticipation de chocs de liquidité qui apparaissent très corrélés entre eux.

Des provisions ajustées au cours du temps

Les crises de liquidité majeures ne se produisent pas au hasard dans le temps. Les épisodes de crises de liquidité globales deviennent plus probables quand certains indicateurs agrégés – en particulier le levier agrégé des banques et brokers – sont tendus. Il est souhaitable d'avoir une politique de provisionnement qui prenne en compte ces effets dynamiques. Il s'agit pour les institutions financières d'un élément stratégique encore sous-estimé car ces crises constituent des opportunités de rachat à bas prix uniques. Les institutions qui sont en position de se porter acheteur dans ces moments peuvent réaliser des gains majeurs. Cet aspect constitue peut-être une seconde raison pour laquelle les *hedge funds* ont été moins touchés par cette crise. Là où les banques sont soumises à des contraintes de régulation statiques, le choix de leur levier par les *hedge funds* est tributaire des contraintes (dynamiques) que leur broker leur impose. Le « *deleveraging* » des *hedge funds* a donc été plus précoce et rapide, limitant leur embourbement.

Repenser la gouvernance bancaire ?

André Lévy-Lang
Président de la Fondation du Risque

Parmi les facteurs explicatifs de la crise, le mode de rémunération des banques d'investissement et de leurs employés ne peut pas être ignoré :
- pour les banques, cela concerne la perception immédiate d'une rémunération sur les transactions, notamment de titrisation, indépendamment de leur déroulement ultérieur ;
- pour les employés des banques, il s'agit d'une asymétrie de la relation entre prise de risque et rémunération.
Ce constat suggère une révision tant de la gouvernance des banques que des critères appliqués par leurs autorités de contrôle pour l'appréciation de leurs risques, notamment dans les opérations de titrisation pour lesquelles une part du risque devrait rester à la charge de l'initiateur des crédits titrisés.

Une crise centrée sur les banques

Les banques d'investissement sont au centre de la crise financière actuelle, à la fois parce qu'elles sont le plus touchées, mais aussi parce qu'elles ont joué un rôle déterminant dans les mécanismes qui ont conduit à cette crise. En particulier, elles ont développé au-delà du raisonnable des innovations autour des techniques utiles que sont la titrisation de créances et les dérivés de crédit.

Au moment où commence à se poser la question des mesures à prendre à la lumière de cette crise, il convient d'examiner les mesures qui relèvent des banques elles-mêmes, au niveau de leur gouvernance. Plus que par le passé, les autorités de contrôle des banques devront intégrer la qualité de la gouvernance dans leur mission de surveillance et décider, au cas par cas, ce qui relève de l'autodiscipline et ce qui peut faire l'objet de règles imposées.

À l'intérieur du système financier, et des banques en particulier, la crise a mis en évidence deux anomalies :
- d'une part, la dissociation dans le temps de la rémunération des banques d'investissement et du déroulement des opérations qu'elles montent ;
- d'autre part, le partage inégal des risques entre actionnaires et salariés, y compris dirigeants.

La conséquence de cette combinaison de facteurs est que le système bancaire a d'abord été fortement incité à créer et diffuser des instruments risqués de placement à moyen et long terme (certains des ABS et des CDO – *Collateralized debt obligations* – notamment), en étant rémunéré dès le départ quel que soit le sort ultérieur du placement. Ensuite, les mêmes banques, ou d'autres, ont été incitées à investir dans ce type de placement du fait de l'asymétrie des risques entre opérateurs de la banque et actionnaires. Le résultat est que le système bancaire a retrouvé dans ses bilans une partie des risques qui avaient été

théoriquement diffusés à des investisseurs externes, plus les risques des crédits faits à ces investisseurs…

C'est en effet par le canal du crédit que le risque est revenu dans le système bancaire, crédit aux investisseurs (*hedge funds*) et crédit, réputé à court terme, aux structures en cours de titrisation. Quand le risque attaché aux obligations créées par titrisation est devenu évident, le cycle de désendettement et de dévalorisation des actifs a été déclenché, comme dans toutes les crises financières précédentes.

Toute autre industrie que la banque, qui aurait à absorber une perte aussi importante de fonds propres en même temps qu'à affronter une crise de liquidité, n'y survivrait pas sans restructuration massive, y compris par faillite et liquidation. Mais la banque est une industrie protégée du fait du rôle central qu'elle joue dans l'économie. La leçon de la crise de 1929 a été retenue : la chute de la Bourse est devenue la crise économique que l'on sait parce que les banques ont fait faillite, entraînant l'ensemble de l'économie. Maintenir en état de marche le système bancaire est indispensable. Les banques centrales ont donc fait le nécessaire pour éviter une crise systémique, en fournissant massivement des liquidités aux banques dès le mois d'août 2007, et à plusieurs reprises depuis. Le Federal Reserve Board a, de plus, baissé les taux d'intérêt, principalement pour limiter la récession américaine, mais aussi pour permettre aux banques de reconstituer leurs fonds propres.

La rémunération des entreprises de marché et le transfert des risques

Suivant le type d'intervention, la rémunération du système bancaire – quand il intervient dans le financement à moyen et long terme de l'économie – est très différente. Les opérations de marché – introductions en bourse, augmentations de capital, émissions obligataires, titrisations de créances – sont pour l'essentiel rémunérées au moment de la transaction. Au contraire, le crédit porté par une banque est rémunéré principalement pendant toute sa durée par une marge de financement, et ce, alors même qu'il s'agit dans les deux cas d'opérations de financement à moyen et long terme. Cela a nécessairement une influence sur le comportement des entreprises bancaires. La banque d'investissement doit constamment réinventer son activité, trouver de nouvelles transactions, ce qui crée plus de volatilité dans ses résultats que pour une banque commerciale. De plus, la rémunération étant perçue au départ, la banque n'a pas d'autre intérêt dans son bon déroulement que le maintien de sa réputation. On comprend que des banques spécialisées sans scrupules aient pu monter et vendre les opérations qui ont été à l'origine de la crise des « *subprimes* ».

Plus généralement, la plupart des innovations financières ont permis de créer des produits de marché de type transactionnel, c'est-à-dire rémunérés en une fois, au départ. Cela a peut-être contribué à la déresponsabilisation d'une partie de la sphère financière, en tout cas à la volatilité des résultats des activités de marché. Pour assurer plus de régularité de leurs résultats, certaines banques de marché ont constitué un portefeuille d'investissements pour leur propre compte, en obligations et produits dérivés, financé à court terme. Cela a fait revenir dans le système bancaire une partie des risques titrisés, avec des conséquences lourdes sur les résultats des banques concernées. Au total, le mode de rémunération des innovations financières a pu contribuer, directement et indirectement, à la genèse de la crise.

Rémunération des agents dans la banque et prise de risque

Au cours des dernières années, la rentabilité élevée des activités de marché a eu pour effet une augmentation considérable des bonus versés aux collaborateurs et dirigeants des banques. Les chiffres pour 2005 et 2006 (bonus versés au début de l'année suivante) sont

considérables. Par exemple, pour les cinq plus grandes banques de Wall Street, le montant des bonus versés au titre de 2006 a été de 39 milliards de dollars. Ces rémunérations ont-elles eu une influence sur le comportement des acteurs, en incitant à une prise de risque excessive ? Il n'y a pas de réponse certaine à cette question, mais quelques indications qui laissent penser que cela a été le cas.

Une première constatation, la dissymétrie de la prise de risques : les actionnaires des banques portent seuls le risque de perte en capital sur les opérations de marché, alors que le profit est partagé largement au bénéfice des opérateurs. Le risque supporté par les actionnaires a été matérialisé par la baisse des cours de bourse et, à la limite, par la quasi-faillite de certaines banques (Bear Stearns). En revanche, la pression de la concurrence crée un plancher pour les bonus. En effet, les banques qui ont bien résisté à la crise pouvant débaucher les meilleurs opérateurs des autres établissements bancaires, ces derniers ne peuvent pas répercuter entièrement leurs pertes sur les rémunérations. L'intéressement direct et important des opérateurs au résultat, sans pénalisation significative en cas d'échec, constitue une forte incitation à une prise excessive de risque. Les seuls freins à la prise de risque dans ces conditions sont le contrôle hiérarchique des salles de marché et la fixation de limites à une prise de risque, tant au niveau global de chaque banque par les autorités de contrôle qu'à l'intérieur de la banque.

Cela conduit à une deuxième constatation : les mesures du risque utilisées pour fixer des limites aux banques et aux opérateurs sont très imparfaites – il ne s'agit pas du risque opérationnel, notamment de fraude qui a été la cause de pertes à la Société générale, mais du risque propre des opérations de marché. La mesure de ce risque est basée sur des estimations de la perte possible dans différents scénarios ; cette perte est exprimée ensuite par un chiffrage du capital engagé par la banque. Les modèles qui servent à ce calcul (*Value at Risk*, *stress tests*) ont montré leurs limites. En particulier, ces modèles sont notamment insuffisants dans la prise en compte du risque de liquidité qui est au centre de la crise actuelle. Le risque de liquidité est en effet un risque global, qui affecte d'abord des valeurs particulières (en l'occurrence les obligations basées sur des créances immobilières), mais s'étend ensuite à l'ensemble du marché par le jeu des appels de marge. Le contrôle réglementaire et hiérarchique des risques de marché a donc été basé sur des mesures incomplètes de ces risques. Il n'a pas permis d'éviter la dérive des comportements sous l'influence des modes de fixation des rémunérations.

Conséquences pour la gouvernance et la supervision bancaires

La crise a mis en évidence des dérives de la gouvernance des banques et la nécessité pour elles de revenir à des pratiques plus classiques pour la prise et la gestion des risques. Parallèlement, la supervision des activités bancaires devra tenir compte des biais de comportement des banques et de leurs collaborateurs en matière de prise de risques, qu'il s'agisse du risque global de la banque ou des positions individuelles des opérateurs de marché. Par exemple, on peut se demander si la titrisation de créances ne devrait pas systématiquement comporter le maintien d'une part de risque dans le bilan des banques, comme cela a longtemps été le cas. Ce procédé responsabiliserait l'octroi du crédit tout en facilitant la traçabilité et la gestion des risques en cas de défaut. Par ailleurs, en matière de rémunération et de contrôle des opérateurs de marché, il n'est pas souhaitable que les autorités de contrôle des banques réglementent dans le détail leurs pratiques, mais elles pourraient examiner de plus près les modalités et en tenir compte dans la fixation des règles de solvabilité imposées à chaque banque. Un des effets de cette crise sera une certaine réintermédiation du financement de l'économie. Mais il serait regrettable de perdre les bénéfices apportés par la titrisation et le recours au marché. Il faut pour cela que les banques et leurs autorités de contrôle en évitent les dérives et les excès par une gouvernance adaptée.

Rémunérations et crise bancaire ?

Robert Leblanc

Président du comité d'éthique, Medef [1]

Il y a vingt ans déjà, voire un peu plus, on découvrait en France le terme et le concept de « golden boy ». Les rémunérations des traders choquaient déjà, et pas seulement chez les moralistes. Les agents de change eux-mêmes, parfois héritiers de leurs charges depuis plusieurs générations, habitués de la gestion de fortune, s'étonnaient de voir leurs jeunes collaborateurs croire que les arbres montaient jusqu'au ciel et dépenser leur argent aussi vite qu'ils le gagnaient. Le krach d'octobre 1987 mettait un terme à l'euphorie et aux bonus insensés.
Les traders et leurs rémunérations sont de nouveau sous les feux de la rampe. Les ordres de grandeur ne sont d'ailleurs plus les mêmes. Les excès sont tels qu'on n'échappe pas à la question d'un lien entre ces phénomènes et la crise : les bonus fous sont-ils une cause, voire la cause, de la crise actuelle ? Devant la complexité de cette crise, et compte tenu de son importance, chacun tente une clé de lecture originale. Évidemment, aucune n'explique tout ; c'est une combinaison de facteurs qui, comme dans toute catastrophe, voire tout accident, est à l'origine des événements constatés.

Les origines de la crise actuelle

Il semble que les principaux facteurs de la crise actuelle soient une bulle spéculative et une propagation des problèmes par le jeu de la titrisation. La bulle spéculative est caractérisée elle-même par deux phénomènes : d'une part, des achats justifiés, non par l'usage attendu du bien mais par la perspective de plus-values, d'autre part, un recours intensif au crédit. Si les arbres devaient monter jusqu'au ciel, s'endetter le plus possible pour acquérir un bien revendu rapidement avec une forte plus-value constituerait une martingale ; mais les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel et, au premier retournement, l'équilibre ne tient plus. Non seulement les emprunteurs se retrouvent dans l'impossibilité d'honorer leurs engagements, mais les prêteurs ne peuvent pas non plus couvrir les pertes directes par la revente des biens saisis puisqu'ils se vendent mal et à des prix cassés. Le système était gagnant-gagnant tant que le marché sous-jacent était bien orienté, il devient perdant-perdant quand ce marché se retourne.

Le jeu de la titrisation a tout à la fois démultiplié les problèmes d'origine et propagé leurs effets, loin de

leur origine, avec une traçabilité faible. La démultiplication des problèmes d'origine, c'est ce que démontre Jean-Hervé Lorenzi dans une tribune publiée par *Le Monde* daté du 21 mars 2008. Ce mécanisme qui consiste à loger les encours de crédit dans des « véhicules » dédiés, et qui n'est pas une mauvaise chose en soi, permet d'alléger les bilans des banques. Croyant protéger le monde, les régulateurs ont soumis les banques à des exigences très strictes de fonds propres, à raison notamment des encours de crédit portés par leurs bilans. Cette pression a eu pour effet pervers de stimuler l'imagination des opérateurs qui, ayant trouvé les moyens d'externaliser ces encours, en ont ensuite certainement abusé, développant donc la titrisation dans des proportions devenues dangereuses. Cette facilité a contribué au gonflement de la bulle spéculative qui n'a plus connu de limite jusqu'au retournement du marché immobilier.

De surcroît, la titrisation a disséminé le problème : on retrouve des actifs contaminés un peu partout. Les mécanismes étant parfois appliqués à des actifs résultant déjà de leur application, la propagation est à la fois verticale et horizontale. Inévitablement, on parlera de traçabilité comme après le scandale des farines animales et de la vache folle… L'éclatement de la bulle spéculative était prévisible ; il n'y a jamais eu d'autre issue à ce type de phénomène. La complexité par la titrisation est plus originale et complique la recherche de solutions de sortie.

Les rémunérations au cœur de la crise

Derrière les différents facteurs de crise, ce qui est déterminant est l'excès, l'aveuglement, le manque de mesure, de prudence, de réserve. La question de ce qui motive ces excès de la part des professionnels se pose alors. On peut avancer différentes hypothèses dont le mimétisme et le « court-termisme » : quand tout le monde gagne par un mécanisme reproductible, même si l'on sait bien en y réfléchissant que cela ne peut pas durer toujours, il est difficile de refuser d'en user tant qu'il fonctionne ; on suit… et, quand la crise survient, elle est pour tous et on peut difficilement se faire reprocher un jeu auquel tout le monde a joué… Mais il y a probablement une raison supplémentaire à cet engagement aveugle dans des mécanismes qui ne peuvent qu'aboutir à une crise : l'appât du gain avec, comme pour toutes les drogues, la perspective de doses toujours plus fortes.

Si la réussite de la structure est un défi pour les dirigeants, un motif de fierté, ce n'est pas un ressort commun. La culture dominante chez les *traders* – ces jeunes opérateurs souvent brillants et issus des meilleures écoles – est individualiste. La nature même de leur travail les isole face à leurs écrans. Ils ne vivent ni les réalités humaines du travail en équipe des informaticiens, ni les épreuves du démarchage commercial : que l'autre soit membre de l'équipe ou client, il est porteur d'une vérité différente, il fait sortir de soi dans une confrontation. Le *trader* est face à des schémas d'une grande abstraction, il est dans l'immatériel. Même les ordres de grandeur perdent toute réalité. On l'a assez répété avec le cas récent qui a défrayé la chronique : les sommes engagées dépassaient les fonds propres de l'établissement mais cela ne concernait pas cet opérateur, rien ne semblait faire écho en lui à cette évocation ; il était engagé dans un processus fermé sur lui-même et sur sa propre performance. En l'occurrence, on a avancé l'idée qu'il n'était même pas mû par l'appât du gain et on a invoqué des motivations plus psychanalytiques quant à une revanche à prendre, une soif de reconnaissance…

Le bonus, instrument de mesure obsessionnel de la réussite, serait donc au cœur de la crise, et peut-être même sa cause principale. L'hypothèse est hardie, et pourtant, cela semble logique et c'est en tout cas la thèse défendue par Joseph Stiglitz, prix Nobel d'Économie 2001. Ce système « *a été conçu pour encourager la prise de risques, mais il a encouragé la prise de risques excessifs* », dit-il. Et il ajoute que « *la solution n'est pas tant de plafonner les primes mais de faire en sorte que les pertes soient partagées* ». C'est essentiel, nous y reviendrons.

La rémunération des dirigeants

Les questions de rémunération sont toujours difficiles à traiter, ne serait-ce que parce que les échelles de valeur sont très disparates. Si l'on part du salaire moyen dans le pays, on est très vite à des niveaux que le public trouve insensés. Toute norme paraît aussi absurde dans un sens que dans l'autre, selon d'où on l'observe. Henry Ford avançait en son temps l'idée d'un multiple maximal de 40 entre les plus bas et les plus hauts salaires ; aujourd'hui, cela peut être 1 000, voire aux États-Unis 10 000…

Il faut garder conscience de ce que les chiffres représentent. Le sujet a été largement débattu ces dernières années pour les dirigeants. La transparence, devenue en la matière comme en bien d'autres un but en soi, n'a d'ailleurs pas eu les effets escomptés. Depuis que les règles de bonne gouvernance font obligation aux dirigeants de sociétés cotées de rendre publiques leurs rémunérations, on a souvent observé une hausse présentée comme un alignement sur des « standards » internationaux…

Dès 2003, le comité d'éthique du Medef prenait position sur le sujet. Le document élaboré par Hélène Ploix a été revu en 2007 pour donner lieu à une publication conjointe avec l'Afep [2] et le sujet reste prioritaire pour ce comité. On peut retenir de ses préconisations cette affirmation en tête du document : « *La rémunération des dirigeants de l'entreprise doit être mesurée, équilibrée, équitable et renforcer la solidarité et la motivation à l'intérieur de l'entreprise.* » et aussi « *La relation de la partie variable à la partie fixe doit être claire. Elle consiste en un pourcentage maximum de la partie fixe, adapté au métier de l'entreprise.* »

La rémunération des *traders*

Le document cité ci-dessus visait les dirigeants et non des catégories particulières de salariés comme les *traders*. Mais les principes qui viennent d'être rappelés devraient être de portée générale et, naturellement, viser tout autant que les dirigeants ceux de leurs salariés qui, usuellement, sont encore mieux rémunérés qu'eux-mêmes.

Il est bien écrit que la règle doit être adaptée au métier de l'entreprise, notamment pour les bonus. Dans un marché ouvert où l'affirmation que le capital humain est la principale richesse de l'entreprise n'est pas un simple discours de façade mais l'expression d'une réalité exigeante. Recruter et garder les meilleurs acteurs du marché ne permet pas de s'écarter significativement des pratiques du marché considéré. En l'occurrence, ce qui est en cause aujourd'hui n'est pas ce qui se fait dans tel ou tel établissement, mais bien dans le marché. Les dérives de rémunération des *traders* sont un phénomène général et les réflexions actuelles sur les causes de la crise devraient conduire à un ajustement global. Ce que l'on peut critiquer dans les pratiques actuelles, c'est l'excès dans l'absolu, la disproportion au sein de l'entreprise et l'asymétrie face au risque.

◆ L'excès dans l'absolu

On a déjà évoqué la perte de référence des *traders* qui vivent dans un monde très virtuel où les ordres de grandeur perdent toute réalité. C'est peut-être marginal, mais que leur propre situation matérielle échappe aussi à toute contingence ne les aide pas à garder le sens des réalités. Même s'ils ne risquent pas – comme les hommes politiques ou les chefs d'entreprises – d'être interpellés au cours de débats publics par des personnes sensibles à la hausse du prix du pain ou du lait, il n'est jamais bon de se croire hors du monde, ni pour soi, ni pour ceux que l'on sert. Il est évidemment difficile, voire impossible, d'avancer des seuils pour quantifier cette notion d'excès, mais l'essentiel est que les intéressés ne perdent pas de vue l'importance de leurs privilèges, même si avoir de gros bonus quand on rapporte beaucoup à son employeur n'est pas illégitime.

◆ La disproportion au sein de l'entreprise

Le phénomène consistant à rémunérer certains professionnels mieux que les dirigeants de l'entreprise

n'est ni rare, ni nouveau. On citait souvent par le passé le cas des pilotes de ligne bien mieux payés que leur président-directeur général : ce n'est pas choquant en soi. Tout d'abord parce que rien n'établit que, en tout temps et en tout lieu, les rémunérations devraient être calées sur la hiérarchie du pouvoir dans l'entreprise. Ensuite, parce que la rareté de certaines qualifications de métiers peut les valoriser mieux que celles de la direction générale des affaires. Enfin, parce que l'argent peut être considéré dans certains cas comme le seul retour auquel les intéressés sont sensibles, notamment s'agissant des commerciaux, alors que les dirigeants jouissent aussi du pouvoir et parfois de la gloire… Que des salariés gagnent plus que leurs dirigeants n'est donc pas critiquable en soi, mais les écarts existants dans le cas des *traders* – et de leur hiérarchie directe – constituent un biais par rapport à leur juste place dans le développement de l'entreprise auquel ils contribuent. Le biais est d'autant plus grand qu'on allonge la période de référence (car, compte tenu de la volatilité des activités de marché, il est vraisemblable que leur contribution aux résultats sur longue période soit sensiblement moindre que celle que l'on observe aux meilleurs moments), et d'autant plus encore qu'ils bénéficient d'une asymétrie de traitement.

◆ l'asymétrie face au risque

L'asymétrie face au risque, justement, est le point majeur. Les considérations précédentes auraient moins de valeur si les *traders* pouvaient faire valoir un lien biunivoque entre leur contribution au résultat de l'entreprise et leur bonus, si les bonus mirobolants des périodes fastes étaient compensés par des malus dans les périodes où, pris à contre-pied, ils conduisent leurs employeurs à constater des pertes. On est une fois de plus dans le fameux « pile, je gagne, face, tu perds ». C'est bien ce qu'écrit Joseph Stiglitz, déjà cité : le partage des pertes. Incontestablement, l'activité de *trading* repose sur des personnes qui peuvent engendrer de très gros gains ou de très grosses pertes en peu de temps, même en respectant les plafonds d'engagement qui leur sont fixés (ce qui n'est pas toujours le cas, de surcroît…). L'asymétrie des bonus les pousse à des prises de risque excessives puisque les gains de l'établissement leur profitent personnellement, tandis que les pertes de l'établissement ne leur coûtent pas directement.

Contrer l'asymétrie face au risque

La principale correction serait d'établir un lien permanent entre intérêts privés des acteurs et intérêts des personnes morales au service desquelles ils se trouvent. Cela conduit à la possibilité de bonus négatifs. Évidemment, reprendre de l'argent à un salarié n'est pas réaliste. Mais il suffirait de lisser dans le temps les droits à bonus pour que les pertes d'une période puissent s'imputer sur les gains de la période antérieure, avant que ces gains ne donnent lieu au versement irrécupérable d'un bonus. Il ne s'agit pas de proposer ici des mécanismes pour réaliser ce lissage dans le temps, mais simplement d'appeler à une réflexion collective sur la nécessité de le réaliser. Soulignons au passage qu'il n'est jamais bon de tomber d'un excès dans l'autre et qu'il ne s'agit pas non plus de différer éternellement les bonus et de priver totalement une population de son principal levier de motivation.

L'asymétrie soulignée chez les *traders* existe aussi chez les dirigeants, avec le système des *stocks options*. Les *stocks options*, qui ont certes des vertus, cumulent plusieurs inconvénients : elles sont asymétriques, les manques à gagner bien réels en période d'effondrement boursier n'étant pas assimilables à des pertes ; leur rapport dépend plus du climat général de la Bourse que de la performance relative de l'entreprise considérée ; selon la durée de détention des titres levés, le dirigeant est réellement ou non en situation d'actionnaire.

Le choix doit d'ailleurs être clair pour le manager entre sa condition de salarié ou sa communauté de destin avec les actionnaires. Pierre Deschamps, président des Entrepreneurs et dirigeants chrétiens, a bien posé le sujet dans un article publié par *Les Échos* le 24 avril 2007 : le dirigeant ne peut pas relever de

deux logiques différentes et, schématiquement, doit choisir entre indemnités de départ, d'une part, *stock options*, d'autre part.

Des indemnités de départ excessives contribuent aussi à l'asymétrie dénoncée. Que la valeur d'un établissement bancaire (comme de n'importe quelle entreprise) chute à cause d'une politique hasardeuse, cela ressemble à une juste sanction. Mais ce sont les actionnaires qui sont ainsi sanctionnés. Certes, ils portent une part de responsabilité de cette politique à travers leurs votes de résolutions en assemblée générale, et par construction puisque devenir actionnaire consiste bien à endosser un risque d'entrepreneur. La sanction est incomplète, voire injuste, si les dirigeants qui portent généralement la plus lourde responsabilité morale quittent l'établissement avec d'énormes indemnités, ce qui s'est vu encore récemment, notamment aux États-Unis.

Sans prendre le risque d'affirmer que les dérives de certaines rémunérations sont la cause centrale de la crise, on peut affirmer que le lien existe et on peut raisonnablement faire l'hypothèse que, à l'inverse, certaines évolutions de rémunération seront l'une des conséquences de cette crise. Les excès seront tempérés pour un temps et l'asymétrie probablement traitée en partie. Chaque crise est l'occasion d'ajustements, de réformes, de changements.

Nécessité de l'éthique

Ce qui est en cause, c'est le sens de la mesure, un sens spontané qui précèderait les réglementations, faute de quoi, ce sont les réglementations décidées à la suite des crises qui s'imposent. Dans un monde qui bouge très vite, anticiper les excès devient probablement une nécessité vitale. Or, ce qui peut conduire à se situer en deçà de ce que lois et règlements autorisent porte un nom : l'éthique. On en arrive donc à considérer l'éthique non comme une option personnelle de l'ordre de la morale, mais comme une nécessité organique des économies de marché modernes. Ce n'est pas très éloigné de ce que Michel Rocard exprimait dans une tribune publiée dans *Les Échos* du 6 mars 2008 : « *sans éthique forte, il n'y a plus de capitalisme* ». Ce n'en serait pas très éloigné s'il n'ajoutait, pour finir : « *Il va probablement devenir nécessaire que la règle publique y pourvoie.* » Est-il réellement nécessaire de légiférer ? et serait-ce suffisant ?

Affirmer que l'éthique est une nécessité organique reste un point de vue qui n'a aucune raison de faire l'unanimité. Et, quand bien même il le ferait en théorie, rien ne garantit que, en pratique, les acteurs feraient largement le choix d'ajuster leurs procédés à cette exigence. Les plus motivés, prêts à faire le pas spontanément, peuvent être tentés de voir la loi imposer à tous les règles qu'ils se fixent librement… Une concertation entre professionnels pourrait-elle en dispenser ? Ne peut-on faire aussi bien et aussi vite, voire mieux, sans loi ?

La loi n'est pas suffisante. Elle a toujours un temps de retard, c'est sa première faiblesse. Mais, pire, elle est toujours incomplète comme on l'a vu avec les effets pervers de la régulation bancaire sur le développement imprévu de la titrisation.

En réalité, des acteurs qui viennent buter sur la contrainte de la loi en feront toujours mauvais usage. C'est seulement s'ils sont conscients des enjeux, s'ils précèdent la loi, qu'ils sauront l'appliquer dans le sens du bien commun. C'est tout l'enjeu des progrès de l'éthique.

Notes

1. Mouvement des entreprises de France

1. Association française des entreprises privées

11.

Pour une solution globale

■ Jean-Claude Trichet
Réflexions sur les turbulences récentes sur les marchés de capitaux mondiaux

■ Michel Prada et Jean-Paul Redouin
Renforcer la résilience des marchés et des institutions financières

■ Dominique Plihon
Lutter contre l'instabilité financière :
pour un *aggiornamento* de la théorie et de la régulation financières

■ Olivier Pastré
La nécessaire refonte de la gouvernance mondiale

■ Christian Chavagneux
Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière

■ Jean-François Jamet
Quelle peut être la réponse européenne face à la crise financière ?

■ Axel Miller
Une opportunité à saisir pour l'Europe

■ Patrick Artus
Les bienfaits de la crise

■ Jean-Hervé Lorenzi
Qui va payer quoi ?

Réflexions sur les turbulences récentes sur les marchés de capitaux mondiaux

Jean-Claude Trichet

Président, Banque centrale européenne (BCE)

La récente correction observée sur les marchés de capitaux et les épisodes de turbulences et de volatilité qui l'ont accompagnée constituent un défi de premier ordre pour les acteurs de marché et les autorités publiques, notamment les banques centrales. Nous ne disposons pas à ce jour, à l'évidence, de tout le recul nécessaire sur ces événements. Tous les efforts sont faits par le secteur financier ou les acteurs publics à travers le monde, y compris les banques centrales, pour faire face aux conséquences négatives sur les marchés monétaires du processus en cours de réduction du levier d'endettement [1] et envisager, dans le même temps, une série de mesures susceptibles d'empêcher que la situation actuelle ne se représente à l'avenir.

Facteurs à l'origine des turbulences récentes sur les marchés de capitaux

Avec la diffusion progressive des turbulences à l'ensemble du système financier mondial, la thèse selon laquelle plusieurs sources de vulnérabilité étaient présentes en amont de la crise a gagné de plus en plus de terrain par rapport aux scénarios identifiant un facteur ou une cause unique. Il est communément admis qu'une série de difficultés liées à la correction du marché immobilier résidentiel américain sont à l'origine des perturbations. Toutefois, la vigueur et la rapidité de la contagion à d'autres segments de marché ont montré les importantes vulnérabilités affectant le système, dont la nature et la complexité n'étaient pas toujours parfaitement saisies. Les défis posés au marché des prêts hypothécaires à risque (le marché des « *subprimes* ») ne reflétaient qu'un aspect d'un problème bien plus large. La situation actuelle est marquée par une forte incertitude – dans laquelle il est très difficile de quantifier les risques – et, par voie de conséquence, la confiance des opérateurs de marché dans le fonctionnement même du système financier est sérieusement ébranlée. La détérioration de la confiance s'explique, de mon point de vue, par la conjonction de trois facteurs principaux qui, s'ils avaient chacun été identifiés par les opérateurs de marché et les responsables de la politique économique bien avant le début des turbulences, se sont renforcés mutuellement d'une manière que personne pratiquement n'aurait pu prédire. Ces facteurs ont trait, d'une part, à l'abondante liquidité qui a contribué au développement de l'effet de levier au sein du système financier, d'autre part, à un système financier de plus en plus intégré et complexe – dont la croissance a été alimentée par l'innovation financière – et aux incitations émanant de certains agents financiers,

enfin, assez éloignées des pratiques de prudence. Avec le recul, il convient de rappeler que les autorités publiques – et notamment la BCE à travers la *Financial Stability Review* (qui est publiée deux fois par an) – ont clairement attiré l'attention sur la sous-évaluation des risques dans certains compartiments de marché dès le début de l'année 2007. D'autres banques centrales ont également lancé des avertissements équivalents, et moi-même – en tant que président du « *Global Economy meeting* » réunissant à la Banque des règlements internationaux les gouverneurs de banques centrales –, j'ai exprimé régulièrement la vision partagée avec mes collègues gouverneurs selon laquelle la finance mondiale était caractérisée par une importante sous-évaluation généralisée des risques.

Il ne faut pas perdre de vue que le premier facteur – et le principal élément à l'origine de la forte hausse des niveaux d'endettement – a été un important excès préalable d'épargne par rapport aux investissements au sein de l'économie mondiale [2]. Avec le temps, ces capitaux abondants disponibles pour des investissements ont entraîné une « chasse aux rendements » de plus en plus effrénée qui s'est traduite par une forte augmentation de la demande et de l'offre, entre autres actifs financiers, de produits financiers extrêmement complexes [3].

Le recours aux effets de levier que nous venons d'observer n'est pas un phénomène nouveau. Comme l'ont signalé un grand nombre d'acteurs internationaux, la période qui a précédé les turbulences financières actuelles partage de nombreuses caractéristiques des épisodes précédents, ce que l'on appelle un « *moment Minsky* », lorsqu'on décide subitement de se dégager de crédits sous-jacents dont la qualité se dégradait en fait depuis plusieurs années [4]. Ainsi, le système financier comporterait-il intrinsèquement un biais procyclique, notamment à travers une propension à la distorsion du prix des actifs. Si l'on admet cette hypothèse, la possibilité est bien établie que les secteurs réel et financier, après avoir nourri de concert un mouvement à la hausse, puissent alimenter un mouvement en baisse, ce qui influencerait la nature de la réaction optimale des autorités publiques.

À l'évidence, toutefois, l'épisode actuel ne se limite pas, loin s'en faut, à une forte augmentation du prix des actifs dans un environnement marqué par une hausse régulière de la liquidité sur les marchés de capitaux. Une deuxième source de vulnérabilité tient également à la grande complexité des liens à la fois au sein des systèmes financiers et entre ces systèmes [5]. La rapidité et le degré de complexité des flux de capitaux de nos jours, la relative variété, obscurité et interactivité de nombreux types d'instruments financiers, souvent avec recours importants aux effets de levier, et les liens étroits entre un nombre croissant d'établissements financiers témoignent de cette évolution, ne serait-ce que par comparaison avec la situation d'il y a une dizaine d'années. Ces évolutions ont pesé lourdement sur les procédures de gestion du risque des grands intermédiaires financiers.

Les développements du système financier ont non seulement facilité la multiplication des actifs financiers disponibles pour les investisseurs, mais ils ont également porté en eux les germes de la fragilité qui s'est matérialisée plus tard à travers une contagion d'une rapidité et d'une ampleur sans précédent au cours de la phase de réduction de l'endettement. Je ne voudrais pas que mes propos sur les évolutions financières puissent, en aucune manière, être mal interprétés. Permettez-moi donc de dire très clairement que je partage l'idée selon laquelle l'intermédiation financière moderne a démontré sa capacité à répartir efficacement les risques et a, sans aucun doute, favorisé l'efficacité économique et permis à des secteurs productifs de se financer à faible coût alors qu'ils n'auraient pas pu se financer du tout autrement. Le défi que nous devons tous relever aujourd'hui consiste à empêcher le système de s'autoalimenter à travers un emballement de l'endettement [6]. La complexité financière – de préférence encadrée par les indispensables mécanismes régulateurs – est une conséquence inévitable de la complexité croissante du système économique et financier mondial que nous devons maîtriser et utiliser à notre avantage.

L'abondance de la liquidité et la complexité financière représentent, à mon sens, le principal

moteur et le cadre du processus d'endettement financier et de son dénouement ; mais le tableau de l'ensemble des faiblesses découvertes dans le modèle d'intermédiation financière fondé sur le transfert des risques (ou « *originate-to-distribute* » *model*) ne serait pas complet sans dire un mot des systèmes d'incitation mis en place par les opérateurs financiers [7]. Au sens strict, le système financier a pour but d'émettre, gérer et négocier des droits sur des flux financiers futurs pour le reste de l'économie, un objectif qui a de plus en plus eu à pâtir d'un jeu de commissions, de bénéfices apparents à très court terme et de réglementations sur les arbitrages. Le « système bancaire de l'ombre », qui a rapidement vu le jour à côté du système bancaire traditionnel, contrairement à son pendant mieux compris et mieux réglementé, s'appuyait sur un système de confiance mal compris (fourni par les agences de notation) et la perception (erronée) que le prix des actifs ne pouvait évoluer que dans un sens, à la hausse. Il ne fallait en effet pas, dans ce système, de façon plus remarquable encore *ex post*, disposer des fonds propres permettant de faire face à un éventuel retournement de tendance, tel qu'il s'est produit lorsque l'euphorie a laissé place à la sobriété. Il convient sans cesse de se souvenir de l'affirmation du directeur de la Nasa (National Aeronautics and Space Administration) en charge de la sécurité, Jerome Lederer, valable tant pour l'aéronautique que pour la finance, selon laquelle de toutes les incitations à renforcer la sécurité, la plus pressante est, de loin, l'incitation économique. La question morale – qui se pose avec d'autant plus d'acuité après un accident – est plus forte, mais elle ne résiste pas au temps, soutient Lederer. Les autorités de contrôle et de régulation doivent à l'évidence évaluer sérieusement les structures des primes liées à l'intermédiation financière, en particulier en fonction du paysage en mutation constante qui caractérise cette activité [8].

Avant le réveil brutal (en juillet 2007) des intervenants sur les marchés de capitaux, des observateurs et des régulateurs, ces trois facteurs avaient fait converger différents mécanismes en une spirale haussière du prix des actifs : un recours supplémentaire aux effets de levier, une complexité accrue et un recul de la transparence. Plus directement, ces facteurs créèrent également les mécanismes à l'origine des turbulences : un choc important sur un seul compartiment de marché (les prêts hypothécaires américains à haut risque) a entraîné un vaste mouvement de réévaluation du risque crédit touchant l'ensemble des catégories d'instruments financiers et impliquant un grand nombre d'institutions financières. S'il ne s'agit pas en soi d'un phénomène nouveau – des évolutions similaires ont été observées avec une certaine régularité au cours de ces dernières années – le degré de contagion nettement supérieur qui s'en est suivi a aussi été provoqué, et renforcé, par ces facteurs. En premier lieu, le processus d'ajustement des positions à risque dans le secteur financier a été entravé par une rupture – parfois totale – dans le processus de découverte des prix entre instruments en raison de la mauvaise compréhension de la distribution et de l'ampleur des risques inhérents aux différents instruments financiers. En second lieu, l'assèchement de la liquidité sans précédent dans l'ensemble du système, qui a résulté de la diminution des prises de position de la part des grands intermédiaires financiers, a alimenté l'incertitude générale, favorisant la prise de risques calculés et contrecarrant les efforts de réduction des risques [9].

La réaction de la communauté des banques centrales face aux turbulences

Les banques centrales ont réagi de différentes manières aux tensions sur les marchés interbancaires. Très tôt, l'Eurosystème a très clairement affirmé qu'il différenciait strictement la définition de l'orientation de la politique monétaire en vue d'assurer la stabilité des prix et les décisions relatives à la gestion de la liquidité prises parallèlement à la mise en œuvre de cette orientation. L'Eurosystème opère cette distinction pour isoler les signaux relatifs à l'orientation de la politique monétaire de l'incidence sur les taux d'intérêt à très court terme des « bruits » liés aux évolutions en

matière de liquidité. Il est encore plus important de souligner cette distinction en période de tension sur les marchés qu'en « temps normaux ». En cas de tension sur les marchés, nous pouvons être conduits à mener une gestion plus active de la liquidité pour contribuer au bon fonctionnement du marché monétaire et amener les taux de marché à très court terme à des niveaux proches du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème.

Il est apparu après le déclenchement des perturbations sur les marchés de capitaux que les établissements de crédit avaient développé une préférence pour constituer leurs réserves obligatoires assez tôt au cours de la période de constitution. La liquidité disponible aux différents jours d'une période de constitution de réserves n'était plus un parfait substitut et, par conséquent, les taux d'intérêt à court terme ne correspondaient plus à la fameuse « probabilité martingale » [10]. S'appuyant sur le modèle de référence présenté par Poole en 1968 [11], ces établissements se sont comportés comme si chaque banque percevait la distribution des chocs de liquidité comme fortement biaisée dans le sens d'un assèchement, même si tel n'était bien entendu pas le cas à un niveau agrégé.

Dès lors, la BCE a ajusté la répartition de l'offre de liquidité sur la durée d'une période de constitution en augmentant l'offre en début de période et en la diminuant par la suite (stratégie qualifiée d'« élargissement de la liquidité »), afin que l'offre moyenne de liquidité demeure inchangée sur l'ensemble de la période de constitution des réserves. Cette politique est conforme à l'objectif de l'Eurosystème consistant à fournir au système bancaire, au cours de chaque période de constitution, le montant exact de liquidité dont il a besoin pour combler son déficit de liquidité. Le volume moyen des opérations de refinancement de l'Eurosystème au cours des périodes de constitution depuis août 2007 est resté proche de 450 milliards d'euros, comme au premier semestre 2007.

Lorsque les taux interbancaires au jour le jour ont été soumis à des pressions à la hausse aux États-Unis et en Europe, la première réaction en termes de liquidité au cœur des turbulences a consisté à essayer de maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire à des niveaux proches des taux officiels grâce à une gestion plus dynamique de la liquidité. Tel a clairement été le cas le matin du 9 août 2007 lorsque le taux au jour le jour a augmenté très brusquement, signalant clairement des perturbations sur le marché monétaire. La BCE a, par conséquent, effectué une opération de réglage fin à 24 heures, injectant de la liquidité sur le marché à travers un appel d'offres à taux fixe dont le montant de l'adjudication répondrait à l'ensemble des demandes. Au cours de la semaine qui a suivi, la BCE a effectué trois nouvelles opérations de réglage fin d'apport de liquidité, chacune assortie d'une échéance de 24 heures, pour des montants progressivement moins élevés. Outre ces opérations de réglage fin, deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires à échéance de trois mois ont également été conduites, le 24 août et le 13 septembre 2007, pour faire face au recul sensible de l'activité sur le segment à plus long terme du marché monétaire. Les contreparties ont pu ainsi réduire leur besoin net de liquidité sur un horizon plus long.

Un appel d'offres exceptionnel avec un montant de l'adjudication répondant à l'ensemble des demandes a été effectué une nouvelle fois le 18 décembre 2007, lorsque, en raison de tension de fin d'année en termes de liquidité, il a été jugé adéquat de laisser le marché déterminer le montant exact de l'adjudication. Ce montant total alloué s'est élevé à 349 milliards d'euros.

Pour rapprocher l'EONIA (Euro OverNight Index Average) du taux de soumission minimal, la BCE a de façon générale recouru davantage aux opérations de réglage fin qu'en « temps normaux » pour injecter de la liquidité supplémentaire par rapport à celle fournie par le biais des opérations principales de refinancement, mais aussi pour retirer la liquidité excessive.

Ces mesures, les opérations de réglage fin et de refinancement à plus long terme, ont permis à la BCE de garder le contrôle sur les taux d'intérêt à

court terme du marché monétaire de l'euro et d'y préserver des conditions ordonnées, sans qu'il soit nécessaire de modifier les structures du cadre opérationnel sur lequel l'Eurosystème fonde la mise en œuvre de sa politique monétaire. Toutes ces mesures ont par ailleurs été communiquées rapidement, ce qui a contribué à assurer le marché que la BCE était prête à agir de façon adéquate.

D'autres banques centrales ont, quant à elles, adopté d'autres mesures, élargissant notamment la gamme des garanties éligibles et des contreparties. La Banque du Japon et la BCE, qui acceptaient déjà toutes deux une gamme relativement large de garanties, n'ont pas eu à adapter leur dispositif de garanties. De fait, s'agissant de l'Eurosystème, son dispositif de garanties acceptait déjà une vaste palette de garanties et un grand nombre de contreparties éligibles ; il offrait donc toutes les caractéristiques permettant de soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire pendant la phase de turbulences sur le marché. La part de garanties déposées non utilisées en couverture des crédits consentis dans le cadre des opérations de politique monétaire est demeurée élevée. Cela donne à penser que, dans cette période de turbulences, les contreparties de l'Eurosystème n'ont pas éprouvé de difficultés liées à la disponibilité des garanties.

Il est important de se rappeler que, lorsque les turbulences se sont inscrites dans la durée, les banques centrales ont renforcé leur coopération, dans le domaine de la communication et du suivi collectif des évolutions sur les marchés tout d'abord, en fournissant de concert de la liquidité par la suite.

Ainsi, à titre d'exemple d'action concertée entre banques centrales, la BCE a convenu avec la Réserve fédérale américaine (Fed) de proposer des financements en dollars aux banques de la zone euro dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*Term Auction Facility*, TAF) que la Fed venait d'instaurer. Il s'agissait là d'une réponse aux banques de la zone euro que l'on disait particulièrement préoccupées par la question des financements disponibles en dollars. Les crédits accordés par l'Eurosystème ont été financés à travers un échange de devises (accord de *swap*) entre la Fed et la BCE. L'Eurosystème – lors de deux opérations réglées les 20 et 27 décembre 2007, qui ont été renouvelées les 17 et 31 janvier 2008 – a fourni les financements en dollars reçus à travers cet accord de *swap* à ses contreparties en échange de garanties éligibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème. La Banque nationale suisse a mené des opérations semblables. Le même jour, d'autres banques centrales – comme la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada – ont annoncé des mesures spécifiques visant à fournir directement des financements à terme à un plus grand nombre d'institutions financières en échange d'une gamme plus large de garanties éligibles. La Banque du Japon et la Riksbank (la banque centrale de Suède) ont à cette occasion indiqué qu'elles soutenaient cette initiative.

Au titre des opérations de l'Eurosystème, des financements à hauteur de 10 milliards de dollars, assortis d'une échéance d'un mois, ont été accordés aux contreparties ayant accès à la facilité de prêt marginal. Les quatre opérations ont été conduites à un taux fixe égal au taux marginal des adjudications menées simultanément par la Fed, c'est-à-dire, respectivement, 4,65, 4,67, 3,95 et 3,12 %. Ces opérations n'ont pas eu d'incidence directe sur les conditions de la liquidité en euros. Elles visaient au contraire à améliorer les conditions de financement dans le monde.

Depuis les actions coordonnées conduites en décembre 2007 et en janvier 2008, les banques centrales des pays du G10 ont continué à collaborer étroitement et à se consulter régulièrement au sujet des tensions sur la liquidité observées sur les marchés de financement. Les tensions persistant sur le marché monétaire, la BCE a annoncé, le 11 mars 2008, la reprise d'opérations d'apport de liquidité en dollars dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication (TAF) de la Fed, et l'augmentation du montant de ces opérations à 15 milliards de dollars, toutes les deux semaines, pour aussi longtemps que nécessaire. D'autres banques centrales ont annoncé le même jour des mesures spécifiques pour faire face à ces tensions continues.

Principaux enseignements et initiatives

La correction très significative des marchés à laquelle nous assistons, avec ses épisodes de turbulences, de forte volatilité et de « surréaction » sur certains marchés, a mis en lumière des insuffisances dans le fonctionnement des institutions financières et des marchés de capitaux. À de nombreux égards, il s'agit là du premier test « grandeur nature » pour la finance mondialisée d'aujourd'hui qui a connu de nombreuses innovations récemment avec l'essor des nouveaux instruments de financement structurés extrêmement complexes, une croissance très rapide des institutions à fort effet de levier et une explosion récente des produits dérivés en tous genres, notamment des dérivés de crédit. Il apparaît à présent que le choc auquel le système financier mondial a dû faire face après l'éclatement de la bulle internet a été – tout bien considéré – relativement modeste et que la capacité de résistance du système à cette époque a probablement été erronément attribuée à l'utilisation – déjà largement répandue – des produits dérivés. Aujourd'hui, comme je l'ai dit, le test est réel et il est extrêmement important que nous tirions toutes les leçons qui s'imposent des turbulences financières que nous traversons.

Ces leçons, j'insiste, doivent être tirées au plan national, mais aussi au plan régional. Il convient de noter à cet égard la série de travaux, coordonnés au niveau de l'Union européenne (UE) par le Conseil des ministres des Finances (le Conseil Écofin, Conseil pour les Affaires économiques et financières), visant à renforcer les dispositifs dans le domaine de la surveillance et de la stabilité financière ; il s'agit notamment :

- de l'introduction d'un mandat européen confié aux autorités de surveillance nationales ;
- de la clarification et de la consolidation du mode de fonctionnement des comités de surveillance au niveau des vingt-sept États membres ;
- du recours accru à des collèges de surveillance pour renforcer le contrôle des groupes bancaires transfrontaliers ;
- de l'adoption d'un protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) sur la coopération internationale en cas de crises financières entre l'ensemble des autorités compétentes de l'UE, à savoir les autorités de surveillance, les banques centrales et les ministères des Finances.

Des initiatives similaires ont été lancées aux États-Unis – à l'instar des récentes propositions formulées par le secrétaire au Trésor Paulson en vue de renforcer la structure de régulation financière – et sont à l'étude dans d'autres pays.

Toutefois, il était plus important encore de se mettre d'accord au niveau international sur la méthodologie adéquate permettant d'identifier les leçons communes à tirer de façon coordonnée des deux côtés de l'Atlantique et des deux côtés du Pacifique. Les perturbations actuelles sont un phénomène mondial. Seule une réponse mondiale peut être efficace. Après la crise asiatique, à l'initiative des ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale des pays du G7, le Forum sur la stabilité financière (FSF) a été créé. Il s'agit d'un groupe informel où un diagnostic synthétique de la situation de la finance mondiale peut être posé dans le but d'identifier les faiblesses susceptibles d'affecter le système financier international et des pistes d'amélioration.

De ce point de vue, je suis heureux de souligner que le « *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience* » (Rapport sur le renforcement de la résilience internationale et des marchés), présenté en avril par le FSF à la communauté internationale et en particulier au G7 et au Comité monétaire et financier international (CMFI) du Fonds monétaire international (FMI), correspond aux attentes qui avaient été formulées par la communauté internationale. Je me félicite du consensus concernant la mise en œuvre, avec détermination et selon le calendrier fixé, des recommandations précises du G7. La communauté des banques centrales suivra de très près leur mise en application.

Ayant participé aux débats au sein du G7, début avril 2008, permettez-moi de détailler les recommandations qui, selon nous, comptent parmi les priorités

immédiates et doivent être mises en œuvre dans un délai de cent jours :
- les institutions financières doivent communiquer complètement et rapidement – dans les rapports semestriels qu'elles publieront bientôt – leur exposition aux risques et aux moins-values, ainsi que des estimations d'une « juste valeur » pour les instruments complexes et illiquides qu'elles détiennent ; pour ce faire, il convient qu'elles respectent les meilleures pratiques d'information telles que définies dans le rapport du FSF ;
- il appartient au Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board*, IASB) et aux autres instances de normalisation compétentes d'améliorer d'urgence les normes comptables et d'information applicables aux entités hors-bilan et de renforcer les orientations formulées en matière de comptabilisation en juste valeur, notamment s'agissant de la valorisation des instruments financiers en période de tension ;
- il convient que les institutions financières renforcent leurs pratiques de gestion des risques, notamment à travers des simulations de crises rigoureuses, avec le soutien des autorités de surveillance ; le cas échéant, les institutions financières devraient également consolider le niveau de leurs fonds propres ;
- le Comité de Bâle devrait formuler, d'ici mi-2008, des orientations révisées en matière de gestion des risques de liquidité, tandis que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) devrait amender son code de conduite pour les agences de notation.

Dans d'autres domaines également, des recommandations importantes doivent être mises en œuvre d'ici fin 2008, ou en 2009 au plus tard. Il faut :
- réviser les exigences de fonds propres au titre du pilier 1 de Bâle II (comme certains aspects du cadre en matière de titrisation) ;
- renforcer la gestion des risques de liquidité par les banques et leur surveillance ;
- assurer un contrôle prudentiel efficace au titre du pilier 2 ;
- accroître la transparence et améliorer la valorisation ;
- augmenter la qualité des notations des produits structurés ;
- optimiser la capacité de réaction des autorités face aux risques ;
- et, enfin, développer des dispositifs solides de gestion des tensions dans le système financier.

Conclusion

Une mise en œuvre rapide et effective est essentielle à ce stade. Cela devrait être considérablement facilité par le fait que les recommandations ont été formulées, au niveau mondial, par les autorités et entités qui doivent précisément les appliquer. Je recommande d'agir immédiatement, dans le respect autant que possible des principes suivants qui ont inspiré les recommandations faites par le FSF au G 7.

Il faut, en premier lieu, accroître la transparence. Les turbulences actuelles ont démontré une nouvelle fois que l'opacité en ce qui concerne les marchés, les instruments financiers et la situation exacte des institutions financières conduit à des catastrophes. Dès que des marchés de capitaux entrent dans une période d'incertitude et de turbulences, l'absence de transparence entraîne la contagion et des comportements moutonniers néfastes. La contagion liée à l'opacité a été au cœur de la crise asiatique. Elle est un facteur central de l'épisode actuel également. Cela vaut tant pour les instruments financiers – produits structurés sophistiqués, titres adossés à des actifs, etc. – que pour les institutions financières elles-mêmes. L'absence d'informations pertinentes, crédibles et fiables, conduit les opérateurs de marché à adopter les hypothèses les plus pessimistes à propos des instruments et institutions en cause et à agir en conséquence. Une plus grande transparence n'est pas seulement nécessaire pour accroître l'efficience des marchés et pour optimiser l'allocation des capitaux, elle constitue aussi la meilleure police d'assurance contre les comportements moutonniers irresponsables et la contagion injustifiée en période de tension.

Il convient, en deuxième lieu, de réduire la procyclicité. Dans des circonstances normales, les éléments procycliques ancrés au sein de la finance mondiale sont moins évidents. Mais, en période d'envolée et

d'effondrement, ces facteurs se manifestent très nettement. La nature humaine explique sans doute le comportement spontanément procyclique des opérateurs de marché à l'origine de phases bipolaires successives d'exubérance et de détresse. Le paradoxe est que plusieurs règles, réglementations ou procédures, et le comportement des autorités, contribuent très souvent à augmenter l'ampleur des fluctuations. On trouve de tels éléments de procyclicité dans les règles prudentielles applicables aux banques et aux sociétés d'assurances, et, de même, dans les règles comptables. Également, après avoir fait preuve de nonchalance dans leur attitude lors des épisodes d'expansion antérieurs, les autorités peuvent paradoxalement appliquer avec plus de rigueur leurs règles et réglementations en période de difficulté.

Ces caractéristiques sont aussi liées à deux traits importants de la finance mondiale qui, je pense, sont particulièrement néfastes pour la stabilité financière : la tendance à privilégier le court terme et l'asymétrie profonde des réactions en phase d'essor et de chute.

De nombreuses recommandations faites au G7 par le FSF contribueront à diminuer le degré de procyclicité propre au système. J'encourage tous les acteurs concernés par la mise en œuvre de ces recommandations à se demander si leurs propres décisions sont conformes à l'objectif de réduction de la procyclicité.

Notes

1. Une analyse conceptuelle de la dynamique des cycles financiers et de liquidité est proposée, par exemple, par Tobias Adrian et Hyun Song Shin dans « Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles », Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, *volume n° 14, n° 1, février 2008 ; et dans « Liquidity and Leverage », document de travail présenté lors de la Conférence annuelle de la BRI (Banque des règlements internationaux) en juin 2007. Hyun Song Shin, David Greenlaw, Jan Hatzius et Anil Kashyap ont également évalué en détail l'épisode en cours dans « Leveraged Losses : Lessons from the Mortgage Market Meltdown », document de travail préparé en vue du 2008 US Monetary Policy Forum, février 2008.*

2. Même si le mécanisme de liquidité traditionnel lié aux faibles taux d'intérêt et le mécanisme moins connu (voir L. Chen, D. A. Lesmond et J. Zhanshun Wei, « Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity », préprint, avril 2005) entre la liquidité des titres et les spreads *étaient bien compris, il restait étonnamment difficile, avant la crise, d'établir le lien (indirect) entre les faibles taux d'intérêt et les faibles rendements des titres. Les chercheurs universitaires, beaucoup plus que les analystes de marché, ont également étudié de près le scénario inverse, à savoir l'incidence de l'absence de liquidité sur le prix des actifs (voir par exemple le modèle de valorisation des actifs corrigée en fonction de la liquidité de Acharya et Pedersen, « Asset Pricing with Liquidity Risk »,* Journal of Financial Economics, *vol. 77, p. 375-410, 2005).*

3. Des éléments empiriques montrent que le coût de la liquidité influence les banques quant aux risques qu'elles sont prêtes à prendre en matière de crédits (voir G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró et J. Saurina, « Hazardous Times for Monetary Policy : What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk ? » CEPR Discussion Paper n° 6514). En particulier, en période de faible coût de la liquidité (et de niveau élevé de la liquidité), les banques prennent davantage de risques de crédit. Ces risques élevés en matière de crédit peuvent se traduire en défaut de paiement lorsque le coût de la liquidité remonte à des niveaux normaux.

4. Le modèle d'Hyman Minsky sur le système de crédit, qu'il a surnommé « Hypothèse d'instabilité financière », est récemment devenu d'une extrême actualité. En résumé, des périodes inhabituellement longues de stabilité financière incitent les investisseurs à prendre davantage de risques. Cela les amène à trop emprunter et à payer trop cher les actifs. Le « moment Minsky *» est le point du cycle correspondant à des difficultés de trésorerie chez les investisseurs, dues à la spirale d'endettement dans laquelle ils se sont engagés pour financer leurs placements spéculatifs.*

5. Voir le document de travail du NBER n° 11728 (novembre 2005), intitulé « Has Financial Development Made the World Riskier? », dans lequel Raghuram Rajan décrit parmi les premiers comment la complexité croissante du système financier en détermine la fragilité.

6. La littérature économique décrit la possibilité que de tels épisodes se produisent, mettant en avant l'arbitrage inhérent entre stabilité et efficacité du système financier. Voir par exemple A. Perez, P. Gai, S. Kapadia et S. Millard,

« Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises », préprint, février 2006.

7. La question des incitations pécuniaires dans la titrisation avait aussi été identifiée dans la littérature universitaire, du moins depuis le document de travail n° 03-7C de C. Calomiris et J. Mason, intitulé « Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage », Federal Reserve Bank of Philadelphia, avril 2003.

8. Des éléments empiriques montrent que la titrisation a entraîné des normes d'octroi de prêts plus souples et une hausse des défauts de paiement. Par exemple, B. Keys, T. Mukherjee, A. Seru et V. Vig, dans « Did Securitization Lead to Lax Screening ? Evidence From Subprime Loans 2001-2006 », GSB Chicago, 2008, montrent que, en cas de titrisation, le portefeuille le plus susceptible d'être titrisé connaît un risque de défaillance d'environ 20 % supérieur à un groupe ayant un profil de risque similaire et dont la probabilité de titrisation est plus faible. A. Mian et A. Sufi (« The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis », GSB Chicago, 2008) montrent qu'une croissance rapide de l'offre de crédits hypothécaires résultant de la désintermédiation explique en grande partie l'augmentation récente des prix de l'immobilier résidentiel américain et les défauts de remboursement sur crédits hypothécaires qui s'en sont suivi.

9. La situation actuelle peut être comprise grâce à un modèle de sélection adverse sur le marché interbancaire (voir M. Flannery, « Financial Crises, Payment System Problems, and Discount Window Lending », Journal of Money, *Credit, and Banking, n° 28, 1996). À la suite d'un choc important dans le système financier, les banques peuvent douter de la qualité du crédit des banques emprunteuses. Confrontés à la difficulté accrue de distinguer entre « bonnes » et « mauvaises » banques, les prêteurs peuvent soit augmenter les taux d'intérêt, soit ne pas servir la liquidité aux coûts de sélection adverse plus élevés.*

10. Voir J. D. Hamilton, « The Daily Market for Federal Funds », Journal of Political Economy, *vol. 104 (1996), p. 26-56.*

11. Voir W. Poole, « Commercial Bank Reserve Management in a Stochastic Model : Implications for Monetary Policy », Journal of Finance, *vol. 23 (1968), p. 769-791.*

Renforcer la résilience des marchés et des institutions financières

Michel Prada

Président, Autorité des marchés financiers (AMF)

Jean-Paul Redouin

Sous-gouverneur, Banque de France

La crise des « subprimes *» s'inscrit dans un contexte de croissance exceptionnelle du marché des instruments de transfert de risque de crédit – depuis le début des années 2000 – stimulé par une forte demande des investisseurs institutionnels en quête de rendements plus élevés, dans un contexte de faible taux d'intérêt, et une volonté des banques d'optimiser la gestion de leurs fonds propres. Les statistiques fournies par l'* European Securitisation Forum *témoignent de ce dynamisme : les émissions de véhicules de titrisation se sont ainsi élevées en Europe, en 2007, à près de 500 milliards d'euros (contre 481 milliards en 2006 et 327 milliards en 2005). Dans un premier temps constitué par des instruments traditionnels de type ABS (*asset backed securities*), le marché des instruments de transfert de risque de crédit s'est rapidement enrichi par la création d'instruments dérivés et, plus récemment, par l'introduction de produits de financement structurés complexes, à l'image des CDO (*collateralized debt obligations*).*
Dès l'automne 2007, l'ensemble des régulateurs financiers s'est mobilisé sous l'égide du Forum de la stabilité financière (FSF) afin d'analyser la crise, de proposer les actions de court et moyen terme propres à y porter remède et à en prévenir le renouvellement, et d'organiser l'action concertée des instances gouvernementales et de régulation sous l'égide du G7.
Prenant en compte ces évolutions, la Banque de France et l'AMF ont activement participé aux réflexions du FSF. La présente contribution résume leurs propositions de réponse à la crise.

Au sein d'un environnement financier complexe, la crise actuelle des « *subprimes* » constitue une parfaite illustration des relations d'interdépendance entre tous les acteurs. Elle trouve son origine dans l'endettement massif de ménages américains, mis en difficulté par la remontée des taux d'intérêt. Des établissements financiers, pour l'essentiel non régulés, ont en effet consenti des crédits à l'habitat présentant un risque élevé. Cette crise s'est propagée par le mécanisme de titrisation et a affecté des produits structurés classiques – de type ABS – et complexes – de type CDO. Elle a enfin affecté la liquidité des marchés, y compris celle du marché interbancaire. Parmi les

facteurs de contagion, les ventes forcées de certains fonds de gestion alternative, pour répondre aux appels de marge de leurs *prime brokers,* et la mise en jeu des garanties et lignes de liquidités octroyées par les établissements aux conduits et véhicules de titrisation ont été déterminantes. L'une des caractéristiques de cette crise tient au fait que les banques ont supposé sortir la grande majorité des risques de leurs bilans, *via* la titrisation, mais ont en réalité conservé une bonne partie de ceux-ci, soit à travers des mécanismes juridiques de garantie des véhicules, soit par la détention des tranches les plus *seniors* de ces véhicules, soit enfin pour des raisons tenant à leur risque de réputation devant les difficultés affectant des produits qu'elles avaient contribué à « arranger » et à commercialiser, et ce, dans des proportions souvent importantes.

Parmi les propositions de réponse à la crise, quatre axes se dégagent :
- améliorer la transparence du marché ;
- améliorer les méthodes de gestion des risques et des conflits d'intérêts ;
- revoir et harmoniser les principes comptables et les méthodes de valorisation ;
- renforcer la coopération internationale.

Améliorer la transparence du marché

La transparence accrue du marché du crédit dans ses composantes primaire et secondaire, la diffusion par les agences de notation d'une information plus appropriée sur les produits financiers complexes, ainsi que la sécurisation des systèmes d'échange de titres – ou de contrats – aux plans technique et juridique sont nécessaires pour permettre aux investisseurs de mieux fonder à l'avenir leurs décisions d'investissement.

La définition d'informations génériques concernant le produit

Les acteurs du marché, en lien avec les régulateurs, doivent définir un contenu harmonisé d'informations génériques pour l'investisseur lors de l'émission et durant la vie du produit.

Sur le marché primaire, la documentation délivrée sur les véhicules d'émission les plus largement ouverts aux gérants collectifs de fonds monétaires, au travers d'instruments à court terme de type ABCP (*asset-backed commercial paper*), s'est avérée insuffisamment détaillée ou pédagogique pour permettre aux investisseurs d'analyser la qualité des sous-jacents et d'appréhender leur comportement en cas de retournement des marchés. Il est donc nécessaire de soutenir et de développer les initiatives déjà prises par les acteurs de marché pour créer des modèles de documentation qui contiendraient les descriptions précises des termes et conditions des titres émis, les situations dans lesquelles la banque arrangeuse pourrait – ou non – apporter de la liquidité au produit, et les informations détaillées sur les actifs détenus en portefeuille, régulièrement mises à jour au cours de la vie des produits.

La garantie d'une bonne fin des opérations en toutes circonstances

La robustesse des systèmes de négociation et de post-marché doit être accrue afin de garantir la bonne fin des opérations en toutes circonstances et mieux informer les participants sur les prix et les volumes échangés, ainsi que sur les détenteurs finaux du risque.

Les transactions secondaires sur les instruments de transfert de crédit se font en dehors des bourses organisées, rendant difficile l'appréciation de la profondeur et de la liquidité réelles du marché. Les prix et les volumes des transactions exécutées ne sont portés à la connaissance du marché que sur certains segments très limités ou par le biais d'indices. Ces systèmes de négociation posent, en outre, des problèmes au plan opérationnel, en l'absence d'infrastructures mutualisées de compensation et de règlement/livraison des instruments.

Les opérateurs et les régulateurs doivent mener une action commune pour apporter des solutions pratiques à l'opacité actuelle, portant sur les flux

d'investissement, les conditions de découverte des prix des transactions et la situation réelle du marché en termes de répartition des risques entre acteurs.

Des informations complètes sur les paramètres de la notation

Les agences de notation doivent donner une information complète sur les paramètres qui sous-tendent les notes individuelles et, également, différencier la notation spécifique aux produits structurés de la notation communément acceptée pour la dette des entités juridiques existantes (sociétés, municipalités, États souverains, etc.).

L'activité des agences de notation en matière de produits structurés a soulevé la question de la pertinence des méthodes utilisées et de la transparence des notes délivrées. Traditionnellement, les opinions données par les agences de notation évaluent la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations contractuelles, *i. e.* le paiement des intérêts et le remboursement du principal, en temps et en heure. Dans le cas des produits structurés, l'exercice ne consiste cependant pas uniquement à évaluer le risque de défaut des actifs sous-jacents, mais repose également sur des modèles de calcul des corrélations entre ces différents éléments. Un changement de méthodologie peut, en conséquence, impliquer une dégradation brutale de la note en catégorie spéculative ou *non investment grade*, indépendamment de toute évolution des actifs sous-jacents. À cet égard, les évolutions méthodologiques par les agences ont été, pour une part importante, à l'origine de la vague massive de dégradation des notes de véhicules de financement structuré lors de l'été 2007.

Les notations des agences fournissent, en outre, une opinion sur le risque moyen de l'instrument. Pour autant, les produits structurés, bien plus que les dettes *corporate* traditionnelles, peuvent être soumis à une volatilité importante en raison de risques significatifs de perte extrême liés à la structure optionnelle du produit. Dès lors, l'utilisation d'une même et unique échelle de notation pour les deux types d'instruments peut apparaître trompeuse pour les investisseurs.

C'est pourquoi les régulateurs considèrent que les agences doivent différencier la notation spécifique aux produits structurés des notations obligataires classiques en les assortissant de paramètres qui permettent de mieux apprécier les risques liés aux actifs sous-jacents, leur corrélation, ainsi que les incertitudes potentielles en termes de volatilité de la note.

Une meilleure information des investisseurs sur l'exposition aux risques

Les régulateurs doivent favoriser une meilleure information des investisseurs sur l'exposition aux risques et réduire, notamment dans les cas de LBO (*leverage buying out*), l'asymétrie d'information entre les arrangeurs, les actionnaires et les créanciers.

Le développement des LBO, entre 2005 et 2007, a conduit les banques d'investissement à redistribuer les crédits accordés dans le cadre de ces opérations, en particulier à travers des CLO (*collateralised loans obligations*). Il en résulte une dispersion de la dette relative aux opérations de LBO, tant chez les investisseurs traditionnels que dans les *hedge funds*. La crise est susceptible d'affecter ces opérations de restructuration et de conduire à des faillites. La question de l'asymétrie d'information sur ces opérations se pose, notamment, au regard de l'information disponible pour les détenteurs finaux de la dette par rapport aux établissements qui l'ont émise, et des stratégies d'arbitrage qui pourraient en découler.

Améliorer les méthodes de gestion des risques et des conflits d'intérêts

Cette deuxième série de propositions a pour but de garantir l'adoption de pratiques plus fiables par les différents acteurs en charge de l'appréciation des risques et de la préservation des intérêts des investisseurs tout au long du processus de titrisation.

La responsabilisation des acteurs de la titrisation

La responsabilité des acteurs de la chaîne de titrisation doit être renforcée au regard de la qualité des crédits structurés. Les acteurs du processus de titrisation doivent apporter autant de soin à l'évaluation des crédits destinés à être redistribués par le biais de la titrisation que lorsqu'ils les conservent eux-mêmes à leur bilan. Les procédures de contrôle interne et les modalités de rémunération des différents intervenants devront donc être revues de façon à instaurer les systèmes incitatifs et les garde-fous nécessaires à la bonne appréciation des risques tout au long de la chaîne.

En outre, au niveau individuel, le système actuel de rémunération et de bonus, dépendant étroitement de la performance à court terme, ne favorise pas une stratégie prudente de prise de risque. Il serait souhaitable que l'évolution des rémunérations variables individuelles fasse l'objet d'un suivi afin de détecter les situations anormales – ou qui ne seraient pas cohérentes – au regard de la stratégie de maîtrise des risques de l'établissement financier.

L'évaluation des conflits d'intérêts

Les conflits d'intérêts potentiels entre les acteurs de la titrisation doivent être mieux évalués.

Le processus de titrisation a eu pour conséquence de séparer les différentes fonctions liées à l'octroi de crédits et de les répartir entre de multiples intervenants tout au long d'une chaîne où l'établissement qui octroie le prêt primaire transfère immédiatement le risque à d'autres acteurs, jusqu'à l'investisseur final. Il en résulte une diminution de la vigilance dans l'évaluation du risque et une dilution de la responsabilité entre l'originateur, l'arrangeur et le distributeur, accentuée par une recherche active de nouvelles opérations génératrices de commissions de structuration perçues au comptant et considérées comme présentant peu ou pas de risque.

Les acteurs de la chaîne de titrisation sont amenés à assumer plusieurs rôles, ce qui peut les conduire à utiliser des informations qui ne sont pas accessibles aux autres acteurs du marché, notamment celles relatives aux positions sur certaines tranches *mezzanine* dont les investisseurs en tranches *senior* n'ont pas connaissance.

Il importe donc que les pratiques de l'ensemble des acteurs de la titrisation puissent pleinement permettre d'assurer l'intégrité du marché.

La vigilance des autorités de contrôle

Les régulateurs doivent veiller à renforcer les exigences opérationnelles et de fonds propres s'agissant en particulier des transactions sur les produits complexes.

La mise en œuvre de Bâle II doit demeurer en tête des priorités. Les autorités de contrôle doivent s'assurer que l'approche interne des établissements de crédit, en termes de contrôle des risques, ne les conduise pas à sous-estimer le niveau réel de leurs risques afin que le niveau de fonds propres demeure adapté à leur profil de risque spécifique. Par ailleurs, les dispositions de Bâle II relatives aux exigences de fonds propres réglementaires associées aux risques de l'activité de titrisation doivent mieux prendre en compte la fourniture de supports implicites (c'est-à-dire au-delà des engagements contractuels pris par l'établissement), ainsi que l'octroi des lignes de liquidité. Les régulateurs devraient également adopter une définition commune et précise de la notion de transfert significatif du risque dans les opérations de titrisation.

De plus, les régulateurs doivent continuer à travailler à la mise en œuvre du pilier 2 de Bâle II afin de répondre aux enjeux que posent les risques difficiles à quantifier (comme les risques de réputation) et, de manière plus générale, ceux appartenant à la « queue de distribution » des pertes.

Une évaluation interne des risques

Les meilleures pratiques en matière d'investissement et d'évaluation des risques des produits structurés

doivent se diffuser chez les investisseurs et les gérants.

La complexité des produits structurés a conduit beaucoup d'investisseurs à s'en remettre au seul jugement des agences de notation, sans développer en interne les moyens appropriés pour évaluer les composantes et, partant, les risques spécifiques de ces produits. Les gérants d'actifs et de fonds collectifs devront, par conséquent, se doter d'un code de conduite développant des critères d'analyse et une méthodologie qui leur permettent, à l'avenir, de faire des investissements dont le couple rendement/risque soit en cohérence avec leur politique de gestion et leur contrainte de liquidité du passif.

Une réglementation et une gestion du risque de liquidité renforcées

La réglementation relative au risque de liquidité demeure non harmonisée et relativement fruste par comparaison avec celle relative à la solvabilité ou aux risques de marché. Le développement du modèle *originate-to-distribute* nécessite par ailleurs une gestion plus exhaustive du risque de liquidité, incluant la conduite de *stress tests* ainsi que la mise en place de plans de continuité. En effet, ce modèle, reposant largement sur la titrisation, suppose une liquidité suffisante pour les besoins du marché secondaire, en particulier dans le cas de véhicules assurant le refinancement de titres à long terme par des titres à court terme.

Revoir et harmoniser les principes comptables et les méthodes de valorisation

Le troisième axe de réflexion porte sur les questions de valorisation des actifs. En l'absence d'un volume suffisant de transactions sur le marché secondaire, de nombreux intervenants bancaires ou institutionnels n'ont pas pu vendre les instruments détenus, supportant *de facto* l'essentiel du risque de liquidité vis-à-vis de leurs clients déposants ou investisseurs. Les acteurs ont éprouvé en conséquence de sérieuses difficultés pour valoriser régulièrement les instruments détenus et ont dû recourir à des succédanés, notamment sous forme de dérivés sur indice, dont le marché est pourtant lui-même peu profond, ou à des modèles de valorisation dont la robustesse n'avait pas été jusqu'à présent testée.

Une clarification des standards comptables internationaux

Les standards comptables internationaux doivent être clarifiés de façon à promouvoir une évaluation fiable et transparente des instruments financiers.

La crise a souligné l'absence d'harmonisation et de clarté dans le classement des instruments en fonction de la méthode de valorisation mise en œuvre. Les différents niveaux de la hiérarchie des justes valeurs (valeur de marché, modélisation incorporant des paramètres observables – ou non observables – sur le marché), ainsi que les frontières entre ces niveaux, devraient être clarifiés par les normalisateurs comptables afin d'améliorer la communication des acteurs dans ce domaine. D'une manière plus générale, les acteurs doivent s'assurer que leur communication financière est suffisamment complète et fiable afin de donner une image fidèle et compréhensible des engagements à risque et de leur valorisation.

Les normes comptables devraient par ailleurs préciser la méthodologie d'évaluation des actifs illiquides ou peu liquides. À cet égard, les méthodes et les modèles de valorisation – qui doivent faire l'objet d'un processus de validation et de contrôle périodique indépendants au sein des établissements financiers – doivent incorporer l'ensemble des facteurs (risque de liquidité, de modèle, de contrepartie…) nécessaires pour refléter de manière fiable la juste valeur des instruments à la date d'arrêté.

Les standards d'audit devraient être développés afin de promouvoir un cadre clair pour les processus d'audit relatifs aux estimations de juste valeur, notamment ceux relatifs aux instruments financiers illiquides.

Un traitement comptable des engagements de hors-bilan harmonisé au plan international

L'utilisation importante d'entités juridiquement séparées des établissements financiers et non consolidées dans les comptes de ces derniers rend difficile l'analyse comparative de leurs engagements et de leurs expositions réelles aux produits structurés, d'autant plus que les critères de consolidation entre les normes américaines et les standards internationaux ne sont pas identiques. Il convient donc, pour mieux appréhender à l'avenir les évènements qui peuvent conduire à la reconsolidation comptable des actifs, de clarifier au plan international les relations entre une banque et les véhicules qu'elle utilise aux fins de ses opérations de titrisation. En outre, les principes comptables relatifs aux règles de consolidation devraient faire l'objet d'une harmonisation au niveau international, au profit des règles permettant de donner l'image la plus satisfaisante des risques réellement encourus par les établissements financiers.

Renforcer la coopération internationale

Un dispositif international d'enquête contre les abus de marché et la fraude financière

La complexité croissante des montages juridiques et la localisation quasi systématique de structures comptables dans des centres *off shore,* à la suite d'opérations d'arbitrage entre places, rendent nécessaire l'élaboration d'outils plus efficaces de lutte contre les fraudes au plan international, et ce, à court terme.

Un accord serait indispensable pour permettre la création d'équipes internationales d'enquêteurs, capables de travailler conjointement pour le compte de plusieurs autorités dans un cadre plus large que le niveau national, et ainsi accroître l'efficacité et le caractère dissuasif de leurs investigations.

Conclusion

Face à la crise, ni les régulateurs ni l'industrie ne remettent en cause le mécanisme même de la titrisation qui a largement contribué à l'essor de nouvelles formes de financement.

Cependant, celles-ci ne pourront continuer à se développer que sur des bases assainies tant au plan économique, bien sûr, que dans un cadre de régulation internationale rénové. Les organisations mondiales de régulateurs – Comité de Bâle, Organisation internationale des commissions de valeurs – doivent s'engager dans cette voie.

À cet égard, l'Union européenne doit aussi répondre aux recommandations du FSF par des initiatives fortes dans le cadre du marché unique des services financiers. En particulier, la transparence du marché du crédit doit être améliorée afin de corriger les failles qui ont été mises en lumière par cette crise.

Lutter contre l'instabilité financière : pour un *aggiornamento* de la théorie et de la régulation financières

Dominique Plihon

Professeur, Économie financière, université Paris-Nord

Définir les voies d'une sortie de la crise financière en cours implique d'établir un diagnostic sur les causes et la nature de ladite crise. Après en avoir sous-estimé l'ampleur, la plupart des économistes semblent désormais s'accorder pour considérer que cette crise est profonde. Toutefois, il y a des divergences d'appréciation sur sa nature et ses mécanismes. Pour beaucoup d'experts, la cause essentielle vient d'un emballement du système financier causé par le développement non maîtrisé de la titrisation des crédits immobiliers à risque aux États-Unis (Lorenzi, 2008). S'il est vrai que la titrisation – innovation majeure qui a bouleversé le fonctionnement des banques et des marchés – joue un rôle central dans la transmission de la crise, il apparaît néanmoins que cette explication est insuffisante. En réalité, nous sommes en présence d'une crise systémique qui prend ses racines au cœur même du système financier et, plus largement, du capitalisme financier.

L'hypothèse d'une crise systémique a trois fondements.

Premièrement, il s'agit d'une crise idéologique et intellectuelle. Pendant les vingt-cinq dernières années, les autorités et les élites ont été guidées par le fondamentalisme du marché : la croyance que les marchés tendent vers l'équilibre et que les déviations par rapport à ce dernier sont aléatoires. Toutes les innovations, dans le domaine de la gestion des risques, des produits dérivés et des produits structurés sont basées sur cette croyance. Or, celle-ci est remise en cause par la crise en cours, tant dans le monde académique que professionnel [1]. Les innovations sont restées non régulées par les autorités à cause de cette hypothèse fallacieuse selon laquelle les marchés s'autorégulent. En fait, les autorités devraient savoir que les grandes crises (en 1987, 2000, etc.) ont été évitées jusqu'ici du fait de leurs interventions, et non de la capacité des marchés à retrouver eux-mêmes un équilibre. Les autorités et les acteurs financiers, aveuglés par leur fondamentalisme de marché, n'ont pas vu venir la crise en cours. Il serait temps que, dans les salles de marché, comme dans les universités, on admette qu'il existe une autre représentation théorique de la finance, beaucoup plus proche de la réalité, comme le reconnaissent les professionnels les plus éclairés (Soros, 2008). Selon cette approche, les acteurs de marché ne fondent pas leurs décisions sur la connaissance, ce que les économistes appellent les anticipations rationnelles. Les marchés fonctionnent sur la base du mimétisme et des interactions entre des acteurs travaillant en information incomplète et avec une rationalité limitée ; cela peut conduire – en l'absence de régulation appropriée – à des équilibres multiples, ainsi qu'à une évolution chaotique et désordonnée des prix d'actifs.

Deuxièmement, une autre dimension de la crise systémique est la remise en cause du paradigme de la finance moderne. La crise a en effet révélé que la finance contemporaine n'est pas en mesure de remplir ce qui est supposé être sa fonction principale, à savoir l'évaluation et la gestion des risques. La titrisation et les produits dérivés ont transformé les banques en courtiers qui ont transféré une part croissante de leurs risques aux marchés, évolution amplifiée par les nouvelles normes de Bâle II. Sachant qu'elles ne porteraient pas les risques liés à leurs opérations de financement, les banques commerciales ont eu tendance à s'exposer à des prises de risque excessives. Les banques d'investissement en charge de la titrisation se sont mises à mixer des risques de nature différente, créant des produits complexes dont l'enjeu est difficile à évaluer. L'opacité des opérations s'est trouvée renforcée du fait que les produits titrisés sont échangés sur des marchés de gré à gré non régulés. Il faut ajouter à ce tableau les agences de notation qui n'ont pas joué leur rôle, piégées par des conflits d'intérêt, ce qui les a amenées à donner la même note AAA à des bons du Trésor sans risque et à des produits structurés ! La titrisation, innovation phare de la finance moderne, n'a pas pour rôle de faire porter les risques par les agents supposés être les plus aptes à les porter, comme on l'affirme souvent. Elle tend plutôt à accroître le niveau global du risque dans le système financier.

Troisièmement, un élément important de la crise systémique tient dans le fait que toutes les composantes du système financier sont touchées. La crise a démarré sur un segment particulier du marché immobilier – le marché des « *subprimes* » à haut risque – pour se propager aux banques et aux investisseurs, plus particulièrement aux États-Unis et en Europe, en déstabilisant au passage marchés interbancaires et marchés financiers. L'analyse des épisodes d'instabilité financière passés a montré que les crises les plus graves, en termes de coût économique et social, avaient deux caractéristiques (Boyer, Dehove, Plihon, 2004) : d'une part, la fragilisation des banques amenant celles-ci à rationner leur crédit, et, d'autre part, la perturbation conjointe de plusieurs marchés d'actifs (bourse, marchés immobilier et des changes). L'exemple récent le plus clair est celui du Japon secoué par une crise déflationniste, qui a duré une décennie à partir de 1992, à la suite de défaillances bancaires liées à l'éclatement conjoint de bulles spéculatives sur la bourse et le marché de l'immobilier. La crise actuelle présenterait des analogies avec celle du Japon dans les années 1990 : les marchés immobiliers et les bourses, ainsi que les banques, sont au cœur de la tourmente aux États-Unis et en Europe. C'est ce qui amène le Fonds monétaire international (FMI, 2008), par exemple, à craindre une forte récession dans les pays avancés les plus touchés par la crise, avec des effets de transmission dans les pays de la périphérie.

Quelles voies de sortie de crise ?

Partant du constat que cette crise est systémique, au sens où on vient de le définir, des réformes radicales s'imposent ; elles obligeront à la remise en question des croyances basées sur le fondamentalisme de marché. On pourrait commencer par modifier le contenu de l'enseignement de la finance – fondé sur des représentations théoriques fallacieuses – tel qu'il est pratiqué dans la plupart des universités, en particulier celles qui forment les futures élites. Il s'agit d'abandonner le fondamentalisme du marché et d'admettre que, puisqu'ils ne sont pas en mesure de s'autoréguler, les marchés financiers doivent être étroitement régulés par des autorités de tutelle. L'objectif des réformes ne doit pas être uniquement de sortir de la crise en cours, mais aussi de créer les conditions pour réduire la possibilité de crises financières futures profondes et coûteuses.

Ainsi, trois séries de mesures peuvent être envisagées :
- adapter les politiques des banques centrales ;
- renforcer le contrôle prudentiel de l'ensemble du système financier ;
- encadrer les marchés financiers.

Adapter les politiques des banques centrales

Le rôle principal des banques centrales est d'assurer une alimentation adéquate en liquidité des banques, et donc de l'économie. La crise « *subprime* » s'est traduite par une disparition des investisseurs sur les marchés financiers du fait de leur incapacité à gérer leurs risques. Cette incertitude a créé des tensions sur le marché interbancaire, les banques les plus liquides préférant ne pas prêter à celles qui étaient suspectées de porter des risques importants liés aux crédits immobiliers titrisés. Les banques centrales ont été amenées à refinancer en urgence d'une manière récurrente et massive les banques en difficulté afin d'éviter une crise de liquidité.

Il faut que les banques centrales tirent les leçons de cet épisode. Elles ont été contraintes d'intervenir sur le marché monétaire par suite d'une crise sur les marchés d'actifs. En d'autres termes, qu'elles le veuillent ou non, les banques centrales sont désormais directement concernées par la stabilité des marchés financiers, ne serait-ce que pour des raisons d'efficacité de la politique monétaire. Leur rôle ne peut plus se limiter au seul objectif des prix des biens et services, mais doit désormais inclure la stabilisation des prix d'actifs. À la génération des banquiers centraux conservateurs, centrés sur la lutte contre l'inflation, doit succéder une nouvelle génération de banquiers centraux adaptés à la finance globalisée. Cela implique notamment que les politiques des banques centrales d'alimentation en liquidité du marché monétaire soient adaptées. Trois mesures peuvent être proposées (Castel, Plihon, 2008) :

- permettre aux institutions financières non bancaires (banques d'investissement, fonds, véhicules de titrisation) d'accéder aux refinancements des banques centrales pour éviter que leurs difficultés ne se répercutent sur les banques ;
- utiliser de façon plus sélective l'instrument des réserves obligatoires que les banques sont tenues de constituer auprès des banques centrales, en différenciant leur montant selon la composition de leurs actifs, les réserves assises sur les crédits pouvant être moins élevées que celles liées aux opérations de titrisation ou de *trading* ;
- promouvoir une gestion plus fine des refinancements par les banques centrales qui définiraient une enveloppe individuelle de refinancement adaptée aux besoins pour chaque groupe bancaire ; ces modalités de gestion plus individualisées éviteraient à la banque centrale de valider *ex post* des prises de risque « anormales ».

Renforcer le contrôle prudentiel de l'ensemble du système financier

La crise de 2007-2008 a mis en lumière les insuffisances du dispositif prudentiel, en particulier celles des normes du Comité de Bâle. Ces normes sont presque exclusivement consacrées au contrôle microprudentiel des banques individuelles. Or, la crise actuelle montre à l'évidence que les risques d'instabilité financière proviennent de plus en plus des interactions entre les marchés d'actifs et les différentes catégories d'agents financiers. Il convient de mettre en place une supervision macroprudentielle et préventive destinée à stabiliser le système bancaire et financier dans sa dimension globale et macroéconomique, afin de contenir les risques de nature systémique. Cette approche macroprudentielle implique des changements au niveau des autorités de tutelle. Deux avancées seraient nécessaires : la première permettrait d'inclure explicitement des objectifs de stabilité financière dans le mandat des banques centrales (Boyer, Dehove, Plihon, 2004) ; la seconde avancée, de nature institutionnelle, consisterait à confier la fonction de surveillance prudentielle des banques, des assurances et des marchés financiers à une autorité de tutelle unique, sur le modèle de la Financial Services Authority britannique. On est loin de ce schéma en Europe où la supervision prudentielle demeure encore une prérogative nationale. Ainsi, en France, les superviseurs sont encore éclatés par secteurs avec une commission bancaire, une commission des assurances et une autorité des marchés financiers. La proposition de créer un ou plusieurs superviseurs à l'échelle européenne a déjà été discutée (Revue d'économie financière, n° 60).

Par ailleurs, l'une des leçons de la crise actuelle est qu'il est nécessaire d'étendre le périmètre de la supervision prudentielle au-delà des banques commerciales. Ce sont en effet des établissements de crédit immobiliers non bancaires, donc non soumis au contrôle prudentiel, qui ont été à l'origine d'une prise de risque excessive sur le marché de l'immobilier à haut risque américain. La Fed (Réserve fédérale) américaine a été amenée à soutenir des institutions non bancaires pour enrayer la crise. La contrepartie de ce soutien de la banque centrale devrait être logiquement la soumission de ces institutions (fonds ou banques d'investissement) à un contrôle prudentiel de même nature que celui imposé aux banques commerciales, en particulier des normes minimales de fonds propres et de liquidité.

Les banques centrales et les pouvoirs publics ont été amenés à prendre le contrôle de banques défaillantes afin de recapitaliser celles-ci : c'est le cas de Northern Rock au Royaume-Uni et de Bear Sterns aux États-Unis. Plutôt que de chercher à revendre ces établissements à des actionnaires privés, une fois qu'ils auront été renfloués, il serait préférable de les maintenir sous le contrôle public avec l'idée de constituer à terme des pôles bancaires publics, fonctionnant selon une logique autre que celle de la maximisation du ROE (*return on equity*), avec les prises de risque inévitables que cela entraîne. L'expérience passée montre que les économies nationales ont besoin de systèmes bancaires diversifiés comprenant à la fois des acteurs privés, publics et coopératifs. Le rôle des fonds souverains, dont les objectifs sont peu transparents, doit également être posé. Faut-il à tout prix appeler ces derniers à la rescousse pour recapitaliser les banques en difficulté, comme ce fut le cas pour Citigroup ou UBS ?

À court terme, des changements précis pourraient être mis en œuvre afin de limiter les risques de déstabilisation du système financier :

- obliger les banques à conserver une partie des risques qu'elles ont l'intention de céder sur les marchés de titrisation ou de dérivés, ce qui les inciterait à adopter une approche plus rigoureuse des risques ;
- définir des normes prudentielles destinées à limiter la capacité des banques à financer les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les opérations à fort effet de levier (du type LBO, *leverage buy-out*), au cœur de la crise actuelle ;
- remplacer le système actuel de provisionnement *ex post* par un système de provisionnement dynamique *ex ante* de façon à permettre aux banques d'accumuler un matelas de provisions en haut du cycle ; cela leur éviterait de constater l'insuffisance de leurs fonds propres lorsque la conjoncture se dégrade. Cette mesure permettrait d'atténuer la procyclicité des comportements bancaires.

Encadrer les marchés financiers

La crise en cours a montré que certains acteurs et certains produits étaient source d'instabilité potentielle considérable. Ainsi, apparaît-il nécessaire de limiter le développement des marchés de gré à gré où se réalise la plus grande part des produits dérivés et issus de la titrisation. En effet, ces marchés échappent à toute forme de contrôle, sont totalement opaques et source de dysfonctionnements graves en cas de crise, comme ce fut le cas en 2007 et 2008. Il est essentiel que les autorités européennes créent un nouveau cadre réglementaire de manière à interdire les produits structurés dont le risque ne peut être évalué. L'objectif doit être que la plupart des opérations financières puissent être traitées sur des marchés organisés, standardisés et contrôlés par des autorités. C'est à cette condition que seront évités les dérapages tels que ceux qui ont conduit à la crise actuelle.

La question du rôle et du fonctionnement des agences de notation s'est posée à nouveau avec acuité à l'occasion de cette crise. Il est apparu clairement qu'elles ont été dans l'incapacité d'évaluer correctement les risques liés à la titrisation des crédits immobiliers. Cette carence s'explique en partie par les conflits d'intérêt qui traversent ces agences chargées d'évaluer leurs clients et incitées à ne pas tuer la poule aux œufs d'or. Ce problème est renforcé par le quasi-monopole de l'industrie de notation dominé par trois agences dans le monde, Moodys, Standard & Poors et Fitch & Ibca. Les tentatives de régulation, notamment par la loi Sarbanes & Oxley (2002) ont échoué. Une solution alternative doit être trouvée. Elle pourrait être

de confier la fonction de notation aux banques centrales. La Banque de France, par exemple, s'est dotée d'un observatoire des entreprises et d'une centrale des bilans tout à fait en mesure de jouer le rôle d'agence de notation. La solution technique existe donc. Il suffirait d'une décision politique courageuse pour trouver enfin une solution à la défaillance récurrente des agences de notation.

Conclusion : s'attaquer aux racines de la crise

La crise qui se déroule depuis l'été 2007, dont l'issue est encore incertaine, a démontré les failles considérables du système financier qui s'est mis en place au cours des deux dernières décennies. Cette crise, originale à bien des égards, s'inscrit dans un processus d'instabilité financière chronique, caractéristique centrale du capitalisme contemporain, dominé par une finance globalisée et libéralisée. Cette crise révèle les dangers du fondamentalisme de marché qui a amené les autorités et les élites à suivre la doctrine du « laisser-faire » face au développement anarchique des marchés financiers. Un *aggiornamento* de la théorie financière standard, ainsi que de la doctrine des banques centrales et des autorités de supervision prudentielle, devient nécessaire si l'on veut sortir de cette crise et prévenir les crises futures.

Notes

1. On peut citer à ce sujet les commentaires de Martin Wolf, chief economist commentator du Financial Time *:* « Remember March 14, 2008 : it was the day the dream of global free-market capitalism died. For three decades, we have moved towards market driven financial systems. By its decision to rescue Bear Sterns, the Federal Reserve, the institution for monetary policy in the US, chief protagonist of free-market capitalism, declared the era over (…) Deregulation has reached its limits *», March 26, 2008.*

Bibliographie

BOYER, R. ; DEHOVE, M. ; PLIHON, D., « Les crises financières », Rapport pour le CAE, Documentation française, 2004.

CASTEL, M. ; PLIHON, D., « Rudes leçons de la crise financière », *Le Monde*, 1er février, 2008.

FMI, Fonds monétaire international, « Rapport sur la stabilité financière internationale », avril, 2008.

LORENZI, J-H., « Spécial crise financière », *Le Monde*, 21 mars, 2008.

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, « Sécurité et régulation financière », numéro spécial (n° 60).

SOROS, G., « The New Paradigm for Financial Markets : The Credit Crisis of 2008 and What it Means », e-book, PublicAffairs, 2008.

La nécessaire refonte de la gouvernance mondiale

Olivier Pastré

Professeur d'économie, université Paris VIII

« Des mesures d'assouplissement additionnelles pourraient bien s'avérer nécessaires ». *Dès le 11 janvier 2008, Ben Bernanke, le patron de la Fed (Réserve fédérale, la banque centrale américaine), a rompu avec la tradition en annonçant clairement la baisse des taux d'intérêt américains devant le Womens'Club à Washington. Et il a franchi un pas supplémentaire en laissant entendre que la Fed pourrait annoncer une baisse du loyer de l'argent, entre deux réunions de son conseil, initiative que la banque centrale américaine s'était interdite de prendre depuis le 11 septembre 2001. Depuis cette date, la Fed n'a eu de cesse d'injecter de la liquidité et de baisser ses taux pour venir au secours de l'économie américaine, en voie d'anorexie. C'est dire si la Fed est inquiète de la situation économique créée par la crise dite des* « subprimes ». *Mais c'est dire aussi, et surtout, qu'elle est en train de remettre en cause ses modes d'intervention. Et cela constitue une très bonne nouvelle, tant il apparaît nettement que la redéfinition du rôle des institutions, qui sont censées réguler la mondialisation, implique aujourd'hui un enjeu majeur pour les entreprises.*

À ce jour, les banques centrales ont plutôt bien réagi face à la tempête financière. Elles n'ont pas hésité à injecter de la liquidité quand les banques se trouvaient prises à la gorge sur le marché monétaire. Même la Banque centrale européenne (BCE), que l'on croyait psycho-rigide, a, depuis 2007, fourni aux banques tous les « ballons d'oxygène » nécessaires. Et les banques centrales, elles aussi, sont parvenues – une fois n'est pas coutume – à se coordonner.

Ce sang-froid doit être salué. Et en particulier celui de Jean-Claude Trichet que certains croyaient totalement déconnecté de la réalité et qui s'est forgé, en quelques semaines, une réputation de lucidité qui a même fait taire – pour le moment au moins – Nicolas Sarkozy. Mais ce sang-froid ne doit pas faire oublier que les banques centrales, si elles peuvent recevoir l'absolution aujourd'hui, c'est parce qu'elles ont beaucoup péché hier. En ouvrant presque automatiquement et de manière indifférenciée les vannes du crédit lors des crises précédentes – le célèbre « *Greenspan put* » –, elles ont joué un rôle que les économistes qualifient de « procyclique », c'est-à-dire qui amplifie les cycles naturels de la croissance économique, et elles ont fourni le carburant monétaire aux crises suivantes. Il n'est plus question actuellement de réitérer les erreurs du passé car, compte tenu de l'ampleur de la crise actuelle, nous n'en avons plus les

moyens. Les banques centrales doivent donc réagir et désormais respecter ce que nous appellerons la règle des quatre « ***tives*** ».

Elles seront d'abord plus *intui**tives***. Cela veut dire qu'elles devront, pour mesurer les risques inflationnistes, cesser de focaliser leur attention sur les seuls prix à la consommation. Les prix des actifs (mobiliers et immobiliers) devront également être surveillés. Ces actifs sont, en effet, à l'origine d'« effets-richesse » (plus mon patrimoine se valorise, plus, dans l'absolu, je suis incité à consommer) dont l'importance vient d'être une fois de plus démontrée. Surveiller l'inflation, pour mieux la juguler, certes ; mais il faut la surveiller sous toutes ses facettes. Et, pour certains, la valeur de leur patrimoine compte au moins autant que la valeur de leur revenu.

Les banques centrales seront aussi plus *réac**tives***. « *Le Comité [de politique monétaire] doit rester exceptionnellement vigilant et flexible et doit être prêt à agir de façon décisive et opportune.* », a déclaré Ben Bernanke, toujours au Womens'Club le 11 janvier 2008. Il était temps qu'au moins un gouverneur de banque centrale admette qu'il fallait parfois agir vite. Il serait injuste de ne pas reconnaître que, face à la faillite de LTCM (Long Term Capital Management) en 1998, les banques centrales ont su réagir en temps et en heure. Mais cela n'a pas toujours été le cas. Et les banques centrales se sont trop souvent fait prendre au piège de la conjoncture. Rien n'est plus difficile à détecter qu'un retournement de cycle. Mais rien n'est plus dangereux que de ne pas y faire face en temps réel. Les banques centrales vont donc être contraintes de revoir leurs procédures d'alerte et leur « arbre de décision ».

À l'avenir, les banques centrales devraient aussi se montrer plus *restric**tives***. On ne peut pas voguer de crise en crise. On ne peut pas, comme l'a fait Greenspan, répondre presque automatiquement à toute défaillance du système par une injection massive de liquidité. Une fois le premier mouvement de panique enrayé, il faut reprendre son calme et mesurer les conséquences de ses actes. À quoi conduirait une injection supplémentaire de liquidité aujourd'hui ? À relancer l'investissement ? Sûrement pas. À renforcer les fonds propres des entreprises ? *Que nenni.* À maîtriser l'inflation ? Encore moins. Cela conduirait très vraisemblablement à recréer les conditions, sur tel ou tel « nouveau marché », d'une nouvelle envolée des prix. En passant en plus, aujourd'hui, par la case « inflation ». Messieurs les Gouverneurs, il est temps d'apprendre la vertu de la tempérance et de revisiter, sous cet éclairage, les bons vieux concepts comme ceux de réserves obligatoires ou de coefficients de capital qui permettent, mieux que tous autres, de doser la capacité des banques à faire n'importe quoi.

Enfin, dernière vertu à redécouvrir par les banques centrales : celles-ci devraient être plus *sélec**tives***. Leurs interventions sont trop globales, trop indifférenciées. La machine à créer de la liquidité est actuellement à la portée de tout un chacun. Sans discernement. Il y en a pour tout le monde. À l'aveugle. Cela ne peut pas durer. Pour deux raisons au moins. D'abord parce que l'incompétence, l'inconséquence, l'irresponsabilité et, pire, le cynisme nécessitent d'être réprimés. À des degrés divers, en fonction de la gravité de la peine. On ne peut pas indéfiniment absoudre ceux par qui le mal a été fait. Mais, plus généralement parce que malgré notre scepticisme vis-à-vis de la régulation économique actuelle, nous croyons fondamentalement à l'efficacité potentielle – ce qui ne veut pas dire, nous le verrons, absolue – de la politique monétaire. Il existait, au cours des Trente Glorieuses, des instruments permettant de graduer l'impact de la politique monétaire sur tel ou tel secteur d'activité. L'économie de marché a désormais démontré sa supériorité sur toute autre forme d'organisation économique connue à ce jour. Ne serait-il pas temps d'introduire un peu de subtilité dans ce mode de régulation ?

Tels pourraient être les quatre « points cardinaux » à venir de la boussole des banques centrales. Mais sachons reconnaître que celles-ci ne sont pas toutes égales face au jugement de Dieu et des hommes. Reste ainsi le cas particulier de la BCE. Les quatre règles que nous venons d'énoncer s'appliquent, bien sûr, aussi pour elle. Mais elle souffre d'un handicap de départ, dont il faut tenir compte. Comme les cabinets d'audit et les banques d'affaires en plein cœur du scandale Enron, elle est soumise à un grave dilemme, pudiquement désigné sous le vocable de

« conflits d'intérêts ». Elle doit, en effet, injecter des liquidités pour ne pas désespérer le Billancourt bancaire, d'une part, enrayer l'irrépressible montée de l'euro et lutter contre l'inflation, sa mission première, d'autre part. Cela revient à injecter le venin et à soigner le malade en même temps.

Face à ce conflit d'objectifs, il ne sert à rien de gesticuler devant les médias. La seule solution passe dans ce domaine par la modification des statuts de la BCE afin d'intégrer au cœur de la politique de celle-ci la croissance européenne. Cela prendra du temps et nécessitera de vaincre de nombreuses réticences. Mais l'Europe, si elle veut éviter la récession, a le choix entre cette solution et… cette solution. Cela réduit considérablement le spectre des hésitations.

Cependant, réformer les modalités d'intervention des banques centrales ne suffit pas. Car la politique monétaire ne peut pas tout. Pour lutter contre une crise de liquidité, les banques centrales disposent de moyens, pour peu qu'elles veuillent s'en servir. Mais pour lutter contre une véritable crise de solvabilité, c'est une autre affaire. La question d'une relance budgétaire à l'échelle mondiale se retrouve dès lors posée. C'est ce que préconise le nouveau patron du Fonds monétaire international (FMI), Dominique Strauss Kahn. Depuis quelques mois, les plans Marshall sont à nouveau à la mode en France (même pour les banlieues…). À l'échelle planétaire, cela paraît plus contestable. D'abord parce qu'il faut financer un tel plan. Et, ensuite, parce que ce qui semble possible pour les pays émergents, compte tenu de leurs réserves de change et de leur retard en matière d'infrastructures, risque de conduire dans les pays développés à plus de déficit public et plus de déficit commercial. Il faut donc y réfléchir à deux fois avant de s'engouffrer dans cette voie. La question n'en reste pas moins posée ; ce qui constitue à ce stade une incontestable nouveauté.

Par contre, en attendant de statuer sur ce point, il reste à très court terme de multiples réformes à accomplir qui ne souffrent aucune hésitation et aucun délai. C'est l'ensemble de la planète financière qu'il faut ainsi réformer. Rien de moins. Il est dans ce domaine trois priorités absolues. En fait, dans un monde parfait, il serait une quatrième priorité qui s'imposerait d'elle-même. Celle-ci consiste en la réouverture de certains chantiers de réformes clos trop rapidement. Cela concerne, en premier lieu, la réfaction progressive de certains marchés financiers de « gré à gré » (qui mettent face à face un seul vendeur et un seul acheteur), tels les marchés d'options ou de « *futures* » – sur lesquels opéraient Jérôme Kerviel et, avant lui, Nick Leeson – au profit des marchés « organisés », comme par exemple Nyse-Euronext en matière boursière. Les marchés centralisés offrent en effet la garantie d'une meilleure centralisation de l'information et donc d'une plus grande transparence. Dans le même ordre d'idées, la normalisation des produits de titrisation faciliterait grandement le contrôle de ceux-ci. Enfin, toujours dans le même registre, l'introduction de « grains de sable » dans la mécanique parfois trop bien huilée de la mondialisation financière, en permettant d'amortir les à-coups trop brutaux, irait, elle aussi, dans le sens d'une plus grande efficacité et mérite donc réflexion. Il n'est pas question de revenir sur la taxe Tobin qui, mal défendue, s'est discréditée d'elle-même. Mais l'objectif de réduction des « emballées » financières reste, lui, parfaitement d'actualité. Et, dans ce domaine, la généralisation de ratios de capital liés au risque pris par l'ensemble des agents financiers (et pas seulement les banques) semble une piste qu'il est indispensable d'explorer.

Ces pistes de réforme se heurtent toutefois, aujourd'hui, à trop d'intérêts particuliers pour pouvoir être mises en œuvre dans les délais que nous impose la crise. Soyons donc, dans l'immédiat, moins ambitieux et moins idéalistes. Et commençons par accélérer la mise en place d'une supervision bancaire européenne. Cette réforme, pourtant simple sur le principe, s'est toujours heurtée à des « querelles de clocher » entre régulateurs nationaux au sein de l'Europe des 15 et, *a fortiori*, des 27. Face à l'ampleur de la crise actuelle, il est temps de mettre un terme à ces « guéguerres » d'un autre âge. Si l'on ne veut pas que les errements de certaines banques puissent passer au travers des mailles des filets des régulateurs européens, il faut se doter d'une instance supranationale, quitte à le faire progressivement et en laissant

aux instances nationales un droit de première alerte, limité dans le temps. Cette réforme peut paraître technique, voire technocratique. Elle n'en est pas moins essentielle si l'on veut que les « vaches – bancaires européennes – soient bien gardées ». Et pour qu'elles soient bien gardées peut-être faut-il aussi les inciter à garder un peu de risque dans leurs bilans ? Qui sait.

Plus généralement, il faut que les autorités de régulation de l'activité bancaire renoncent à lâcher la proie pour l'ombre. Au lieu de se focaliser sur les seuls fonds propres des banques (qui ne sont qu'un résultat), elles doivent donner une priorité absolue aux causes des faillites bancaires, c'est-à-dire aux risques, comme le suggère depuis plusieurs années Tommaso Padoa-Schioppa, actuel ministre de l'Économie et des Finances italien. Afin d'éviter ainsi que les opérateurs les plus régulés soient, par mystique de formalisme… les moins réglementés. Et cela en renforçant la coopération internationale entre superviseurs afin d'éviter qu'aux « paradis fiscaux » s'ajoutent des « paradis prudentiels ».

À l'étage au-dessus, il faut savoir reconnaître que le G7 ne sert plus à rien aujourd'hui. D'abord parce qu'il n'intègre pas les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) qui doivent impérativement participer de manière active à la nouvelle régulation financière mondiale, dont ils constituent un maillon-clé. Et, ensuite, parce qu'il n'est plus – cela étant en partie lié à ceci – capable que de délivrer de l'« eau tiède » en matière de régulation, comme en témoigne avec éclat la dernière réunion à Tokyo, le 10 février 2008, au cours de laquelle les grands argentiers de ce monde ne sont parvenus à se mettre d'accord que sur un seul point : la nécessité d'une plus grande transparence de la part des banques. Vœux pieux et, pire, vœux pieux inadapté en cette période où les « effets d'annonce » de la part des banques doivent être gérés avec une extrême prudence.

Toujours au même étage, une réforme du FMI s'impose d'elle-même. La gouvernance et les missions de ce « gendarme financier de la planète » doivent être révisées de fond en comble. En matière de gouvernance, est-il encore acceptable que les BRIC, qui représentent aujourd'hui 14 % du PIB mondial et 42 % de la population de la planète, soient marginalisés sur un strapontin dans les instances de décision de cet organisme ? Nous ne le pensons pas. Quant aux missions, il est clair que l'aide aux pays endettés, mission initiale du FMI, ne concerne aujourd'hui que… la France et les États-Unis ! À cette mission doit donc se substituer celle de la coordination des politiques monétaires (voire budgétaires). Compte tenu des disparités de points de vue entre pays sur ce thème, la tâche incontournable qui attend Dominique Strauss Kahn, nouveau patron du FMI, n'est pas des plus faciles.

Enfin, encore à l'étage au-dessus, les normes comptables et prudentielles doivent être revisitées à la lumière de la crise actuelle. Les normes IFRS et Bâle II jouent toutes deux, avec la notation, un rôle procyclique d'accentuation (et non de lissage comme elles le devraient) des à-coups économiques. « *[Ces normes] portent en germe l'instabilité des bilans, voire des dangers systémiques* » déclarait récemment Claude Bébéar, ancien patron d'Axa et fervent défenseur de l'économie de marché. Dans le cas des normes comptables (IFRS), qui s'appliquent aux 7 000 entreprises européennes cotées, on en arrive à une situation où les dirigeants d'entreprises parlent de résultats « virtuels » et où, dans certains cas, la dégradation de la note financière d'une entreprise se traduit mécaniquement, pour elle, par un profit. Quant aux normes prudentielles (Bâle II), celles-ci offrent une prime aux crédits « *subprimes* » et pénalisent le capital-risque. On marche sur la tête. Il n'est bien évidemment pas question de remettre en cause le principe même de ces normes qui sont globalement saines, mais simplement d'accepter les leçons que nous donne la réalité économique. En économie de marché, le pragmatisme n'a jamais nuit. Encore faut-il le reconnaître.

Quatre pistes pour éviter la prochaine crise financière

Christian Chavagneux

Rédacteur en chef adjoint, Alternatives économiques

Rédacteur en chef, L'Économie politique

« Les contrats de gré à gré de produits dérivés lient ensemble les institutions dans un réseau de risques de crédits opaques, dont la taille et les caractéristiques peuvent changer rapidement et dont on peut dire qu'il n'est pas compris avec un grand degré de précision, y compris par les intervenants sur les marchés eux-mêmes. » *(Garry J. Schinasi, 2006).*

À l'aune de la crise des « subprimes *», cette analyse de l'un des experts financiers du Fonds monétaire international (FMI) apparaît particulièrement prémonitoire. Tout au long de son livre d'analyse de l'instabilité financière, Schinasi fait valoir combien les développements de la finance contemporaine se sont traduits par un recul de la transparence des transactions et une opacification de la façon de prendre des risques, aussi bien aux yeux des acteurs publics qu'aux yeux des acteurs privés. Aujourd'hui que la démonstration empirique de ce principe général est faite, quelles sont les réponses proposées pour tenter d'y remédier ? Quatre grandes pistes semblent pouvoir être distinguées. La première privilégie la réflexion sur le contenu de la politique monétaire. Les trois autres reconnaissent une dimension proprement financière aux dérapages récents et proposent des interventions régulatrices d'intensité différente.*

Une meilleure politique monétaire

La première piste de réflexion place la qualité de la politique monétaire au centre du débat. Comme l'a montré le rapport annuel 2006 de la Banque des règlements internationaux (BRI), sur les trente dernières années, la part des salaires dans la valeur ajoutée des dix premières économies mondiales a été fortement orientée à la baisse, notamment aux États-Unis. Le maintien d'un niveau élevé de consommation n'a donc été possible que par une montée d'un endettement des ménages, d'autant plus soutenue que la banque centrale américaine adoptait une politique durablement accommodante et que l'abondance de liquidités mondiale maintenait les taux d'intérêt à long terme à un niveau bas.

Cette faiblesse du niveau des taux a eu, selon Malcolm D. Knight (2008), le directeur général de la BRI, plusieurs effets négatifs : une recherche excessive de rendements par les investisseurs financiers et donc de prises de risques en s'appuyant sur un fort levier, et

la montée de bulles d'actifs boursiers, au moment de la nouvelle économie, puis immobiliers.

Une politique monétaire trop longtemps relâchée apparaît ainsi à l'origine d'un excès d'endettement servant d'accélérateur financier à la montée de bulles, d'où le débat initié en mars/avril dernier quant à la responsabilité d'Alan Greenspan dans la crise actuelle. Celui-ci avait expliqué dès 2002 comment une banque centrale se devait de réagir en cas de montée forte et continue des prix d'actifs : ne rien faire. Un principe de non-intervention justifié par le fait que, d'une part, un banquier central ne peut jamais savoir vraiment quand il y a une bulle spéculative ou pas et que, d'autre part, quand une bulle se produit, la faire désenfler réclame de monter les taux d'intérêt à un niveau tellement élevé qu'il est susceptible de tuer l'ensemble de l'économie. Mieux vaut donc attendre que la bulle éclate toute seule. À ce moment-là, si cela crée un peu de panique financière, il suffit que la banque centrale baisse fortement les taux d'intérêt et augmente la liquidité en circulation pour rétablir la confiance. « *Même avec toute l'autorité possible pour intervenir, il n'est pas crédible de penser que les régulateurs auraient pu prévenir la débâcle des* subprimes », réaffirme Greenspan dans le *Financial Times* le 7 avril dernier.

Si l'ancien dirigeant de la Fed (*Federal Reserve System*), la banque centrale des États-Unis, n'est pas responsable de la profusion de liquidité mondiale créée par les banques centrales asiatiques, son raisonnement a été mis doublement en défaut. D'une part, la gestion de la panique a réclamé beaucoup plus qu'une baisse des taux et une injection traditionnelle de liquidité. D'autre part, dans un article présentant les aspects prévisibles et non prévisibles de la débâcle, Malcolm D. Knight (2008) explique que « *les signes d'un* underpricing *du risque n'étaient pas difficiles à détecter* », de même que « *le fonctionnement du système dépendait de manière critique de la liquidité* » et que « *l'association plus forte entre les banques et les autres intervenants sur le marché financier* » était une évidence. Si ces trois points d'ancrage de la crise apparaissaient si clairs à la BRI, le défaut d'intervention de la banque centrale américaine se révèle bien comme une faille de régulation (Brender, 2008) et atteste du besoin d'un régulateur de qualité – aux États-Unis et ailleurs – comme d'une condition essentielle à la prévention de futures crises.

Surtout ne rien faire

Quant à la deuxième piste, elle suit la logique d'Alan Greenspan selon laquelle toute tentative d'interventions régulatrices, à l'exception de celles pour gérer la crise et sauver les établissements en difficulté, est vouée à l'échec.

Il y aurait deux raisons à cela :
- la première est que les innovations financières qui ont porté la crise – produits dérivés, titrisation, produits structurés – sont saines par essence mais auraient été victimes d'excès, de déviances, par des acteurs irresponsables, des moutons noirs d'une finance contemporaine qui, par ailleurs, fonctionne parfaitement (Lorenzi, 2008 ; Schiller, 2008 ; Simon, 2008) ;
- la seconde tient à l'incapacité, même pour le régulateur de bonne volonté, d'intervenir à bon escient.

Il revient alors aux acteurs privés de se discipliner pour éviter toute nouvelle crise (Joint Forum, 2008), par exemple par la mise en place d'un code de bonne conduite souscrit sur une base volontaire (Institute of international finance, 2008).

Parmi les analystes qui reconnaissent une dimension proprement financière à la crise, cette position est minoritaire. Tout d'abord, elle est démentie par les faits. Entre 1971 et 2008, l'économie mondiale a connu pas moins de vingt-quatre crises financières d'importance soit, en moyenne, une toutes les années et demie. Si l'on s'en tient aux travaux de Michaël Bordo et alii (2001) sur la fréquence des crises de change, bancaires, jumelles, et que l'on y ajoute les crises boursières, la période contemporaine apparaît marquée par un degré d'instabilité financière au moins égal – et plus vraisemblablement supérieur – à celui de l'entre-deux-guerres (Plihon, 2008). Il y a donc bien un problème particulier avec la finance contemporaine dont la crise des « *subprimes* » n'est

que le dernier avatar. Ensuite, Charles Kindleberger (1989) a bien montré que si les comportements déviants se retrouvent fréquemment dans la finance, ils sont généralement le signe de périodes d'euphorie financière marquées par une spéculation déstabilisatrice.

De plus, les enquêtes récentes des superviseurs soulignent combien la confiance dans les capacités autorégulatrices des acteurs privés est mal placée. Le Senior Supervisors Group (2008) a enquêté à l'automne 2007, soit après le déclenchement de la crise, dans les onze plus grands et plus sophistiqués établissements financiers de la planète pour apprécier leur gestion du risque. Son rapport est accablant pour les partisans de l'autorégulation. Les meilleurs établissements ont repéré la source de problèmes potentiels, qui s'avèreront réels, dès l'été 2006, soit un an avant la crise. Ils ont procédé à des études rigoureuses des valorisations d'actifs et à un contrôle serré de leur bilan, du hors-bilan et de leur capital. Ils ont conduit leurs propres évaluations des risques, quantitatifs et qualitatifs, en dynamique, afin d'intégrer tout nouveau paramètre, et sans faire confiance aux agences de notation dont les avis leur paraissaient sous-estimer les risques.

Malheureusement, ces comportements vertueux, sophistiqués, et à la hauteur du suivi des impacts des innovations financières, ont été extrêmement minoritaires. Quand le rapport se penche plus spécifiquement sur la façon dont certains grands établissements ont géré CDO (*Collateralized debt obligations*) et SIV (*Structured Investement Vehicles*), le commentaire se fait encore moins diplomatique et laisse le sentiment que, traduits en vocabulaire courant, les comportements de risques observés ont évolué entre cupidité et irresponsabilité. Les grandes banques internationales ont d'ailleurs elles-mêmes reconnu combien nombre d'entre elles avaient fait preuve d'un grand degré d'amateurisme – mauvaise appréciation des risques, incompréhension des produits financiers utilisés, incompétence des conseils d'administration, etc. – (Institute of international finance, 2008). Pour toutes ces raisons, deux autres pistes, plus interventionnistes, sont également dans le débat.

Améliorer la régulation actuelle

La crise a fait apparaître l'insuffisance des politiques prudentielles actuelles. Avant même d'entrer complètement en scène, Bâle II apparaît déjà discrédité. Comme le souligne le directeur général de la BRI (Knight, 2008) : « *Le niveau élevé de capitalisation du système bancaire avant la crise était une source de fierté et de réconfort aussi bien pour les acteurs du marché que pour les* policymakers. *Et pourtant, les efforts importants engagés en ce moment par les banques pour renforcer leur base capitalistique montrent que les matelas de capitaux sont considérés trop minces au regard des risques perçus.* » : un constat partagé par l'ensemble des superviseurs (Senior Supervisors Group, 2008 ; Forum de stabilité financière, 2008).

Face à cette situation, trois voies sont proposées.

La première consiste à demander plus de transparence aux établissements financiers. Puisque les produits structurés au cœur de la crise ont été source d'opacité, il suffit de les mettre en lumière pour en éviter les effets néfastes. C'est oublier que ce qui a fait la fortune – si l'on peut dire – de ce genre d'instruments financiers, c'est précisément qu'ils sont complexes et opaques tant sur le plan des risques pris que sur le plan fiscal. Attendre des établissements financiers qu'ils signalent qu'ils sont en train de prendre trop de risques, c'est comme attendre d'un fraudeur fiscal qu'il déclare ses revenus. On peut attendre longtemps.

La seconde voie réclame de la part des acteurs privés une meilleure préparation aux évènements extrêmes que les modèles traditionnels de *value at risk* ont le plus grand mal à prendre en compte. Il s'agirait, par exemple, de renforcer les *stress tests* pour permettre de mieux apprécier les risques et anticiper les sorties de route. Si une telle évolution paraît souhaitable, elle semble malheureusement, au moins jusqu'à présent, difficilement mise en pratique. Dans son enquête, le Senior Supervisors Group met en évidence toute la difficulté des contrôleurs internes à

« *persuader le* management senior *et des* business lines *de développer et de prêter une attention suffisante aux résultats de scénarios de stress faisant l'hypothèse de larges mouvements de prix* ».

Puisqu'on n'empêchera jamais les financiers de prendre trop de risques, concluent les partisans d'une troisième proposition, essayons de rendre ces risques plus coûteux. Pour un couple rendement/risque donné, une opération qui ne saurait supporter un coût en capital standard est sûrement trop risquée. Une façon d'accroître le coût du risque est de refuser aux banques une titrisation complète de leurs actifs risqués et de les forcer à en conserver toujours une partie au bilan. Une autre façon est de réduire les transactions de gré à gré aux marchés qui ont fait leurs preuves en la matière et d'obliger à une standardisation *a priori* des contrats liés aux innovations financières, actuelles et à naître, tout ce qui n'est pas autorisé étant interdit. Une autre façon encore est d'ajouter une dimension macroprudentielle aux politiques actuelles en imposant aux banques, et aux autres établissements concernés, un provisionnement accentué durant les périodes grasses afin d'échapper au risque de procyclicité des politiques prudentielles. Le Forum de stabilité financière (2008) a ainsi décliné dans le détail toutes les pistes qui pourraient contribuer, par un renforcement de la régulation publique et des contraintes en capital, à réduire les prises de risques excessives par les grands acteurs financiers privés. Il a été suivi dans cette voie ferme à la mi-avril dernier par le Comité de Bâle.

Un *New Deal* financier

Tout cela va dans le bon sens mais, comme les meilleures lois n'empêcheront jamais d'être assurés que les détenteurs d'armes ne les utiliseront pas pour tuer des innocents, le seul remède de long terme est de réduire, voire d'interdire dans certains cas, les ventes d'armes. Puisque les meilleurs politiques prudentielles ne pourront jamais nous assurer que les établissements financiers ne prendront pas trop de risques avec crises financières, économiques et sociales à la clé, la seule façon d'intervenir est de réduire les mouvements de capitaux, en particulier au niveau international, afin de circonscrire l'espace des crises.

Le fait même que ce type de propositions soit dans le débat montre une évolution récente des mentalités. Aucun homme politique, économiste ou commentateur « avisé » et « sensé », n'aurait pu mettre ce genre de propositions sur la table, il y a quelques années, sans être immédiatement marginalisé. Les temps ont changé. En France, c'est l'ancien premier ministre Édouard Balladur qui a été le plus loin en déclarant : « *S'il existe des opérations de marché qu'on ne peut bien contrôler, les banques doivent-elles être autorisées à les poursuivre au risque de déstabiliser tout le système financier ?* » Dans la même veine, Martin Wolf, l'éditorialiste économique vedette du *Financial Times* répond à ceux qui craignent une surréaction de volonté régulatrice de la Finance que « *oui, le danger d'une surrégulation est réel, mais comme celui de ne rien faire du tout […] les régulateurs devront adopter une attitude plus sévère qu'ils ne l'ont fait jusqu'à présent* ». Même les économistes libéraux français deviennent des partisans d'une re-régulation financière, à l'image de Christian Stoffaës (2008) diagnostiquant une « *crise de l'industrie bancaire, de sa structure et de sa régulation ; pas un simple retournement de marché* » avant de conclure que « *l'ère de la dérégulation est terminée* » et que « *les mesures pour éviter que la crise ne se répète sont de l'ordre du législateur et du régulateur* ».

Du côté universitaire, Dani Rodrik a appelé publiquement à siffler la fin de partie de la mondialisation financière (2008). Une position qui renvoie à une étude plus détaillée dans laquelle il montre, pas à pas, que les bénéfices traditionnellement attribués à la liberté des capitaux sont illusoires (Rodrik et Subramanian, 2008). Et Michel Aglietta (2008) suggère une longue liste de réformes souhaitables, allant d'un encadrement de la titrisation à la régulation des places offshore en passant par des mesures d'accroissement du coût du risque et une nationalisation des agences de notation qui établit un vaste programme de réorganisation de la finance.

Une position qui trouve un écho dans la montée d'un début de protectionnisme financier à l'encontre

des investissements internationaux, pas uniquement lié à l'activisme récent des fonds souverains : selon les donnés de la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (Cnuced), la part des changements de réglementations nationales des investissements internationaux allant dans le sens d'un plus grand protectionnisme est passée de 4,9 % en 2002 à 20,1 % en 2006. Une évolution qui n'est que l'un des signes d'une remise en cause plus générale du libéralisme comme modèle intellectuel de référence et d'un retour en force des politiques publiques dans l'économie, en particulier dans le souci de mieux réguler les effets de la mondialisation (Chavagneux, 2008) ; un souci que semble partager le président des États-Unis lorsqu'il déclare que « *dans le chemin qui nous fait avancer vers la création d'emplois, nous avons besoin de deux garde-fous pour éviter le retour des problèmes passés : nous devons mettre en place une stricte surveillance des banques, de la distribution des crédits et des investissements ; nous devons mettre fin à la possibilité de spéculer avec l'argent des autres…* » : mais, c'était Franklin D. Roosevelt, en mars 1933, un président confronté à la gestion des conséquences de la débâcle financière de 1929.

Bibliographie

AGLIETTA M., « La crise du credit structure et la réformes de la régulation prudentielle », in La crise financière, causes, effets et réformes nécessaires, Les Cahiers-Le Cercle des économistes, éd. PUF et Descartes & Cie, 2008.

BORDO, M. ; EICHENGREEN, B. ; KLINGEBIEL, D. ; MARTINEZ-PERIA, M. S., « Is the Crisis Problem Growing More Severe ? », *Economic Policy : A European Forum*, n° 32, avril, 2001, pp. 53-82.

BRENDER, A., « La finance fonctionne sans force de rappel », *Alternatives économiques* - La Finance : Hors-Série, n° 75, 1er trimestre, 2008.

CHAVAGNEUX, C., « Du petit protectionnisme financier à la grande remise en cause du libéralisme », *Chroniques de la gouvernance 2008*, Institut de recherche et débat sur la gouvernance, 2008.

FORUM DE STABILITÉ FINANCIÈRE, « Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience », avril, 2008.

INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE, « Interim report of the IIF committee on market best practices », avril, 2008.

JOINT FORUM, *Credit risk transfer - developments from 2005 to 2007*, Banque des règlements internationaux (BRI), 2008.

KINDLEBERGER, Ch., *Mania, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, 1989 ; *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éditions PAU, 1994.

KNIGHT, Malcolm, D., *Now you see it, now you don't ; the nature of risk and the current financial turmoil,* BRI, 26 février, 2008.

LORENZI, J.-H., « Est-il encore temps d'éviter la dépression mondiale ? », *Le Monde*, 21 mars, 2008.

PLIHON, D., « Une perspective historique des crises financières », Conseil d'analyse stratégique, www.rdv-mondialisation.fr, 2008.

RODRIK, D., « We must curb international flows of capital », *Financial Times*, 25 février, 2008.

RODRIK, D. ; SUBRAMANIAN, A., « Why did financial globalization disappoint ? », mars, 2008. http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Why_Did_FG_Disappoint_March_24_2008.pdf.

SENIOR SUPERVISORS GROUP, *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, 6 mars, 2008.

SCHNINASI, Garry, J., *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund : Fonds monétaire international (FMI), 2006.

SCHILLER, R. J., « Has financial innovation been discredited ? », *Project syndicate*, mars, 2008.

SIMON, Y., « Les *hedge funds*, la titrisation et la crise de l'été 2007 », in *Hedge Funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, dirigé par Bertrand Jacquillat, Les Cahiers du cercle des économistes, éd. PUF et Descartes & Cie., 2008.

STOFFAES C., « Glass-Steagall : chasse au sorcière et régulation bancaire », in La crise financière, causes, effets et réformes nécessaires, Les Cahiers-Le Cercle des économistes, éd. PUF et Descartes & Cie, 2008.

Quelle peut être la réponse européenne face à la crise financière ?

Jean-François Jamet

Consultant auprès de la Banque mondiale

Confrontée aux effets de la crise financière sur ses marchés financiers, son secteur bancaire et son économie, l'Europe ne peut rester inactive. La Banque centrale européenne (BCE) est déjà intervenue plusieurs fois pour calmer les tensions sur le marché interbancaire et pourrait être amenée à le faire de nouveau, voire à baisser ses taux d'intérêt si les pressions inflationnistes venaient à se relâcher. La possibilité d'une utilisation des ressources publiques pour soutenir l'activité et recapitaliser les établissements proches de la faillite est envisageable dans les pays les plus exposés qui disposent des marges de manœuvre budgétaire nécessaires. Au niveau communautaire, les leçons de la crise doivent également être tirées :

- *en assurant la transparence des engagements des banques et de leur exposition aux risques liés à la titrisation ;*
- *en structurant mieux les marchés dérivés ;*
- *en modifiant les règles applicables aux agences de notation ;*
- *en renforçant la supervision bancaire au niveau communautaire, en particulier pour les établissements opérant dans plusieurs États membres de l'Union européenne (UE).*

L'Europe n'est pas épargnée par la crise financière venue des États-Unis : ses banques ont enregistré des pertes importantes à la faveur de la titrisation des créances hypothécaires à risque ; certaines ont été sauvées de la faillite par l'intervention publique (Northern Rock au Royaume-Uni, Sachsen LB et IKB en Allemagne) ; les indices boursiers ont chuté ; certains États membres sont confrontés au retournement de leur marché immobilier et la croissance devrait ralentir pour n'atteindre que 1,9 % dans la zone euro et 2,1 % dans l'UE en 2008 (contre respectivement 2,6 et 2,9 % en 2007). Face à cette situation, les institutions de l'UE ne sont pas restées inactives. La BCE est intervenue dès l'été 2007 pour éviter une crise de liquidité et a travaillé en coopération avec la Réserve fédérale américaine (Fed). La Commission et les États membres ont, quant à eux, annoncé en diverses occasions leur intention de tirer rapidement les leçons de la crise financière. Ils ont pour cela défini une feuille de route lors du Conseil Écofin (Conseil pour les affaires économiques et financières) du 13 novembre 2007 qui identifie quatre objectifs :

- améliorer la transparence du marché (notamment l'information sur les dettes titrisées) ;
- renforcer les normes d'évaluation pour les actifs non

liquides et les instruments financiers complexes ;
- faire évoluer le cadre prudentiel du secteur bancaire ;
- mieux encadrer le rôle des agences de notation.

Ces questions ont fait l'objet d'un premier examen lors de la réunion informelle du Conseil Écofin les 4 et 5 avril 2008. Nous présentons ici les éléments qui permettraient à l'Europe d'apporter une réponse cohérente et efficace à la crise actuelle.

Répondre aux risques macroéconomiques

Le rôle de la BCE

La BCE a rassuré les marchés en faisant la preuve qu'elle savait jouer son rôle de prêteur en dernier ressort et en établissant une coopération efficace avec la Fed. L'incertitude sur l'ampleur des pertes associées aux engagements directs et indirects des banques sur le marché des « *subprimes* » avait en effet engendré un mouvement de défiance entre les banques elles-mêmes, devenues très réticentes à se consentir des prêts. Face au risque d'une crise de liquidité sur le marché interbancaire, la BCE a ainsi dû intervenir en août 2007, puis en décembre de la même année, sous la forme de prêts à très court terme. Ces interventions ont été relativement efficaces : le *spread* entre les taux à trois mois et les taux au jour le jour sur le marché interbancaire est revenu à des niveaux raisonnables en février 2008, soit 0,33 points de pourcentage, au lieu d'un point de pourcentage à son maximum en décembre 2007. Les marchés interbancaires restent cependant sujets à des regains de tension et il n'est pas exclu que de nouvelles interventions s'avèrent nécessaires.

Néanmoins, la BCE – qui laisse ses taux inchangés à 4 % – doit-elle faire plus en imitant la Fed qui a réduit ses taux d'intérêt de 5,75 % en juillet 2007 à 2,25 % en mars 2008 ? Cette divergence des politiques monétaires a fait naître des critiques des deux côtés, les uns accusant la Fed de réagir avec précipitation, les autres regrettant l'indifférence de la BCE aux risques pesant sur l'activité et le taux de change. De fait, la situation économique de la zone euro est moins préoccupante que celle des États-Unis : le risque est celui d'un ralentissement prononcé, non d'une récession, et la zone euro ne fait pas pour l'instant face à une crise immobilière [1]. En outre, la stabilité des prix reste l'objectif principal de la BCE. Dans un contexte où l'inflation a atteint 3,3 % en rythme annuel en février, son comité de politique monétaire reste légitimement prudent, d'autant que les prix de l'énergie et des matières premières restent à des niveaux très élevés et que les revendications salariales ont augmenté en Europe sans que la productivité n'ait accéléré significativement. La stabilité des taux d'intérêt directeurs de la BCE (qui implique une réduction des taux d'intérêt réels du fait de l'accélération de l'inflation) semble donc une réponse adaptée compte tenu de la voie étroite laissée à la politique monétaire. Si les pressions inflationnistes se relâchaient au cours du deuxième ou du troisième trimestre 2008, la BCE pourrait alors diminuer progressivement ses taux pour limiter les risques de contraction du crédit et de transmission de la crise financière à l'économie réelle.

À plus long terme, la BCE devrait également tirer les enseignements des erreurs commises par la Fed dans la période qui a précédé la crise. En effet, la Fed a favorisé l'expansion du crédit et la création de la bulle immobilière en prolongeant trop longtemps la baisse des taux d'intérêt qui a suivi la crise financière de 2000-2001 : elle a ainsi maintenu des taux d'intérêt réels négatifs en 2003 et 2004 alors que la croissance était soutenue (2,5 % en 2003 et 3,6 % en 2004). Cette politique monétaire trop accommodante a créé une situation d'« aléa moral » car la Fed avait laissé entendre qu'elle interviendrait de façon forte (ce qui est légitime) et prolongée (ce qui l'est beaucoup moins), sans relever rapidement ses taux directeurs une fois le risque systémique écarté. L'augmentation précipitée des taux de la Fed à partir de 2004 a ensuite entraîné l'explosion de la bulle immobilière dont il faut désormais limiter les effets dans l'urgence. Il sera important de ne pas reproduire cette erreur à l'avenir.

Les politiques budgétaires des États membres ont-elles un rôle à jouer ?

La possibilité d'une utilisation des ressources publiques a été largement évoquée, notamment aux États-Unis [2] et au Fonds monétaire international (FMI) [3], en vue de soutenir l'activité et de recapitaliser les établissements proches de la faillite. Il faut néanmoins utiliser cette approche avec discernement. Dans l'UE, la pertinence d'une relance budgétaire varie d'un État membre à l'autre, selon leur exposition au ralentissement économique et la situation des finances publiques.

La crise actuelle est dans une certaine mesure un choc asymétrique : certains pays comme l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Irlande sont exposés à un retournement de leur marché immobilier, contrairement à d'autres pays comme l'Allemagne. Ce sont, en outre, les pays pour lesquels le ralentissement de la croissance devrait être le plus spectaculaire. Le bon état de leurs finances publiques leur permet néanmoins de disposer de marges de manœuvre qu'ils pourraient utiliser pour soutenir temporairement la consommation et l'investissement. En revanche, cette option n'est pas ouverte à d'autres pays pourtant exposés au ralentissement : c'est le cas de la France en raison de son incapacité à revenir à l'équilibre budgétaire dans les périodes de croissance supérieure au potentiel, de l'Italie du fait du niveau de son endettement public, et des pays baltes où l'inflation est forte.

L'utilisation de fonds publics pour la recapitalisation du système financier requiert, en outre, une certaine prudence : les banques ne sont certes pas des entreprises comme les autres et le coût d'une perte de confiance générale dans le système financier serait très élevé ; il faut donc limiter l'intervention publique à ce qui est nécessaire pour assurer la solvabilité des banques de façon à ne pas créer une situation d'aléa moral (privation des bénéfices quand tout va bien et socialisation des pertes quand tout va mal).

Assurer la transparence et la qualité de l'information disponible

L'opacité d'instruments financiers – comme les CDO (*collateralized debt obligations*) et les SIV (*special investment vehicles*) qui ont joué un rôle important dans la titrisation des créances hypothécaires à risque – a limité la transparence des marchés pour les investisseurs qui ont, de ce fait, pris des risques inconsidérés, encouragés par les évaluations rassurantes des agences de notation. Apporter de nouvelles garanties quant à la transparence et à la qualité de l'information disponible sur les produits issus de l'innovation financière est donc nécessaire. L'UE a un rôle important à jouer sur ce plan, soit en exigeant des engagements de bonne conduite de la part des institutions financières, soit en complétant la réglementation existante. Elle a d'ailleurs lancé un effort important d'homogénéisation et de renforcement des règles applicables au marché financier européen en vue de favoriser son intégration depuis 1999. Plus de vingt-six directives cadres ainsi que de nombreux règlements et directives d'application ont été adoptés dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers. Cependant, certains points fondamentaux sont restés en dehors du périmètre de la réforme, en particulier l'exposition des banques à la titrisation, la structuration des marchés dérivés et le rôle des agences de notation.

Restaurer la confiance dans les banques en assurant la transparence de leurs engagements

L'incertitude persistante sur le montant des engagements des banques – qui ont parfois mis beaucoup de temps avant de reconnaître qu'elles étaient touchées – a suscité des secousses répétées sur les marchés financiers, créant une situation de défiance dommageable. La première obligation des banques et

des organismes de crédit est donc de rétablir la transparence de leur bilan, premier élément d'une évaluation des actions nécessaires. Il s'agit aussi de garantir cette transparence pour l'avenir de façon à permettre le retour de la confiance. Les banques devront pour cela se montrer plus prudentes vis-à-vis de leurs engagements hors-bilan et de la titrisation. L'UE doit obtenir que les banques et organismes de crédit s'engagent formellement à communiquer au public de façon normalisée la nature et le montant de leurs engagements sur les marchés de la titrisation, ainsi que les caractéristiques des produits structurés qu'elles introduisent : les actionnaires des banques, qui doivent se montrer exigeants sur ce point, connaîtront ainsi leur exposition réelle aux risques liés à la titrisation. L'obligation d'institutionnaliser au sein des organes de gouvernance des comités d'audit chargés de suivre les contrôles relatifs à l'exposition aux risques et leurs suites serait aussi un pas utile en ce sens. Il faut par ailleurs créer une capacité d'agrégation de l'information sur les instruments financiers structurés en circulation de façon à faciliter la régulation. La Commission a travaillé sur ces points avec les associations industrielles du secteur – comme la Fédération bancaire européenne – qui se sont engagées à mettre en place les instruments nécessaires dès juin 2008. Il faudra s'assurer que cet effort d'autorégulation est effectif.

Mieux structurer les marchés dérivés

La crise actuelle pose aussi la question de l'organisation des marchés et de la liquidité des dérivés de crédit. Les organismes de crédit et les autorités de supervision des marchés financiers et du secteur bancaire devraient travailler ensemble à la standardisation des instruments dérivés et des valeurs mobilières adossées à des créances. Face à la croissance des volumes de transactions traitées « OTC » (*over the counter*, *i.e.* de gré à gré), la création de marchés organisés reposant sur un système de chambre de compensation permettrait de réduire le risque de contrepartie et d'assurer l'évaluation quotidienne de la valeur des contrats en fonction des prix du marché (*mark to market*) [4]. Ce travail devrait être entrepris en commençant par les produits qui ont fait leur preuve comme les titres à revenus fixes (*fixed income securities*), les *swaps* de taux ou les dérivés de crédit pour lesquels les volumes d'échange sont déjà importants. Cela contribuerait à la transparence de ces marchés et réduirait le risque de liquidité. De plus, il conviendrait d'exiger des émetteurs de valeurs mobilières adossées à des paquets de créances qu'ils conservent une part du risque associé (par exemple la tranche la plus risquée) pour forcer à un minimum de prudence dans l'émission de ces titres et tirer ainsi les leçons de la crise des « *subprimes* ».

Modifier les règles s'appliquant aux agences de notation

Déjà mises en cause lors de la crise asiatique en 1997 et au moment du scandale Enron en 2001, les agences de notation (Fitch, Moody's et Standard & Poor's) sont de nouveau la cible de critiques relatives à leur efficacité et à leur déontologie [5]. Elles sont d'autant plus montrées du doigt qu'elles ont acquis un rôle de quasi-régulateur en raison des évaluations qu'elles fournissent des risques associés aux produits financiers, y compris les plus complexes, et des règles prudentielles basées sur ces évaluations. Les notes des agences ont par ailleurs un effet procyclique en raison de la tendance à surnoter en haut du cycle macro-financier et à sous-noter en cas de crise pour reconstruire leur réputation. Parmi les critiques qui ont été formulées à l'égard des agences de notation, certaines portent sur le manque de rigueur des méthodes utilisées, ou encore sur le fait que les agences ne tiennent pas compte du risque de liquidité, ce qui est de nature à induire en erreur les investisseurs peu expérimentés. L'évaluation du risque associé aux titres complexes adossés à des créances hypothécaires, rendue difficile par le mélange de créances de niveaux de risques divers, reposait le plus souvent sur des modèles mathématiques fournis par les émetteurs de ces titres ; ces modèles se sont avérés inopérants dès que la crise a commencé. C'est là une première source de conflit d'intérêt et ce n'est pas l'unique : non seulement les agences de notation sont payées par les

émetteurs des titres – et non par leurs acheteurs – mais elles vendent aussi des services de conseil aux premiers, notamment sur la meilleure façon de structurer les titres en vue d'optimiser la notation de leur risque.

Pour remédier aux défaillances du système de notation, la Commission a demandé au Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières de formuler des recommandations. Parmi les mesures qui pourraient être utilement suggérées, mentionnons :

- l'interdiction pour les agences de notation de fournir des services de conseil [6] ;
- l'adoption d'une échelle de notation différente pour les produits financiers structurés (qui supprimerait les risques de confusion avec des produits plus traditionnels) ;
- l'obligation d'informer sur la sensibilité des évaluations aux hypothèses sous-jacentes dans les modèles utilisés pour les produits complexes.

Par ailleurs, il serait souhaitable que les activités des agences de notation fassent l'objet d'un contrôle plus strict, de façon à vérifier la pertinence des techniques utilisées et l'absence de conflit d'intérêt.

Renforcer la supervision bancaire au niveau communautaire

Pour compléter les systèmes de supervision bancaire nationaux, qui ont le mérite d'être proches des établissements et de bien les connaître, une coopération en matière de contrôle prudentiel a été mise en place au niveau européen dans le cadre du processus de Lamfalussy initié en 2001. Cette coopération s'appuie notamment sur la réunion de cinquante et une autorités nationales au sein du Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS, *Committee of European Banking Supervisors*), créé en 2004. Elle a permis l'adoption de règles communes mais il reste un travail important à réaliser pour que leur mise en œuvre soit harmonisée. Dans le contexte de l'intégration croissante des marchés financiers et de la consolidation du secteur bancaire, le principal défaut du système de contrôle actuel concerne la supervision des banques opérant dans plusieurs pays européens : il n'existe actuellement de solution crédible pour la gestion d'une crise bancaire paneuropéenne [7]. Malgré l'existence de « réseaux opérationnels » transfrontaliers, aucune autorité nationale ou européenne n'a accès aux données concernant l'ensemble des multinationales européennes du secteur, chacune de leurs filiales rapportant aux autorités de surveillance locales. Cela empêche d'évaluer l'adéquation des fonds propres et le risque de liquidité au niveau des groupes, et plus généralement d'estimer les risques systémiques à l'échelle européenne.

Afin de remédier aux insuffisances de la supervision bancaire communautaire, les actions suivantes pourraient être mises en œuvre :

- renforcer le CEBS pour approfondir la coopération existante et assurer l'homogénéisation des pratiques prudentielles. Comme l'a suggéré récemment la BCE [8], la responsabilité du CEBS vis-à-vis des institutions européennes devrait être accrue pour que celles-ci puissent exprimer des attentes spécifiques ; sa gouvernance pourrait être améliorée par l'introduction de la majorité qualifiée dans le processus de décision.
- créer une autorité unique chargée de la supervision des banques opérant dans plusieurs pays européens. Cette autorité serait rattachée au CEBS et mettrait les données qu'elle réunirait à la disposition des banques centrales des pays concernés de l'Union, leur permettant ainsi de disposer de tous les éléments nécessaires en cas de crise. On notera que la création d'une telle autorité est souhaitée par les banques elles-mêmes en raison des économies de coût permises par la simplification du système de supervision [9].
- favoriser le rapprochement des banques centrales et du CEBS tout en respectant leur indépendance respective. La BCE pourrait accueillir et fournir des moyens matériels au CEBS de façon à faciliter son travail. Cela favoriserait la mise en place de synergies, par exemple, en réalisant des économies d'échelle en matière de réunion de l'expertise nécessaire pour

analyser les arrangements financiers les plus complexes et évaluer de façon dynamique les conséquences de l'innovation financière.
- imposer aux établissements de crédit européens la constitution de provisions anticycliques comme le fait la banque d'Espagne. Cela permet de constituer une réserve de liquidités en prévision d'impayés futurs et de limiter ainsi les risques en cas de crise.

Pour conclure

Le 1er juillet 2008, la France prendra la présidence de l'UE. Il lui reviendra de donner l'impulsion politique nécessaire pour que l'Europe tire les leçons de la crise financière et qu'elle se rende capable de s'adapter aux innovations financières de façon dynamique. La Commission, chargée de formuler des propositions en ce sens en septembre 2008, devra vérifier qu'elle prend les mesures nécessaires pour assurer, aux côtés des banques centrales qui ont jusqu'ici été en première ligne, que les marchés financiers fournissent les services que l'on attend d'eux : agréger l'information, garantir la liquidité et répartir les risques. Ce sera une contribution importante au retour de la confiance et au progrès de la gouvernance économique européenne.

Notes

1. Pour une analyse plus détaillée, voir Jean-François Jamet, « L'Europe face à la crise financière », Questions d'Europe - Policy Papers de la Fondation Robert Schuman, n° 89, février 2008.

2. L'Administration Bush a mis en place un plan de relance massif sous forme de baisses d'impôt, représentant environ 1 % du PIB.

3. Dominique Strauss-Kahn, « Pour une relance budgétaire ciblée », Financial Times, *30 janvier 2008.*

4. Cet argument est développé dans Stephen Cecchetti, « Preparing the next financial crisis », site internet : www.voxeu.org/, 18 novembre 2007.

5. Pour une présentation systématique de ces critiques et une analyse de leur pertinence, voir Richard Portes, « Rating agency reform », site internet : www.voxeu.org, 22 janvier 2008 ; et Richard Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart (dir.), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, *Kluwer Academic Publishers, 2002.*

6. Sur ce point, on se rapportera utilement à Willem H. Buiter, « Lessons from the 2007 financial crisis », Policy Insight, n° 18, Centre for Economic Policy Resarch, décembre 2007.

7. Voir à ce sujet Nicolas Véron, « Is Europe ready for a major banking crisis ? », Bruegel Policy Brief, août 2007.

8. Review of the Lamfalussy framework - Eurosystem contribution, BCE, 30 novembre 2007.

9. Voir par exemple l'article de Markku Pohjola, « Il faut créer une autorité de contrôle européenne », Europe's World, *automne 2007.*

Une opportunité à saisir pour l'Europe

Axel Miller

Chief Executive Officer, Dexia

Si la crise a été jugée à sa juste gravité par les autorités en charge aux États-Unis et en Europe, il est clair que leurs approches pour son règlement ont été différentes. Les décisions en matière monétaire, budgétaire ou réglementaire n'ont été ni d'égale puissance ni inspirées par les mêmes priorités. Dès lors, on peut se demander si l'Europe sortira perdante ou gagnante. Dans le registre monétaire, la parité euro/dollar sort modifiée mais il n'est pas certain que le désavantage commercial instantané de la zone ne soit pas compensé par des avantages à plus long terme. En matière budgétaire, alors que les États-Unis ont pu user de l'arme de la relance, l'Europe de Maastricht, paralysée à court terme par sa propre discipline, sera sans doute incitée à lancer des grands chantiers, créateurs de richesse, mais à plus long terme. Enfin, en matière réglementaire, s'il est certain que la crise conduira à des réformes, il reste à espérer que l'Europe puisse en inspirer l'orientation pour atteindre un paradigme planétaire nouveau dont toutes les régions du monde pourront sortir gagnantes.

Devant l'ampleur de la crise et la sévérité de ses conséquences, on a vu les différents régulateurs, autorités monétaires et gouvernements locaux, réagir en ordre dispersé avec plus ou moins de promptitude, de clairvoyance et d'efficacité. En dépit des lourdes pertes et dépréciations d'actifs qui ont été essuyées par de très nombreux acteurs, le pire semble avoir été évité. Il faut évidemment se réjouir que l'implosion systémique ne se soit pas produite à ce jour. Ce que cette crise met en évidence, ce pourquoi elle dure si longtemps, et ce pourquoi la peur n'a toujours pas quitté les marchés, c'est qu'elle est d'un type tout à fait nouveau pour lequel les instruments habituels de règlement se sont révélés globalement inadaptés. Si la crise est en effet classiquement née d'une bulle spéculative (localisée cette fois aux États-Unis dans un contexte de taux d'intérêt bas et d'une activité d'origination de créances hypothécaires mal régulée), son éclatement a été, en revanche, global et très fragmenté en raison de l'importance prise par le jeu de la titrisation. Celle-ci a introduit une très grande opacité quant à savoir où étaient localisés les risques et qui supporterait en définitive les pertes. Devant cette incertitude, la liquidité interbancaire s'est raréfiée et la question de la solvabilité, même des plus grands établissements, a surgi. Ces phénomènes ont été amplifiés par les réactions spéculatives des marchés, l'obscurité apportée par des normes comptables important la volatilité des marchés dans les bilans des banques, et la résorption brutale des effets de levier massifs injectés dans l'économie à l'occasion d'une période décidément bien trop longue d'euphorie financière, créée par un environnement de taux

d'intérêt bas entretenu par la Federal Reserve (Fed) de Greenspan.

Cette situation inédite a été gérée diversement par les différentes autorités en charge. Chacune d'elles a paré au plus pressé mais on a pu voir que les analyses économiques, le cadre institutionnel et doctrinal, les politiques et les outils à disposition variaient largement. Cette crise marque sans nul doute la prééminence de l'économie financière, son caractère global et le rôle décuplé de la composante spéculative qui est en son cœur. Les instruments traditionnels, qu'il s'agisse du levier monétaire, budgétaire ou réglementaire, ont révélé leur insuffisante efficacité, et même quelquefois leurs effets pervers. Alors que, au cours des vingt dernières années, c'est l'utilisation coordonnée de ces trois leviers qui a généralement permis de sortir des crises qui se sont déclenchées – et cela l'a été à la diligence quasi exclusive, rappelons-le, des autorités américaines –, cette fois-ci, cela n'a pas fonctionné ainsi. La crise étant globale, il eût fallu que ces trois leviers soient actionnés à l'échelle globale, concomitamment et en cohérence. Or, ce sont des politiques et dispositifs régionaux qui ont été mis en œuvre et la concertation des différentes autorités n'a été effective que pour éviter le risque de défaillance systémique. Ne nous en plaignons pas. Mais pour le reste, nous devons admettre que la cohésion a fait – et fait encore – défaut.

Dès lors que la gestion de la crise a été régionale et fragmentée, sa sortie est susceptible d'engendrer un nouvel ordre quant au rapport de forces entre les régions économiques de la planète. On peut se demander, dans cette hypothèse, si l'Europe en sortira perdante ou gagnante. Une chose est sûre, si la crise que nous venons de traverser est vue comme une opportunité pour le capitalisme pur et dur – fondé sur l'idéologie de l'infaillibilité de l'économie de marché – d'imposer à l'ensemble du monde son paradigme en l'aménageant ici et là marginalement, alors il n'y aura que des perdants. L'Europe fera partie de ceux-ci car on continuera à aller d'une bulle spéculative à l'autre, et, d'ailleurs, les premiers signes d'un tel scénario sont vite apparus avec la hausse du cours des matières premières. À l'inverse, si un ordre nouveau est recherché et mis en place dans un consensus planétaire, dans ce cas la crise aura servi à éviter les suivantes, en remettant en question les trois modalités habituellement employées jusqu'ici dans l'ordre monétaire, budgétaire et réglementaire, comme nous proposons de le voir. Alors il n'y aura que des gagnants et l'Europe, en saisissant l'opportunité de jouer un rôle central dans la mise en œuvre de cette approche, en sortira grandie et renforcée.

La gestion monétaire

La gestion monétaire est le domaine dans lequel la gestion de la crise a été la plus manifestement divergente entre les autorités de la zone dollar et celles de la zone euro sur la base de doctrines très différentes. Les baisses successives de taux d'intérêt par la Fed, non suivies par la Banque centrale européenne (BCE), ont montré que les priorités de part et d'autre de l'Atlantique n'étaient résolument pas les mêmes : éviter la récession d'un côté, lutter contre l'inflation de l'autre.

Ces deux obsessions sont légitimes quand on les place par rapport aux traumatismes vécus par les deux régions au cours du vingtième siècle. Mais cette gestion (au mieux non concertée, au pire compétitive) des deux monnaies a conduit à une dépréciation notable du dollar par rapport à l'euro. Aujourd'hui, la valeur relative des deux monnaies est, on le sait, très défavorable à la zone euro pour ce qui est de sa balance commerciale. Mais il serait faux de tirer la conclusion que l'Europe sortira perdante de ce nouveau niveau de parité monétaire car plusieurs facteurs évoluent dans un sens qui lui est favorable : d'une part, l'augmentation du prix du pétrole est largement atténuée par la baisse du dollar, d'autre part, le faible coût actuel des actifs libellés en dollars permettra aux Européens de faire des investissements à bon marché dans les pays dont la monnaie est le dollar – ou lui est étroitement liée. Rappelons que la baisse du dollar est très défavorable aux investisseurs détenteurs de dollars. Dans cette crise, la BCE, institution jeune et peu aguerrie jusqu'alors, aura montré son indépendance,

manifesté son opiniâtreté dans l'accomplissement de son mandat malgré la pression des gouvernements des pays membres. En définitive, elle aura acquis aux yeux des grands acteurs financiers de la planète un statut de gestionnaire très fiable d'une monnaie de stature globale – si elle n'est encore monnaie d'échange internationale. La répartition des réserves monétaires dans le monde pourrait donc s'en trouver très largement modifiée. De même, les émissions d'instruments de dette en euro gagneront manifestement en attractivité aux yeux des investisseurs car elles sont non seulement garanties par une économie vaste, robuste et diversifiée, mais elles le sont aussi par une banque centrale véritablement indépendante.

La gestion budgétaire

Du côté européen, la gestion budgétaire de la crise a été inexistante alors qu'elle a été particulièrement réactive du côté américain. L'absence d'outil décisionnel en matière de politique économique en Europe et les contraintes imposées aux budgets des pays signataires du traité de Maastricht ont mis en évidence la quasi-impuissance des gouvernements nationaux pour mettre en place des mesures du type de celles que l'administration Bush a prises pour éviter la récession, concomitamment avec les baisses de taux de la Fed. Pour autant, doit-on en conclure que la raison est outre-Atlantique et qu'il y aurait une carence de la part des Européens à laquelle il serait urgent de remédier ? Aurions-nous préféré qu'un super ministère de l'économie européenne dispose des moyens de décréter seul une rallonge budgétaire, corrélée à une baisse des taux que ce ministère aurait convenue avec la BCE ? De telles mesures auraient certes manifesté le volontarisme et la capacité de réaction des politiques mais elles auraient été, par nature, des actes de fuite en avant. Les Européens, à l'exception de quelques régions, sont par tempérament des épargnants. La garantie de l'épargne et sa juste rémunération y sont des valeurs essentielles, notre continent ayant chèrement payé par le passé ses dérives inflationnistes. Aussi, l'impossibilité des États membres à recourir à l'impasse budgétaire est en réalité un bienfait car elle marque une rupture avec la pratique passée de bien des gouvernements ayant souvent opté pour la facilité. Le cadre institutionnel imposé en Europe force les gouvernements d'aujourd'hui à imaginer ensemble des solutions de croissance par nature vertueuses. L'Europe a déjà montré qu'elle était capable de lancer de grands projets communs et structurants, hier dans l'aéronautique, les télécommunications, l'espace et l'armement, demain dans la biotechnologie, les énergies nouvelles, l'environnement, la santé. Lancer un « *new deal* » comme Roosevelt au sortir de la crise de 1929, le faire à l'échelon de l'Europe des Vingt-sept en y associant les pays de la Méditerranée – toute une région dont la construction est loin d'être achevée –, voilà qui constituerait une politique au long cours pour créer de l'activité durable et de la richesse tangible sur la base de financements à long terme disponibles auprès d'investisseurs globaux qui prisent l'euro et en apprécient les vertus. Si c'est à cette relance budgétaire-là que doit nous conduire la crise, la sortie sera en effet gagnante pour l'Europe, et au-delà pour le monde entier.

Les insuffisances réglementaires

Les insuffisances réglementaires qui ont fait le terreau de la crise sont bien connues. On peut même s'étonner que les marchés aient aussi mal anticipé sa survenance et sa gravité. Il s'agit :

- des effets mal contrôlés de l'abolition du *Glass Steagall Act* aux États-Unis ;
- de l'incitation des banques à titriser des actifs financiers qu'elles portaient autrefois dans leurs bilans ;
- du contrôle inadéquat de certaines activités d'intermédiation financière – notamment des organismes de prêts hypothécaires « *subprimes* » – ;
- de l'absence d'obligations prudentielles sérieuses pour les *hedge funds* ;
- du recours aux « *conduits* » et autres structures *ad hoc* censées déporter le risque financier hors du

périmètre des banques ;
- d'une innovation financière débridée et difficilement déchiffrable qui a permis l'émergence et la diffusion à grande échelle de produits particulièrement toxiques tels que les CDO (*collateralised debt obligations*) d'ABS (*asset backed securities*) ;
- du recours massif à des modes de financement court terme pour financer des actifs long terme parfois avec effet de levier monstrueux ;
- de l'incompréhensible latitude laissée aux banques d'affecter leur capital normalement réservé pour absorber les pertes inhérentes à leur activité de base à des opérations dont la seule finalité est de flatter les résultats demandés à court terme par les marchés ;
- de l'absence totale d'observatoire permettant, dans des marchés globaux, d'identifier et de suivre les créations et concentrations de risques dans le système financier ;
- enfin, de l'asymétrie spectaculaire qui a été tolérée entre la rémunération des inventeurs de produits hautement sophistiqués – voire incompréhensibles – et de leur inaptitude à répondre des éventuelles pertes qui en découleraient.

Le secrétaire d'État au Trésor, Hank Paulson, s'est déjà exprimé sur la nécessité d'un plan ambitieux venant corriger toutes les imperfections incriminées ou au moins une partie d'entre elles. Cette intention, louable en soi, a déjà été critiquée à divers titres, notamment par les grandes banques d'investissement qui craignent de voir réduire leurs marges de manœuvre. Son calendrier a d'emblée été déclaré comme long et sa mise en œuvre probablement laborieuse. En apparence, cette réforme serait, en tout état de cause, largement *US centric*, et ne semble pas vouloir s'attaquer au fonctionnement global des marchés. Enfin, un grand défaut de cette initiative est qu'elle émane d'un ex-dirigeant de banque d'investissement américaine, dont on voit mal qu'il renie le système qui a fait le succès de sa carrière. Donc, si c'est là le chemin emprunté pour mettre de l'ordre dans le village financier global, on pourra dire que l'Europe n'est pas vraiment sortie gagnante de la crise et qu'elle n'a plus qu'à attendre la prochaine. À l'inverse, si l'on se dit que l'alerte a été suffisamment forte pour que le G8, le Comité de Bâle, l'IASB (*International accouting standards board*) et les banquiers centraux entreprennent ensemble une véritable réforme, il y aurait une opportunité unique pour l'Europe de faire entendre sa voix. Au plan des normes comptables d'abord. Quelle folie que d'importer dans les bilans des banques la volatilité de marché ! Quelle impéritie que de les empêcher de mettre, par beau temps, les réserves nécessaires de côté qui leur permettront de faire face aux inéluctables mauvais jours ! On sait que l'inspiration court terme des IFRS (*International financial reporting standards*) a exacerbé la crise financière, jouant le rôle d'accélérateur systémique, en imposant la comptabilisation en « juste » valeur des actifs financiers. Quantités d'actifs de qualité ont ainsi dû être dépréciés par des banques alors même que leur sort était de demeurer jusqu'à leur échéance contractuelle dans le bilan des institutions qui les ont acquis et n'ont ni l'intention ni l'obligation de les céder sur le marché. Revoir fondamentalement les règles de comptabilisation des actifs financiers sous IFRS est une initiative urgente et indispensable pour réduire la volatilité des résultats et des réserves des banques, et pour restaurer une confiance à leur égard. La genèse de ces règles, défendues farouchement par des intérêts particuliers issus de l'auto-cooptation ne répondant directement à aucun processus démocratique de responsabilisation, pose également des questions cruciales de gouvernance. De nombreuses institutions européennes l'ont dit avant la crise, sans être entendues, et il est grand temps que ce dossier soit réouvert. Concernant la solvabilité et la conformité des institutions financières, qu'il s'agisse des banques, des sociétés d'assurances, des intermédiaires financiers ou des *hedge funds*, il importe d'appliquer des règles que nul ne puisse contourner et d'envisager des sanctions applicables à tous, quelle que soit la localisation des acteurs.

Chacun doit en convenir : le temps est révolu où une gouvernance unique pouvait, depuis Washington et New York, créer les conditions de formation d'une (nouvelle) bulle spéculative, puis, après son éclatement, poser dans la même foulée tous les actes, qu'il s'agisse de mesures monétaires, budgétaires ou réglementaires, pour relancer la dynamique de la

confiance et de la croissance, et ce, jusqu'à la nouvelle crise. Ce propos ne relève pas d'une posture politique ou idéologique mais du simple constat que la limite du système a été atteinte. Si la crise que nous traversons devait, malgré sa gravité et le vertige qu'elle a occasionné à certains moments, être simplement « une autre crise » qui est venue des États-Unis et a été réglée par des mesures monétaires, budgétaires et réglementaires, conçues et édictées par ce seul pays, alors l'Europe en sera sortie largement perdante. À l'inverse, si les décideurs se mobilisent pour élaborer des dispositifs nouveaux de prévention et de règlement des crises fonctionnant à l'échelle globale et de façon concertée, si la vision de nos dirigeants les mène à renforcer le processus d'intégration européen en laissant leurs drapeaux nationaux et leurs intérêts partisans au placard d'une nostalgie révolue pour embrasser sans crainte – en la façonnant – la perspective d'un futur souhaitable, si la croissance est recherchée à travers la création de nouvelles richesses issues de grands projets d'infrastructure utiles à l'humanité toute entière, si l'on cesse d'encourager l'enrichissement spéculatif à court terme d'acteurs totalement déresponsabilisés, alors la crise aura servi à tous… et l'Europe sera gagnante, mais pas contre les États-Unis et/ou le reste du monde… Elle sera gagnante avec tous ceux qui auront compris l'intérêt de s'engager dans un système unifié de régulation globale, privilégiant la responsabilité des acteurs, la solvabilité des institutions fiduciaires, la stabilité monétaire, l'esprit d'entreprise et l'engagement à long terme, enfin la création de richesses tangibles et leur juste partage entre tous. Elle sera gagnante avec tous ceux qui acceptent de sanctionner la création de richesse virtuelle, la spéculation stérile, l'innovation financière toxique et l'irresponsabilité, bref le transfert des risques et la mutualisation des pertes auprès de ceux qui ne l'ont pas demandé. Elle jouera son rôle dans le concert des nations qui auront commencé à élaborer une réponse aux populations qui réalisent aujourd'hui que la croissance ne peut être une fin en soi, pour répondre aux défis économiques et sociaux auxquels le troisième millénaire est confronté.

C'est ce nouveau paradigme que j'appelle de mes vœux, en tant que dirigeant d'une entreprise européenne, active à l'échelle globale, et pour laquelle le court terme n'a décidément pas d'avenir.

Les bienfaits de la crise

Patrick Artus

Directeur de la recherche et des études, Natixis

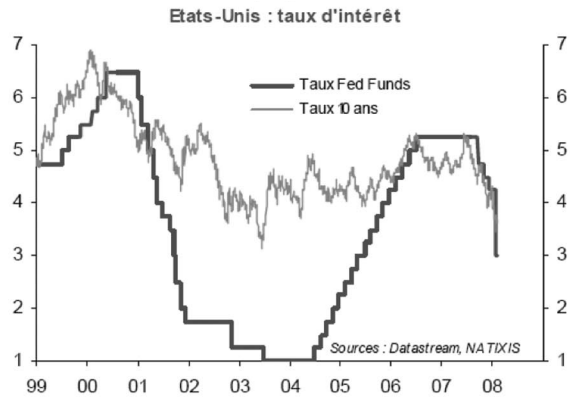
La crise économique et financière qui se déclenche à l'été 2007 a bien sûr des conséquences très négatives : perte d'emploi, défauts sur les crédits, renforcement de l'excès de liquidité mondiale avec les dangers associés, perte de richesse sur l'immobilier et les actions, fragilisation des banques… Mais il ne faut pas oublier ses conséquences positives à plus long terme :
- les financements seront réalisés avec moins de levier d'endettement et davantage de capital ou de ressources stables, ce qui est stabilisant ;
- le risque sera normalement valorisé, ce qui remplace une situation où tous les financements étaient pratiquement réalisés au taux d'intérêt sans risque ;
- l'allocation des risques, avec le freinage de la titrisation, pourra être plus efficace ;
- l'augmentation du besoin de capital va réduire le rendement du capital, ce qui contribue à la nécessaire diminution de l'exigence de rendement par les investisseurs ;
- les actifs financiers vont devenir plus simples et plus faciles à valoriser, donc plus liquides.

Les conséquences évidemment négatives à court terme de la crise actuelle

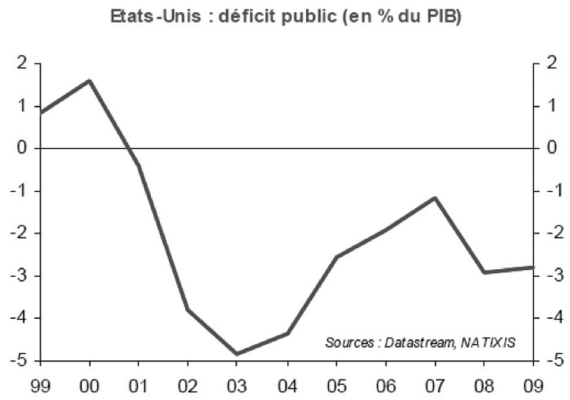
La crise qui se déclenche à l'été 2007 a incontestablement de multiples conséquences négatives :
- une perte de croissance et donc d'emploi ; ce qui est déjà visible aux États-Unis, en Espagne, le sera plus tard dans les autres pays avec le freinage attendu de la croissance ;
- une hausse des défauts sur les crédits immobiliers aux États-Unis, mais aussi en Espagne, et à un moindre degré au Royaume-Uni, ce qui est d'ailleurs à la fois une conséquence et une cause de la crise ;
- une perte de richesse sur l'immobilier résidentiel, sur les actions ;
- une fragilisation des banques en raison des pertes dues aux défauts sur les crédits « *subprimes* » mais aussi du recul, souvent sans raison fondamentale, des prix de marché des actifs (obligations d'entreprise par exemple) ; la fragilisation des banques peut les amener à durcir les conditions du crédit donc à rendre plus difficiles les financements ;
- un renforcement de l'excès de liquidité mondiale ; la liquidité mondiale augmente très rapidement depuis le début des années 2000, ce qui est surtout dû – on le sait – à l'accumulation très rapide de réserves de change par les pays émergents et exportateurs de matières premières.

La crise pousse l'administration américaine et la Réserve fédérale (Fed) à mener des politiques très expansionnistes : baisse des taux d'intérêt, augmentation du déficit public (graphiques 1a et 1b).

Graphique 1a



Graphique 1b



Ces politiques empêchent la réduction du déficit extérieur des États-Unis, malgré le freinage de la demande intérieure, et affaiblissent le dollar avec la baisse des taux d'intérêt. Elles obligent donc les banques centrales à accumuler davantage de réserves pour obtenir la même stabilisation du dollar, d'où un surcroît de liquidité mondiale.

Ces conséquences négatives, sérieuses, de la crise – sur l'emploi, les emprunteurs, les banques, la disponibilité du crédit, la valeur des patrimoines, la liquidité mondiale compte tenu de la réaction de la politique économique aux États-Unis – sont assez systématiques et apparaissent dans toutes les crises. Cependant, les caractéristiques particulières de cette crise font aussi apparaître des conséquences favorables, à terme.

Conséquences positives à plus long terme de la crise de 2007-2008

Nous examinons ici :

la structure des financements entre dette et capital (et ressources stables) ;

la valorisation du risque ;

la localisation des risques ;

l'exigence de rentabilité ;

la nature des actifs financiers.

Structure des financements entre dette et capital

La période précédant la crise a été marquée par une forte hausse du levier d'endettement de la part de la dette dans le total des financements. Cela concerne :

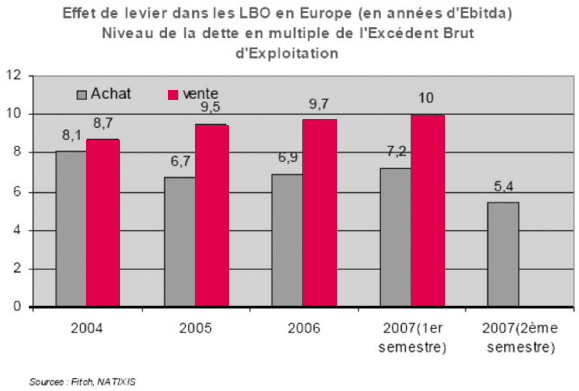
- les fonds d'investissement (fonds de *private equity*, graphique 2a ; *hedge funds*, graphique 2b) ;
- les entreprises, avec les rachats d'actions aux États-Unis, la hausse du taux d'endettement en Europe (graphiques référencés 3a-3b) ;
- les banques, soit parce qu'elles se finançaient sur les marchés et non à partir des dépôts (modèle de la « banque sans dépôts » comme par exemple Northern Rock au Royaume-Uni – tableau 1), soit en raison de la titrisation qui permettait aux banques de ne pas conserver les crédits dans leurs bilans – donc de réduire leur besoin de capital – et de faire porter ces derniers soit dans des véhicules financés par dette, soit par les investisseurs après structuration.

Tableau 1
Bilan de Northern Rock (Mds £)

Actif		Passif	
Crédits	92,3	Dépôts	29,0
Actifs financiers	6,6	Notes	40,2
Autres	2,1	Obligations	6,2
		Covered bonds	17,9
		Capital	3,2
		Divers	4,5

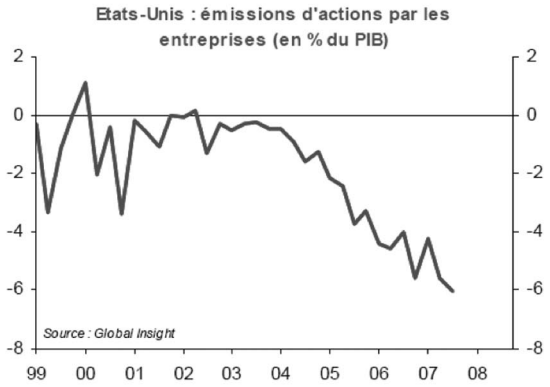
Source : Natixis

Graphique 2a

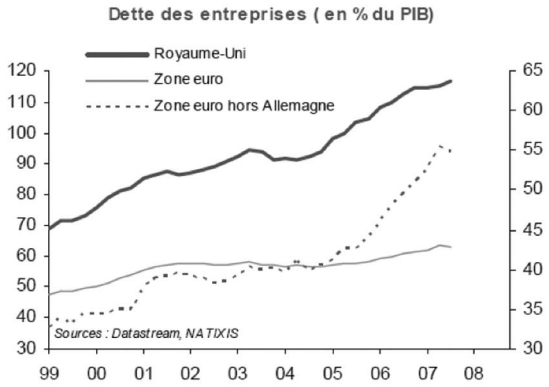


Graphique 2b

Graphique 3a



Graphique 3b



La crise a durablement :

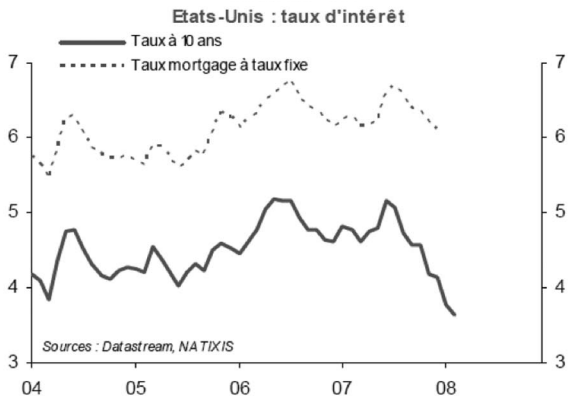
- accru l'aversion pour le risque et fait monter les primes de risque (*cf. infra*), ce qui réduit le levier d'endettement optimal ;
- montré les dangers, en cas de crise de liquidité, du modèle de la banque sans dépôts ;
- réduit l'ampleur de la titrisation – nous y revenons plus loin – qui a ainsi a augmenté le besoin de capital des banques.

On devrait donc avoir, de manière permanente, davantage de capital et de ressources stables (dépôts pour les banques), moins de dette dans la structure des financements. Cela est stabilisant en réduisant – si le levier d'endettement est plus faible – le risque de défaut en cas de choc ou de ralentissement économique.

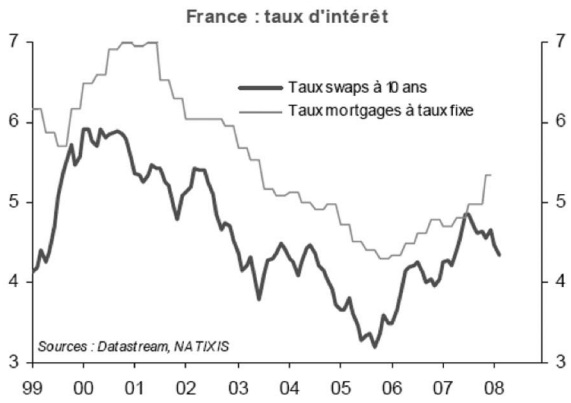
Valorisation du risque

Avant la crise de l'été 2007, les primes de risque étaient devenues extrêmement faibles sur les dettes des entreprises, sur les dérivés du crédit, sur les coûts de financement des banques à toutes maturités et de tous types, sur les crédits aux ménages dans certains pays (les graphiques référencés 4a-4b montrent les exemples des États-Unis et de la France où les *spreads* sur les crédits hypothécaires étaient devenus plus faibles que les risques de défaut).

Graphique 4a



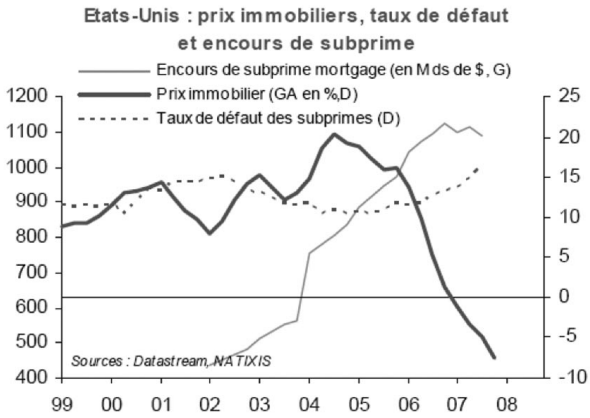
Graphique 4b



La crise provoque une ouverture exagérée des primes de risque (sur les entreprises, sur les banques), mais on peut raisonnablement penser que l'on retrouvera ensuite un niveau raisonnable de primes de risque, supérieur à celui – trop faible – observé avant la crise.

Cette revalorisation du risque est favorable : rien ne justifie, du point de vue de l'allocation optimale de l'épargne, que l'on prête aux entreprises, aux ménages ou aux banques, à peu près au même prix qu'aux États-Unis. Évidemment, lorsque la revalorisation du risque se produit, il y a hausse des coûts de financement, ce qui est négativement ressenti.

Graphique 5



Localisation des risques

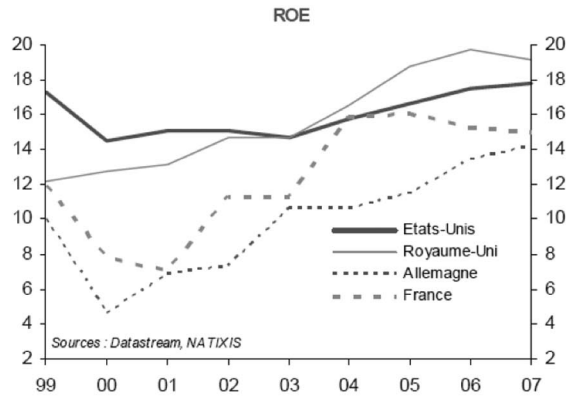
La titrisation a pour objectif aussi de décharger les banques du risque de défaut des emprunteurs. Cela a été d'abord conçu comme une évolution favorable : la titrisation évite les crises bancaires. Mais la crise du « *subprime* » a été l'occasion de voir que le fait que les banques ne portaient plus les risques de défaut faisait apparaître un grave aléa de moralité : elles n'avaient plus d'incitation à évaluer la solvabilité des emprunteurs. C'est ainsi que l'on a vu que les crédits « *subprimes* » se sont surtout développés à un moment (2006) où les taux de défaut augmentaient déjà et où les prix de l'immobilier se retournaient également déjà à la baisse (graphique 5).

La réintégration des risques de défaut des emprunteurs dans les bilans des banques (la réintermédiation) est donc favorable car elle va inciter ces dernières à examiner la situation des emprunteurs.

Exigence de rentabilité

Une des causes de l'instabilité financière est l'exigence anormalement élevée de rentabilité, que l'on voit par exemple dans le rendement du capital des entreprises (graphique 6a) ou dans le rendement des *hedge funds* (graphique référencé 6b).

Graphique 6a



Graphique 6b

Cette recherche de rentabilité très forte a conduit à un niveau excessif de levier d'endettement, à un excès d'investissement en actifs risqués, d'où l'écrasement des primes de risque. Si le besoin accru de capital dû à la crise, analysé plus haut, réduit le rendement du capital et conduit progressivement à une exigence de rendement plus faible, la stabilité financière sera améliorée.

Nature des actifs financiers

Le recul des possibilités de titrisation (décrit plus haut) vient surtout de ce que les investisseurs ont réalisé que les ABS (*asset-backed securities*) étaient des actifs financiers complexes, peu liquides en réalité, difficiles à valoriser. La chute de la demande d'ABS explique l'ouverture de leurs *spreads*.

En synthèse : un conflit microéconomie/macroéconomie

On voit donc que la finance devra proposer aux investisseurs des actifs plus simples, liquides, dans toutes les configurations de marché, faciles à valoriser.

Au-delà de ses effets négatifs évidents (perte d'emploi, de richesse, défauts d'emprunteurs, fragilisation des banques, excès accru de liquidité), la crise financière qui débute en 2007 a des effets favorables du point de vue microéconomique, de l'allocation efficace de l'épargne, de la stabilité financière. Elle procure :

- un accroissement du capital utilisé dans les financements ;
- une valorisation plus convenable du risque ;
- une allocation des risques de défaut plus efficace (vers les prêteurs) ;
- une baisse de l'exigence, excessive avant la crise, de rentabilité du capital ;
- un mouvement vers des actifs financiers plus simples, plus faciles à valoriser, plus liquides.

Le problème peut être celui des effets macroéconomiques – qui peuvent être défavorables – de ces évolutions :

- les banques peuvent être amenées à rationner le crédit si elles manquent de capital et si elles doivent porter les risques de défaut ;
- la hausse, normale, des primes de risque pénalise les emprunteurs ;
- le rendement du capital plus faible réduit le revenu des investisseurs.

Mais ces inconvénients ne doivent pas faire oublier le caractère fondé des évolutions vues plus haut, qui conduisent à une allocation, à une valorisation des risques plus efficaces et à une réduction des risques de défaut.

Qui va payer ?

Jean-Hervé Lorenzi

Professeur, université Paris Dauphine
Président, Cercle des économistes
Conseiller, Compagnie financière Edmond de Rothschild
Membre du Conseil d'analyse économique

La solution globale à la crise devra être fondée sur quatre principes développés dans cet article, pour lesquels la rapidité de réaction est essentielle :
- La mise en œuvre d'une coordination des politiques économiques ;
- La création de superconduits par les systèmes bancaires nationaux ;
- La possibilité d'un amortissement exceptionnel des titrisations ;
- Enfin, une réflexion sur l'ensemble des questions prudentielles.
L'article examine qui doit prendre en charge les coûts de ces différentes actions.

Aujourd'hui, neuf mois après le début de la crise, nous sommes plongés dans une véritable incertitude sur le caractère systémique ou non de cette crise, bancaire dans un premier temps, plus globalement financière ensuite. Plus précisément, nous sommes à peu près au clair sur le rôle spécifique des « supbrimes » dans son déclenchement, sur son mode de diffusion en crise systémique de liquidités. Mais, là où notre analyse faiblit, c'est lorsque nous nous interrogeons à quel point nous en sommes, sur la durée de cette crise, et sur l'impact qu'elle pourrait avoir sur l'économie réelle. Évidemment, nous nous questionnons également sur les moyens à la fois d'accélérer la sortie de crise et – par une meilleure régulation – d'en éviter une prochaine.

Des opinions divergentes s'expriment. Certains pensent que la crise financière est derrière nous et qu'elle n'aura qu'un impact limité sur l'économie réelle ; notamment, elle ne créera pas de mécanisme dépressif grave aux États-Unis. D'autres imaginent le contraire : que le pire est devant nous, que les mille milliards de dépréciations d'actifs – et donc de provisions à réaliser par le système bancaire – évoquées par le Fonds monétaire international (FMI) plongeront l'économie mondiale dans des difficultés sans fin. À chacune des réponses à ces questions, on peut associer, sans nul doute, un prix à payer et une forme spécifique de mutualisation de ces pertes.

La seule chose qui demeure certaine, c'est l'impact de la crise dans les derniers mois (deux millions de logements ont été vidés de leurs propriétaires) et le fait que les banques ont provisionné de l'ordre de 300 milliards de dollars. Olivier Pastré et Jean-Marc Sylvestre ont raison de rappeler [1] que, dans le dernier semestre 2007, « *la valeur boursière des cent plus grandes banques de la planète s'est effondrée de 400 milliards de dollars* » – ce qui est évidemment très important –

payés d'abord et avant tout par les actionnaires. De la même manière, lorsque les grandes banques centrales mettent en place des procédures pour prêter des titres du Trésor contre des produits financiers dépréciés, et tout cela à hauteur de 200 milliards de dollars, on sait que ce sont les États, donc les contribuables, qui en fin de parcours payeront. En définitive, la question du coût ne peut être appréhendée, pour cette dernière année, que dans des termes extrêmement pointillistes. Il y a les chômeurs de luxe des grandes banques d'investissement, il y a le petit propriétaire d'actions des mêmes banques, il y a le propriétaire expulsé d'une maison modeste auquel on avait fait croire qu'il pouvait l'acheter sans avoir, en fait, rien à débourser. Et puis, il y a surtout les futures victimes du ralentissement de l'économie mondiale pour 2008 et 2009, principalement dans les pays développés. Voilà pour le passé et pour le présent.

Qu'en déduire pour demain ? L'exercice est bien périlleux et ne peut être que la traduction quantitative d'une approche bien intuitive. On ne peut donc qu'évoquer, en pure rigueur méthodologique, ce que seront les coûts des solutions pour sortir de cette crise. Et, bien évidemment, cela dépend des propositions de nouvelles gouvernances économiques mondiales faites par les uns comme par les autres. En outre, les solutions ne peuvent porter que sur les politiques menées pour conjurer la crise bancaire ; elles n'ont pour acteurs que les gouvernements, les banques centrales et les agences de notation. Elles supposent qu'il y ait possibilité de sortie de crise rapide, c'est-à-dire dans un délai de douze à vingt-quatre mois, et qu'elles puissent s'appuyer sur un diagnostic précis de ce qui fût fait jusqu'à aujourd'hui, sur l'efficacité de ce diagnostic qui détermine largement nos capacités de rebond.

Pour ma part, ma conviction est faite que le diagnostic des banques centrales a été rapide, juste et suivi d'effet. Dans une crise du marché interbancaire, elles ont su avec talent esquiver la catastrophe ; en l'occurrence, elles ont évité aux États-Unis la faillite des banques hypothécaires et permis à de grands établissements bancaires en véritable danger de réintégrer, sans risque de liquidités, une partie de leurs produits titrisés. Et tout cela s'est fait, l'un dans l'autre, pour un coût assez rapidement assimilable.
L'important est l'avenir. Or, les banques centrales ne peuvent faire ce qui n'est pas de leur ressort. Elles sont capables de fournir des liquidités, mais comme chacun sait, le monde n'en manque guère et donc cela ne résout à court terme que les problèmes spécifiques des banques les plus en danger. Elles peuvent avoir des politiques monétaires accommodantes comme conditions nécessaires, mais pas suffisantes à l'activité économique. Elles n'ont pas la possibilité de résoudre le véritable problème du système financier mondial qui est celui des conséquences d'un manque de fonds propres et d'une régulation plus inadaptée qu'insuffisante.

Voilà les raisons pour lesquelles, à mon sens, la solution de sortie est mondiale, globale et fondée sur quatre principes.

Le premier est celui de la mise en œuvre d'une coordination des politiques économiques réunissant banquiers centraux, ministres des finances, régulateurs et commissions de contrôle des grands pays, non seulement ceux du G8 mais également ceux des grands pays émergents. Les décisions à prendre par un L20 réunissant les *leaders* des 20 plus grandes économies, portent à la fois sur la baisse des taux courts pour prévenir l'effondrement des prix des titrisations et des prix de l'immobilier, sur le soutien massif jusqu'à la nationalisation au sens d'une prise en charge collective (comme c'est le cas de Northern Rock) des acteurs les plus en danger, notamment les assureurs rehausseurs de crédit. Un autre point doit être soulevé avec force par le L20 : le rôle et l'action des agences de notation doivent être réexaminés car leurs résultats (d'autant plus stricts et rigoureux qu'ils ont péchés dans les toutes dernières années) pourraient avoir un effet d'amplification majeur sur la crise entraînant une augmentation des *spreads* et un effet extrêmement restrictif sur la liquidité interbancaire. Eichengreen a raison de dire à quel point les mauvaises performances des agences sont liées à l'utilisation de modèles de valorisation inadaptés et qu'il y a nécessité de les amener à éviter de se

situer en conflit d'intérêts lorsqu'elles fournissent et des prestations de conseil et des prestations de notation.

Ensuite, le second principe concerne les systèmes bancaires nationaux qui doivent créer des superconduits dont les pertes finales seront reprises par les États. Bank of America, Citigroup et JP Morgan Chase avaient pour projet la création d'un « superfonds » baptisé M-LEC (*Master Enhanced Liquidity Conduit*). Son objectif était de racheter les titres de dettes complexes placés par les banques dans des structures autonomes de type SIV (*structured investment vehicles*) et donc d'éviter que certains SIV n'aient à vendre leurs actifs à des prix bradés, ce qui aurait pu avoir des conséquences en chaîne sur l'ensemble des marchés financiers. Mais plusieurs grands établissements ont décidé de réintégrer dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs SIV, quitte à voir leurs ratios de solvabilité se dégrader et à devoir faire appel au marché. Ce projet, malheureusement, a été abandonné faute d'un intérêt collectif suffisant du marché. Cela revient donc aux États, comme toujours, de prendre le relais pour amortir et collectiviser, comme ce fut chaque fois le cas dans les crises précédentes, des pertes dont l'impact systémique pourrait avoir un coût très largement supérieur à ce coût de prise en charge.

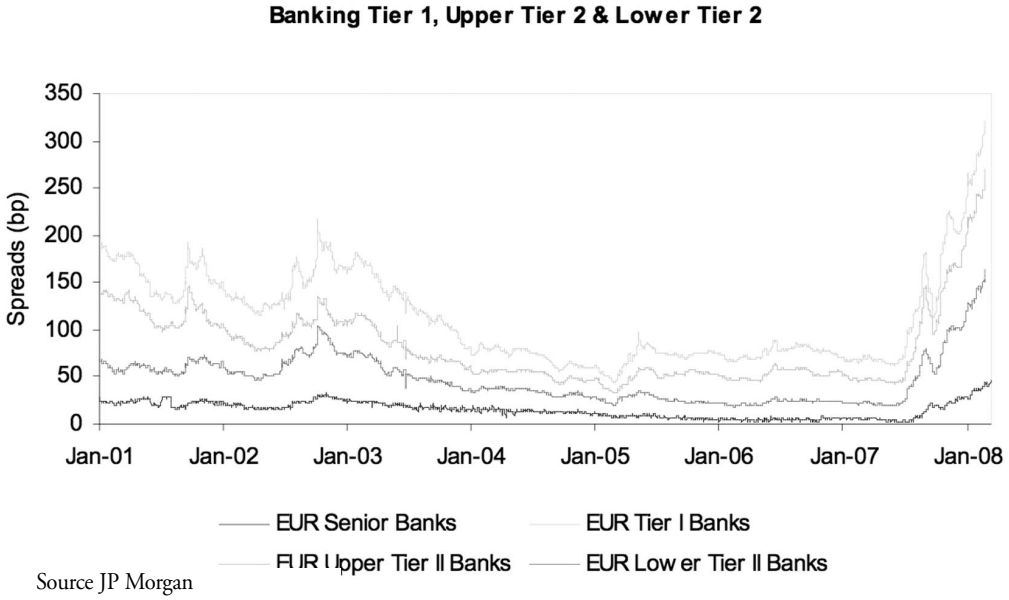
Par ailleurs, le troisième principe fondateur d'une solution de sortie de crise tient au fait que les banques doivent pouvoir avoir la possibilité d'un amortissement exceptionnel des titrisations sur un délai de cinq années pour les encours existants. Elles devront, en effet, reprendre dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs conduits. Or, comme le niveau de valorisation des produits titrisés est en forte baisse – ou, encore pire, inconnu – les banques devront conserver l'essentiel des crédits dans leurs bilans. Cela, on l'a vu, va accroître leurs besoins en fonds propres car l'excès de fonds propres dont elles disposent ne permet pas de supporter tous ces crédits. En fait, plusieurs grands établissements ont déjà décidé de réintégrer dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs SIV. Mais c'est excessivement dangereux car le montant des pertes cumulées peut créer un effet désastreux sur la confiance générale dans le système financier. L'amortissement est évidemment une condition d'acceptabilité du choc. Finalement, le poids des pertes bancaires directes devrait pouvoir être réparti entre fonds souverains, fonds nationaux et effort des actionnaires, mais dans un cadre d'un lissage des pertes.

Enfin, la dernière condition nous est inspirée par Eichengreen [2]. Il faut sûrement repenser l'ensemble des questions prudentielles sans pour autant vouloir imposer des carcans auxquels le système bancaire n'aurait que la tentation d'échapper. En un mot, une régulation plus adaptée, mais pas renforcée, comme c'est toujours le cas après les crises, avec ce que cela entraîne comme effets contre-productifs d'esquives des contraintes excessives. Faut-il revenir à Bâle 1,5 variante de Bâle II qui avait le mérite de surveiller particulièrement les éléments de passifs et d'actifs conditionnels et hors-bilan en les provisionnant. Eichengreen a aussi raison de rappeler que l'utilisation des modèles internes par les banques ne permet sûrement pas de résoudre, en pleine sécurité, tous les problèmes. Tous ces débats doivent donc être réouverts.

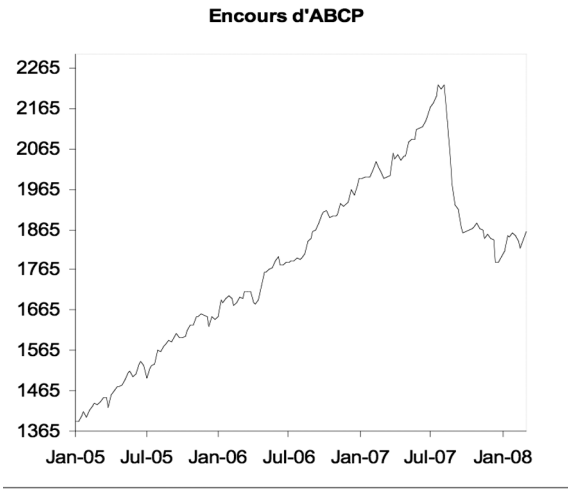
On le voit, à l'exception des grandes *defeasances* que je suggère, aucune de ces mesures n'a de coût direct. L'essentiel est donc ailleurs : dans le risque que la rapidité de réaction des autorités financières mondiales ne soit pas au rendez-vous.

Dans ce cas, on ne peut écarter une crise bancaire majeure dont on voit les prémices dans la réorganisation de la structure du capital des entreprises financières qui devrait entraîner deux phénomènes : la réorganisation très rapide et violente des bilans des entreprises financières et le ralentissement – si ce n'est la disparition – de la titrisation. L'un et l'autre ont des implications très fortes qui peuvent conduire à un relatif assèchement du crédit et, ainsi, au renchérissement important et inévitable de son coût.

C'est donc sur ces deux points, avant tout, que doivent porter les efforts d'analyse et de réaction des autorités financières mondiales.



Source JP Morgan



Source Bloomerg

Car, attention, ce mouvement d'attrition est une très mauvaise nouvelle. Faut-il le rappeler une nouvelle fois ? La titrisation est essentielle dans le fonctionnement d'une économie de crédit qui, elle, permet à l'économie mondiale de se développer. Dire cela, c'est rappeler que le choc serait double puisque les banques non seulement y perdraient un instrument de crédit mais, par ailleurs, ayant à conserver ou à reprendre l'essentiel de ces titres dépréciés dans leur bilan, auraient des besoins massifs de fonds propres et des politiques de crédit évidemment beaucoup plus restrictives. Parler de cela au futur est d'ailleurs inapproprié car ce scénario d'une crise est peut-être déjà en train de se mettre en place. Ainsi, à la crise immobilière – qui en elle-même n'a rien de gravissime d'autant plus qu'elle touche moins l'Europe que les États-Unis –, s'ajouteraient les éléments d'une crise financière systémique et mondiale, fondée sur un bouleversement des conditions de crédit bancaires et une baisse du prix des actifs, qu'il s'agisse des actions du *private equity* ou de l'immobilier. Le prix à payer sera alors très important : la baisse d'un à deux points de la croissance mondiale, touchant l'ensemble des revenus et donc, de manière différenciée, certes, les salaires et les revenus du capital. Mais rien ne nous condamne à ce scénario, d'autant plus que ces derniers mois ont plutôt été marqués par une forte réactivité des banquiers centraux ainsi que des administrations économiques et financières des grands pays. Reste à poursuivre…

Notes

1. Le roman vrai de la crise financière*, éd. Perrin, mai 2008.*

2. « *Dix questions à propos de la crise des prêts* subprimes », Revue de stabilité financière*, n° 11, février, 2008.*

12.

Une nouvelle finance pour une nouvelle croissance

■ Édouard Balladur
La crise actuelle appelle une gestion mondiale

■ Denis Kessler
Une crise sévère qui appelle des politiques nouvelles

■ Philippe Marini
Une crise traditionnelle dans son processus et novatrice dans ses modalités de diffusion

■ Michel Rocard
Il faut reprendre les rênes du capitalisme dans sa forme mondiale et financière

Édouard Balladur

Ancien Premier ministre

La crise actuelle appelle une gestion mondiale

REF* et *Risques : La chute du dollar et le manque de coopération financière internationale ont-ils contribué, selon vous, à la crise actuelle et à l'ampleur qu'elle a prise ?

Édouard Balladur : Les fluctuations du dollar, qui ne cessent d'ébranler l'économie mondiale, ont une grande responsabilité dans la crise actuelle. La parité du dollar connaît en effet un cycle d'une dizaine d'années par rapport à l'ensemble des autres monnaies, cycle au cours duquel il oscille de plus ou moins 15 % par rapport à sa valeur moyenne. Ce qui veut dire que, en cinq ans, le dollar peut perdre en moyenne 30 % de sa valeur par rapport à l'ensemble des autres monnaies. Les parités du dollar avec telle ou telle monnaie connaissent, quant à elles, des fluctuations encore plus violentes. Prenez l'exemple de la parité avec l'euro : le dollar est tombé récemment jusqu'à 65 centimes alors qu'il en valait 133 il y a six ans, et 85 centimes il y a un peu plus de dix ans. Cela n'a pas de sens économique : la valeur intrinsèque du dollar ne peut perdre ou gagner en quelques années plus de la moitié et des fluctuations de cette ampleur ne peuvent que provoquer des perturbations économiques et financières graves. Si l'on exclut les grandes entreprises multinationales présentes dans l'ensemble du monde et sur tous les marchés, quelle est l'entreprise exportatrice, et notamment parmi les PME (petites et moyennes entreprises), celle qui peut gérer ses relations avec la zone dollar dans de telles conditions de coût ? Si nous n'y prenons garde, l'instabilité mondiale des changes, et du dollar en particulier, risque de miner les acquis de la libéralisation du commerce international car elle déstabilise l'ensemble de l'économie mondiale.

Il faut mieux organiser les anticipations de change. Dans la mesure où le marché n'est pas capable de le faire, il appartient aux États et à leurs autorités monétaires d'en prendre la responsabilité en évitant les décisions de politiques économiques susceptibles de déstabiliser le marché et en développant les coopérations nécessaires pour assurer une évolution ordonnée des parités. J'ai proposé la création d'une union occidentale pour permettre aux États-Unis et à l'Europe de coopérer sur un pied d'égalité. Il serait normal que le président de l'Union européenne, assisté du responsable de la zone euro et du président de la Banque centrale européenne (BCE), se réunisse régulièrement avec le président des États-Unis, assisté du secrétaire au Trésor et du président de la Réserve fédérale (Fed), afin de débattre des relations entre l'euro et le dollar ainsi que de la stabilité de leur système financier et bancaire respectif.

REF* et *Risques : Quelle est, par ailleurs, la responsabilité des produits financiers non contrôlés, comme la titrisation, ou trop légèrement contrôlé, comme les *hedge funds* ?

Édouard Balladur : Il est évident que les nouveaux produits financiers ont joué un rôle fondamental dans la crise actuelle. Il est à ce stade plus difficile de dire quelle a été leur part de responsabilité, même si l'on a tout lieu de supposer qu'elle n'a pas été négligeable. De fait, la crise de liquidité qui a ébranlé le monde est partie de la titrisation. La révision à la baisse de la note des instruments de titrisation des « *subprimes* » par les agences de notation a fait planer, par contagion, un doute sur la solidité financière de l'ensemble des instruments de titrisation qui, désertés par les investisseurs, n'ont plus été en mesure de fournir la liquidité qu'ils offraient jusque-là aux agents économiques. La différence avec les crises de liquidité précédentes, qui étaient provoquées par

l'arrêt du crédit bancaire, réside probablement dans cette caractéristique nouvelle. Elle a des conséquences importantes. Elle explique probablement pourquoi la politique monétaire a rencontré tant de difficulté à maîtriser la situation. D'une part, l'assèchement des liquidités ne pouvait être traité directement comme il l'avait été par le passé quand il suffisait de réunir quelques banques dans le bureau du président de la banque centrale. D'autre part, les responsables de cet assèchement des liquidités, c'est-à-dire les investisseurs internationaux susceptibles de placer leurs actifs dans des instruments de titrisation, ne se situaient plus dans la zone d'influence des politiques monétaires nationales. Le même constat vaut assez largement pour les *hedge funds*. Nous nous retrouvons donc confrontés au défi de la mondialisation financière sans laquelle le marché de la titrisation et des *hedge funds* n'aurait pas le volume suffisant pour fournir des liquidités importantes à des taux attrayants. Il est évident que le retard pris par les États dans la gestion de cette mondialisation financière porte une lourde responsabilité dans la crise actuelle et dans l'ampleur qu'elle a prise.

REF* et *Risques : Faut-il réagir à la crise en régulant les nouveaux produits ou en régulant plus strictement les banques et les assurances ? Ou faut-il, plus fondamentalement, revoir la philosophie de la régulation financière elle-même ?

Édouard Balladur : Jacques Rueff nous a appris que les marchés étaient des institutions sociales, ce qui veut dire que, pour bien fonctionner, ils doivent être organisés. Naturellement, les règles qui permettent de les organiser ne doivent être ni inconsistantes ni trop lourdes, elles doivent respecter un équilibre qui est le gage de leur succès. Étant donné les montants importants que les banques centrales ont injectés dans l'économie au cours de ces derniers mois, au profit d'agents économiques qui avaient commis des erreurs d'appréciation financière sérieuses, il faut impérativement tirer les leçons de la crise actuelle en termes de régulation de façon à éviter qu'une telle situation ne se reproduise. De nombreux ajustements sont nécessaires concernant l'utilisation de la notation par les régulateurs de banque et d'assurance, la mesure du transfert de risque opéré par la titrisation, l'appréciation du risque des différentes classes d'actifs. En même temps, il faut veiller à ne pas, au nom d'une prudence déplacée, dissuader les placements des investisseurs institutionnels dans les actifs dont nous avons le plus besoin pour la croissance et l'innovation. De ce point de vue, on peut s'interroger sur le bien-fondé des exigences en capital très lourdes imposées aux investissements en actions – et surtout en actions non cotées – des assureurs.

Surtout, des ajustements substantiels devraient être réalisés dans trois domaines. Tout d'abord, la crise a illustré les dangers qu'il y a à laisser les banques sortir de leur métier pour développer de nouveaux produits dont elles ne supportent pas le risque. Ensuite, elle a montré les limites du contrôle actuel des banques et des assurances qui ne tient pas suffisamment compte du fait que les entités contrôlées appartiennent à des groupes financiers beaucoup plus vastes : en l'absence d'une coopération suffisante avec les États, il est clair que ce contrôle ne peut prendre la vraie mesure des risques. Enfin, au-delà du travail très positif du comité de Bâle, il faut promouvoir des règles prudentielles mondiales et une application harmonisée de celles-ci, dans la banque comme dans l'assurance, et sur les marchés financiers.

REF* et *Risques : Les modalités de valorisation des actifs et des passifs selon les nouvelles règles comptables internationales ont-elles contribué, selon vous, à amplifier ou à atténuer l'instabilité financière ? Quelle leçon en tirez-vous ?

Édouard Balladur : Les anciennes règles de comptabilisation au coût historique ou au coût amorti comportaient beaucoup d'arbitraire et ne constituaient souvent que des généralisations abusives de solutions *ad hoc* conçues pour répondre à des soucis particuliers. L'image qu'elles donnaient de la situation financière des entreprises n'était guère fidèle, comme l'ont démontré les crises précédentes. Une évolution était donc nécessaire. Les nouvelles normes comptables élaborées par l'IASB (*International Accounting Standards Board*) sur mandat de l'Union européenne présentent un certain nombre de progrès qu'il faut

saluer. Elles ont été conçues dans une optique internationale. Elles visent à utiliser toute l'information financière disponible. Elles reposent sur la responsabilisation des entreprises. En même temps, l'assimilation de la « juste valeur » idéale (*fair value*) à la valeur de marché paraît relever plus d'une pétition de principe concernant la totale efficience des marchés que d'un souci d'image fidèle. De ce fait, ces normes introduisent dans les bilans des institutions financières une volatilité accrue qui, loin de faciliter la lecture des comptes, la rend plus incertaine encore, notamment dans le cas des institutions dont les passifs et les actifs sont longs (fonds de pension, sociétés d'assurances, etc.). Il est clair que, si les normes prudentielles sont assises sur les valeurs de marché de ces passifs et actifs, elles risquent d'inciter les institutions financières concernées à opérer des arbitrages de très court terme, en totale déconnection par rapport à leurs obligations de long terme. C'est ainsi que des acteurs économiques, dont on s'attendrait à ce qu'ils jouent naturellement un rôle d'absorbeurs de chocs, sont susceptibles de se transformer brutalement en amplificateurs de chocs. S'il est difficile de penser que les nouvelles normes comptables aient pu être à l'origine de la crise actuelle, en revanche, elles ont contribué à l'amplifier et cela est très préoccupant pour l'avenir. Je crois qu'il faut corriger sur ce point les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*). L'IASB semble s'y être décidé. Il appartient à l'Union européenne de veiller à ce que la solution trouvée contribue bien à la stabilité financière de la zone euro.

REF* et *Risques : Quelle politique économique et financière recommandez-vous pour sortir au plus vite de la crise actuelle ?

Édouard Balladur : La crise financière actuelle est la première crise vraiment mondiale, à la fois dans ses causes et dans ses effets. À l'exception de l'effondrement du système de Bretton Woods, les crises précédentes n'ont été mondiales que par leurs effets. Plus que les précédentes, la crise actuelle appelle donc une gestion mondiale. Il faut non seulement harmoniser les positions des vingt-sept pays européens entre elles, mais aussi harmoniser leur position commune avec celle des États-Unis et celles des Grands de l'Asie. Le problème tient à ce qu'il n'existe aujourd'hui aucun cadre de gestion des crises financières au niveau mondial. Et, il faut confesser qu'il n'en existe pas davantage au niveau européen : l'Union européenne a compétence pour édicter des standards financiers mais pas pour les appliquer, tandis que les États membres ont compétence pour appliquer ces standards mais pas pour les faire évoluer en fonction de la situation. Or, toute situation de crise met en cause, d'une façon ou d'une autre, les limites de certains standards financiers qui demandent donc à être modifiés ou suspendus dans l'urgence. La seule autorité européenne ayant compétence pour apporter des solutions aux crises financières susceptibles d'affecter l'Europe, plus précisément la zone euro, est la BCE. Cette situation comporte le risque d'un appel excessif de la politique monétaire, compte tenu des marges de manœuvre que laisse la situation économique. Or, du fait du dérapage de l'inflation observé ces derniers mois, nous sommes justement dans une situation où la banque centrale est prise dans le dilemme entre inflation et croissance. Certes, s'il n'est pas sûr que les taux d'intérêt soient le meilleur instrument pour lutter contre l'inflation aujourd'hui. Je remarque que le niveau élevé des taux en Europe n'a pas empêché le dérapage de l'inflation. Il n'en demeure pas moins qu'il est plus difficile pour la politique monétaire de traiter une crise financière et de soutenir l'activité économique quand l'inflation dérape. Tout cela milite pour une gestion de crise mieux coordonnée dans le cadre de l'Europe et de la zone euro, ainsi que dans le cadre de l'union occidentale dont je propose la création, et dans le cadre du G8 et du Fonds monétaire International (FMI). On ne peut se doter de marchés financiers mondialisés sans se doter en même temps de structures de gouvernance financière mondialisées.

Denis Kessler

Président-directeur général, Scor

Une crise sévère qui appelle des politiques nouvelles

***REF* et *Risques* :** Pensez-vous que la crise actuelle, comme les deux crises précédentes, la crise asiatique et la crise des valeurs internet, devrait être rapidement absorbée ?

Denis Kessler : La crise financière que nous connaissons est beaucoup plus sévère que ne le pensent en général les experts qui se réfèrent aux deux crises précédentes que vous citez. Elle va, en outre, très probablement durer plus longtemps.

Le choc, qui a été estimé récemment à 1 000 milliards de dollars par le Fonds monétaire international (FMI), soit quatre fois plus que ce qu'il prévoyait en octobre 2007, est en effet d'une ampleur largement supérieure aux crises financières précédentes, que ce soit la crise des « *savings and loans* » du début des années quatre-vingt-dix, l'éclatement de la bulle japonaise qui pèse encore aujourd'hui sur l'économie nippone, ou la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix. Non seulement ce choc est d'une ampleur inégalée mais, en outre, il percute pour la première fois l'ensemble du secteur financier et l'ensemble des économies mondiales. Les pertes bancaires ne représentent que la moitié du total, l'autre moitié étant supportée par les assurances, les fonds de pension, les *hedge funds* et diverses entités publiques. Les pertes européennes sont quasiment équivalentes aux pertes américaines. L'Asie, y compris l'Asie émergente, n'est pas épargnée même si elle semble moins affectée à ce stade compte tenu des dynamiques internes de croissance en œuvre dans cette partie du monde.

Il est peu probable que l'activité économique ne soit pas très sérieusement affectée par ce choc. Les vitesses d'évolution monétaire et financière sont nettement plus rapides que les vitesses des variables économiques et l'on observe toujours un phénomène d'hystérésis entre les deux sphères. Aussi, les résultats économiques disponibles aujourd'hui peuvent encore inciter à un certain optimisme. Le rythme de croissance économique s'est situé au quatrième trimestre 2007, dans les pays industrialisés, à des niveaux supérieurs à 2 %. Mais les signes précurseurs d'un retournement économique s'amoncellent : les enquêtes conjoncturelles sont orientées à la baisse, la production industrielle ralentit et le chômage augmente aux États-Unis. De fait, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Ben Bernanke, confessait devant le Congrès américain le 2 avril dernier que l'économie américaine était probablement d'ores et déjà en récession. À l'inverse des États-Unis, l'Europe semble vivre un été indien – cela ralentit l'arrivée de l'hiver mais ne le supprime pas – qui incite ses gouvernants à nourrir des illusions dangereuses sur le découplage des économies européennes par rapport à l'économie américaine. Ce faisant, ils oublient un peu vite un certain nombre de faits dérangeants : les perspectives de production des entreprises et la confiance des consommateurs sont orientées à la baisse dans les enquêtes conjoncturelles, la situation du marché immobilier est pour le moins préoccupante dans un certain nombre de pays (Espagne, Royaume-Uni…) et l'inflation s'envole, sans l'excuse d'une monnaie qui se déprécierait. De fait, on voit mal comment un choc financier de l'ampleur de celui que connaît l'Europe pourrait ne pas affecter sérieusement son activité. De même, il est douteux que les économies émergentes, y compris en Asie, puissent se découpler durablement du destin des économies industrialisées dont elles dépendent pour la moitié de leurs débouchés d'exportation.

Aussi, il n'y aura pas de découplage entre la sphère financière et la sphère économique, pas plus qu'il n'y aura de découplage à terme entre les États-Unis et

l'Europe ? Et j'ajoute qu'il n'y aura pas de découplage entre la France et le reste de l'Europe, invoqué par certains en arguant de nos spécificités.

REF* et *Risques : Comment le secteur de l'assurance et de la réassurance a-t-il plus particulièrement réagi à la crise des marchés financiers ?

Denis Kessler : Il est difficile de se faire, à ce stade, une idée précise de l'impact de la crise sur le secteur de l'assurance et de la réassurance, d'autant que, si l'on excepte les *monoliners* (rehausseurs de crédit), les sociétés d'assurances et de réassurance n'ont pas connu les chocs qui ont frappé certaines grandes banques et qui ont obligé ces dernières à publier une masse d'informations relativement importantes sur leurs expositions. De fait, si l'ensemble des pertes nettes subies par les banques dans le monde sont estimées entre 440 et 510 milliards de dollars par le FMI, celles subies par les assurances seraient de l'ordre de 105 à 130 milliards de dollars. Comparées aux pertes des banques, les pertes des assurances et réassurance ne seraient que marginalement imputables aux « *subprimes* » et aux crédits « *Alt-A* ». La crise est d'abord et avant tout bancaire : les banques avaient sorti de leurs bilans, en recourant à la titrisation sous des formes très variées, des prêts douteux consentis à des emprunteurs peu solvables. Cette masse de créances douteuses, dont la valeur de marché s'est effondrée et dont les échanges se sont écroulés, est peu ou prou réintégrée dans les bilans bancaires, ce qui se traduit par des pertes importantes et ce qui conduit à des recapitalisations massives. La spécificité de cette crise jusqu'à présent est que les banques ont, dans la plupart des cas, trouvé les moyens de leur recapitalisation grâce notamment aux fonds souverains. Tant qu'il y a recapitalisation par le marché – et dans certains cas assez rares par l'intervention directe de l'État (Northern Trust), les banques conservent leur capacité de prêt. Une des questions qui se pose est la permanence de cette situation de capacité de recapitalisation des banques. Par ailleurs, la réaction des autorités monétaires a été une politique d'injection massive de liquidités dans le système bancaire (aux États-Unis et au Royaume-Uni, et dans une moindre mesure en zone euro), ce qui a permis d'éviter l'apparition d'une crise de système et facilite leur refinancement.

Revenons au secteur de l'assurance et de la réassurance. À défaut de disposer de données plus synthétiques, on peut approcher la situation du secteur à partir des cours boursiers, en faisant l'hypothèse de rationalité et d'efficience des marchés financiers. On constate alors que, très curieusement, les cours boursiers des sociétés d'assurances et de réassurance ont connu un parcours similaire à ceux des banques. Cela est plus particulièrement vrai pour les cours des sociétés d'assurance vie. Certes, l'assurance et la réassurance sont, elles aussi, affectées par la crise. À leur actif, comme investisseurs, elles subissent la baisse du cours des actions et, pour les sociétés qui ont investi dans ce type d'actifs, le défaut des « *subprimes* », « *Alt-A* » et autres produits toxiques, elles subissent les difficultés des *hedge funds* dans lesquels elles ont investi. Enfin, elles subissent des pertes potentielles à la suite de la hausse des taux sur les obligations qui ne sont pas *investment grade* ou dont le rehausseur de crédit est en difficulté. À leur passif, elles sont potentiellement impactées par l'assurance des crédits immobiliers et des crédits à la consommation qui sont en défaut, par l'assurance de la responsabilité civile des dirigeants qui seraient mis en cause du fait de la crise, par l'assurance des obligations dont le crédit est affecté par la crise, et par les conséquences de la chute des valeurs et rémunérations financières sur l'assurance vie. Toutefois, on aurait pu s'attendre à une plus grande résilience des valeurs d'assurance à la crise, spécialement par rapport aux valeurs bancaires ; en effet, on sait que, sur le long terme, les risques réels ont une influence prépondérante par rapport aux risques financiers en assurance de dommages notamment, et que les contraintes de liquidité y sont beaucoup moins rigoureuses et coûteuses que dans la banque (le cycle de production y est inversé par rapport à la banque et le bilan y « tourne » une fois tous les quatre à cinq ans en moyenne, quand il se renouvelle plusieurs fois par an chez les banquiers). Depuis la fin du mois de janvier 2008, le marché semble avoir mieux intégré ces spécificités, à tout le moins pour la réassurance ainsi que pour l'assurance non-vie : les

valeurs d'assureurs et de réassurance se sont redressées par rapport aux valeurs bancaires. Insistons sur le fait qu'un élément important à prendre en compte dans la capacité d'une institution financière à faire face à une crise financière est la « viscosité » du passif de son bilan. Prenons deux cas polaires : d'une part, une « Sicav » (Société d'investissement à capital variable) qui a une valeur liquidative à tout moment et, d'autre part, un fonds de pension qui ne sert que des rentes. La crise frappera directement la Sicav qui devra réaliser des actifs pour servir la liquidité pour les investisseurs qui rachètent leurs parts, et ce quelle que soit la valeur des actifs gérés ; et elle concernera de manière médiate le fonds de pension qui n'a d'obligation que de servir du *cash* à terme, les adhérents n'ayant pas la possibilité de demander le remboursement de leurs cotisations préalables. Les sociétés d'assurance de dommages ont un indicateur de viscosité de leur passif très élevé, les sociétés d'assurance vie moins élevé ; en fait, tout dépend des clauses contractuelles prévues. Mais pour ces sociétés, l'indicateur de viscosité est de toute façon nettement supérieur à celui des établissements de crédit.

REF* et *Risques : Quelles sont les principales causes de la crise actuelle ?

Denis Kessler : Il y en a au moins trois principales : les tensions géopolitiques (et le coût de la guerre en Irak), la globalisation, et les politiques économiques où il faut inclure tant les politiques monétaire et budgétaire que la régulation des secteurs financiers.

La guerre a toujours été une source de déséquilibres majeurs. Souvenez-vous de la guerre de Corée. Souvenez-vous aussi de la guerre du Vietnam qui s'est soldée par la détérioration de la situation des finances publiques fédérales, par l'apparition d'un déficit des paiements courants, par la suspension de la convertibilité-or du dollar suivi de sa chute, par l'effondrement du système de Bretton Woods, par l'envolée du prix des matières premières ainsi que du pétrole, et par l'emballement de l'inflation dans le monde. Six ans séparent la décision d'intervention militaire de Johnson en 1965 et la suspension de la convertibilité-or du dollar par Nixon en 1971. On ne peut pas manquer de faire un parallèle avec la situation actuelle. La crise des « *subprimes* » éclate en 2007, six ans après l'intervention en Afghanistan, suivie de la guerre en Irak, alors que le déficit des paiements courants américains atteint des sommets historiques, que les prix des matières premières et du pétrole se situent à des niveaux historiquement élevés et que l'inflation semble être malheureusement de retour.

La globalisation est aussi l'une des causes importantes de la crise actuelle. Nous sommes probablement en présence de la première crise financière globale à la fois par ses causes, sa nature et ses conséquences. Il est clair que l'accélération de l'inflation est globale : la hausse du prix du pétrole est liée à une tension globale sur les capacités et non à la décision unilatérale de l'Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole) comme dans les années soixante-dix. De même, la hausse du prix des produits alimentaires est-elle liée à la tension mondiale sur la demande… Les déséquilibres des paiements courants sont eux-mêmes globaux : ils affectent quasiment toutes les parties du monde, les États-Unis comme l'Europe et l'Asie, les pays industrialisés comme les pays émergents et les pays en développement, les flux financiers comme les échanges commerciaux et les échanges de services. Le désajustement des parités est aussi global : il concerne toutes les monnaies, en ce sens que toutes les parités paraissent aujourd'hui « désajustées », pas seulement celles du dollar et de l'euro mais aussi celles du yen, des monnaies de l'Asie émergente, au premier rang desquelles le yuan, et des monnaies d'Amérique latine et d'Afrique.

Enfin, les politiques économiques ont elles-mêmes une responsabilité substantielle dans la crise actuelle. D'une part, la politique monétaire suivie dans le monde depuis la crise des valeurs internet et l'attaque du World Trade Center est restée trop longtemps excessivement « accommodante ». Les taux d'intérêt très bas qui ont prévalu au cours de cette période ont incité les investisseurs à rechercher du risque pour trouver la rémunération dont ils avaient besoin pour couvrir les hausses de taux qu'ils avaient anticipées. Cela explique les excès de faveur dont la titrisation a joui auprès des investisseurs. Il en est résulté une sous-tarification du risque. Les bas taux d'intérêt ont

aussi contribué à l'explosion de l'endettement dont témoigne la fortune des LBO (*leverage buy-out*) – les taux d'endettement des ménages et des entreprises ont augmenté de 50 % en dix ans aux États-Unis et en Europe ! D'autre part, la régulation prudentielle du secteur financier dans le monde a induit un transfert de risque massif entre les agents au cours de ces dernières années. Des exigences prudentielles en capital trop souvent déconnectées de la réalité du risque, telle qu'appréciée par les modèles internes par exemple, ont incité les institutions financières à utiliser le transfert de risque, et notamment la titrisation, non point pour optimiser la couverture du risque porté par elles mais pour ajuster le niveau de ce risque au niveau des exigences réglementaires. Enfin, la focalisation du marché financier sur le ROE (*return on equity*) des institutions financières a contribué à cette « optimisation » de leur base de capital qui a pu produire des effets pervers en les incitant à trop externaliser les risques qu'elles avaient souscrits.

***REF* et *Risques* :** Quel doit être l'apport de la politique macroéconomique, tant monétaire que budgétaire, à la stratégie de sortie de crise ?

Denis Kessler : Tout semble nous montrer que la politique macroéconomique est largement inefficace dans les circonstances actuelles, avec pour conséquence que la crise devrait être non seulement plus sévère que les crises précédentes mais aussi plus longue.

La stratégie « Greenspan », reprise par Ben Bernanke, consistant à inonder de liquidités l'économie et à baisser les taux d'intérêt monétaires n'a pas jusqu'ici donné les résultats escomptés. Cette stratégie évite les crises aiguës de liquidité mais ne répond pas à la crise financière qui génère ces crises de liquidité. Il y a à cela deux raisons. D'un côté, cette politique de bas taux d'intérêt a été assez largement la cause de la crise actuelle, comme on vient de le voir. Les acteurs économiques sont surendettés – la preuve, c'est qu'ils ne parviennent pas à rembourser leurs dettes ! – et la solution serait de baisser les taux d'intérêt pour *in fine* maintenir le flux de crédit à ces acteurs surendettés… De l'autre côté, l'épicentre de l'onde de choc qui a frappé le système financier mondial se situe sur les marchés, dans une myriade de véhicules de titrisation et non dans quelques banques bien connues. À l'inverse de celles-ci, il ne peut être atteint que très indirectement par la politique monétaire, dans le cadre de mouvements de liquidité assez largement aveugles et de grande ampleur qui le réduisent très sensiblement, voire l'annulent. Mais, il n'y a pas que la politique monétaire à avoir perdu de son efficacité, c'est aussi le cas des finances publiques. D'une part, les déficits structurels des finances publiques des pays industrialisés sont, en moyenne, supérieurs à ce qu'ils étaient lors de la crise précédente au début des années 2000, ce qui laisse donc moins de marge de manœuvre pour soutenir l'économie. Cela est particulièrement vrai pour la France qui présente le déficit structurel le plus élevé de la zone euro. D'autre part, le fait que le cœur de la crise de liquidité se situe sur les marchés pose le même problème aux finances publiques qu'à la politique monétaire.

L'usage qui est fait depuis plusieurs années de la politique monétaire et de la politique budgétaire comporte des risques de plus en plus sérieux pour l'économie. En inondant de liquidité une économie qui est déjà surliquide, la politique monétaire incite à la poursuite de l'endettement qui se situe déjà à un niveau excessif ; elle crée les conditions nécessaires et suffisantes au dérapage de l'inflation, elle pourrait favoriser l'éclosion d'une nouvelle bulle spéculative. Mais, surtout, en renflouant systématiquement les institutions bancaires qui sont confrontées à des problèmes de liquidité lors des crises financières, les politiques monétaire et budgétaire pénalisent les concurrents bien gérés et introduisent un aléa moral très significatif dans la gestion de ces institutions. Les banques sont incitées à accorder moins d'attention à la gestion de leurs risques dans la mesure où elles sont susceptibles d'être sauvées en cas de difficulté. Comme preuve des effets déstabilisants de cet aléa moral, on notera qu'une agence de notation s'est récemment demandé si elle ne devait pas accorder systématiquement aux banques une notation équivalente à celle des titres souverains en raison de cette garantie implicite des pouvoirs publics, monétaire ou budgétaire !

Le traitement de la crise actuelle relève donc moins de la politique macroéconomique – monétaire ou budgétaire – qui a atteint les limites de ce qu'elle pouvait faire, ou d'un renforcement de la régulation, que d'une bonne politique de réformes structurelles. Plus que jamais, et en France plus qu'ailleurs, la réforme structurelle constitue la priorité. L'agenda de la réforme est bien connu : il couvre à la fois la flexibilisation du marché du travail, la simplification du droit social, la baisse des prélèvements obligatoires, la réduction de la dépense publique, la résorption rapide des déficits publics, l'ouverture à la concurrence des secteurs « protégés », notamment des assurances sociales.

REF* et *Risques : Faut-il alors réagir à la crise en régulant plus strictement les banques, les assurances et la finance structurée ?

Denis Kessler : Il est en effet de coutume de réagir aux crises en s'étonnant tout d'abord des « erreurs commises par les agents économiques, les spéculateurs, naturellement aveuglés par la poursuite du profit qui les inciterait à privilégier le court terme ». L'évidence de ces erreurs et l'incapacité du marché à les éviter conduisent tout naturellement ceux qui croient en l'État rationnel, omniscient et bienveillant, à proposer, dans l'urgence, un renforcement de la réglementation destiné à favoriser la transparence du management et à mieux encadrer la prise de risque et les choix des acteurs. Le renforcement de la régulation, en même temps qu'il augmente la responsabilité des pouvoirs publics dans le bon fonctionnement des banques, accroît la légitimité – voire la nécessité – d'un sauvetage public de celles-ci lorsqu'elles seront confrontées à une nouvelle crise dans le futur. Or, comme nous l'avons vu, cette disponibilité affichée de l'État à sauver les banques induit un phénomène d'aléa moral qui accroît cependant la probabilité d'une nouvelle crise, vraisemblablement d'un nouveau type. C'est ainsi que l'on renforce un cercle vicieux. Il est curieux que rares soient ceux qui s'interrogent sur les raisons qui font que, en dépit du renforcement continu de la régulation prudentielle, les crises financières n'aient diminué ni en nombre ni en ampleur. Nous partageons tous la même culture financière et la crise actuelle est tout autant l'échec des banques, que celui de l'État régulateur et des autres responsables politiques, notamment de la politique monétaire ou de la politique comptable (les normes IFRS, *International Financial Reporting Standards*, ont incontestablement amplifié la crise). Cela devrait inciter tout le monde à la modestie car tout le monde s'est trompé et personne, surtout pas le régulateur, n'a la solution au problème posé.

Le renforcement de la régulation prudentielle peut avoir un autre effet pervers si l'on n'y prend garde. Il peut tout simplement créer les conditions d'une nouvelle crise. Dans le renforcement de la régulation prudentielle, il y a implicitement cette croyance selon laquelle un peu plus de prudence ne peut jamais faire de mal tandis qu'un peu de moins de prudence est une liberté concédée qui a toujours un coût. Or, ce point de vue est erroné. Une régulation trop prudente n'est pas nécessairement meilleure et, surtout, elle ne réduit pas forcément les risques de crise ; elle a même de fortes chances de les accroître. La régulation ne doit pas être considérée d'un point de vue uniquement statique. Les institutions financières réagissent à la régulation, elles adaptent leurs comportements. Si l'on relève les exigences prudentielles, par exemple les exigences en capital, au-delà de ce que le marché estime raisonnable, de ce que le consommateur est prêt à payer, on incite le marché soit à abandonner les activités concernées, soit à chercher de nouvelles façons de rendre le même service qui permettent d'échapper à ces exigences prudentielles. Pour cela, le risque doit être transféré à d'autres acteurs qui ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Le risque ne disparaît donc pas mais il est localisé ailleurs dans l'économie et il est, selon toute probabilité, logé à un endroit où il est moins bien géré par des acteurs moins capables de le porter. Plus le risque est disséminé dans de nombreux bilans – financiers ou non –, plus il est difficile à traiter lorsqu'il s'aggrave. Au final, le niveau de risque global a selon toute vraisemblance augmenté dans l'économie. C'est toute l'histoire des excès récents de la titrisation. La réponse à cela n'est certainement pas le « plus de régulation » mais une régulation plus pertinente et plus efficace qui tienne

bien compte des incitations qu'elle génère de façon à respecter le bon équilibre entre le « trop » et le « pas assez ».

Pour ce qui concerne plus particulièrement l'assurance et la réassurance, leur régulation devrait être améliorée sur plusieurs points. Tout d'abord, la volatilité introduite par la *fair value* des nouvelles normes comptables internationales devrait être atténuée afin de mieux prendre en compte l'horizon plus long de la (ré)assurance et le fait que les contraintes de liquidité y soient moins sévères que dans la banque. Je fais référence à l'indicateur de viscosité évoqué auparavant. Cela pourrait être réalisé soit en adaptant la définition de la *fair value* afin de lui permettre de tenir compte de l'horizon moyen de détention des actifs en fonction des passifs, soit en modifiant les règles de solvabilité de façon à ce que les exigences en capital soient proportionnées au risque tel qu'apprécié à l'horizon de temps cohérent avec la duration des passifs. Cela serait particulièrement utile pour les investissements en actions qui présentent, sur le long terme, un mouvement de retour vers la moyenne qui est très intéressant pour la couverture des engagements longs des assureurs et réassureurs. Pour cela, il serait toutefois nécessaire que les *standard-setters* et les régulateurs abandonnent leur approche traditionnelle selon laquelle l'excès de prudence n'a pas de conséquences négatives significatives et privilégient une approche en termes d'adéquation optimale à la réalité du risque. Enfin, il faudrait que les autorités de contrôle soient plus prudentes dans l'usage qu'elles font de la notation des agences pour calculer les exigences en capital sur les actifs.

Last but not least, le temps nous semble venu de réfléchir sur l'objectif implicite de la réglementation de l'activité d'assurance qui est d'immuniser aussi complètement que possible le consommateur des aléas de la gestion des sociétés d'assurances. Cela n'est pas spécifique à l'assurance et se retrouve dans la réglementation des banques et des marchés financiers. Mais, il est clair que, au-delà d'un certain point, ce principe d'immunisation conduit à déresponsabiliser totalement les consommateurs qui n'ont plus aucune incitation à contrôler leurs sociétés puisque ce contrôle est effectué par ailleurs par les autorités compétentes. Cela revient à rendre inopérante une grande partie des forces du marché dont l'apport le plus précieux vient justement de la pression qu'elles exercent sur la qualité du service, sur son adéquation aux besoins des consommateurs et sur sa capacité à se renouveler. Aucun marché ne peut fonctionner correctement sans consommateurs actifs et responsables. De ce point de vue, nous sommes confrontés à une problématique de « lame de rasoir » : l'excès d'immunisation du consommateur induit des déséquilibres qui nécessitent toujours plus de régulation immunisatrice.

***REF* et *Risques* :** Dans ces conditions, quel serait le dispositif le plus adapté pour traiter les crises financières et bancaires ?

Denis Kessler : Si l'on veut éviter une détérioration de la qualité de la gestion de nos banques, il faut absolument résister à la tentation simpliste du renforcement de la régulation pour s'interroger sur les modifications à apporter à l'équilibre de la régulation actuelle, au vu de ses échecs récents, et mettre un terme à la « garantie implicite » de l'État qui incite à la prise de risque excessive et pénalise les concurrents bien gérés.

Pour cela, on pourrait s'inspirer de mécanismes expérimentés dans d'autres secteurs financiers, comme en assurance avec Garéat (Gestion de l'assurance et de la réassurance des risques attentats et actes de terrorisme) en France et TRIA (*Terrorism Risk Insurance Act*) aux États-Unis qui permettent de couvrir les attentats terroristes ayant atteint une dimension systémique. Les banques en difficulté se verraient accorder la garantie de l'État pour emprunter sur le marché les liquidités nécessaires. Cette garantie qui serait facturée aux banques au prix de marché de la garantie (tenant compte du niveau effectif des risques particuliers de telle ou telle institution financière) devrait comporter une clause très significative de participation aux résultats en cas de retour à bonne fortune. Ainsi, contrairement à la situation actuelle, la pérennité des banques concernées serait assurée sans que les actionnaires peu diligents des banques puissent bénéficier du retour de l'institution à une

meilleure fortune obtenue grâce au secours de l'État ou grâce à des avances faiblement rémunérées des banques centrales, aux conditions identiques pour tous les acteurs. Cela constituerait, selon moi, une puissante incitation à la bonne gestion, ne déresponsabiliserait pas les actionnaires et introduirait une discrimination positive des établissements de crédit en ne pénalisant fortement que ceux qui ont une mauvaise gestion de leurs risques.

Cette solution présente plusieurs avantages. Tout d'abord, comme je l'ai dit, elle a été expérimentée avec succès dans l'assurance. Ensuite, elle donnerait enfin des incitations correctes à la bonne gestion du risque aux institutions financières et réduirait donc les risques de nouvelle bulle spéculative à l'avenir, contrairement à la situation actuelle qui rend plus que probable une nouvelle bulle. Enfin, elle protègerait mieux les politiques monétaire et budgétaire. On voit bien que, aujourd'hui, la politique monétaire est prise dans un dilemme entre l'inflation qui dérape et les banques qu'il faut soutenir tandis que la politique budgétaire est, elle-même, prise dans un autre dilemme entre la soutenabilité des finances publiques, surtout au sein de la zone euro, et le soutien à l'activité ainsi qu'aux consommateurs.

Philippe Marini

Sénateur

Une crise traditionnelle dans son processus et novatrice dans ses modalités de diffusion

***REF* et *Risques* :** En tant, en particulier, que rapporteur général de la commission des Finances du Sénat, vous avez suivi la crise financière que nous traversons à l'échelon mondial. Quel regard portez-vous sur la situation ?

Philippe Marini : Rapporteur au nom de la commission des Finances du Sénat d'un certain nombre de textes financiers, j'ai encore eu, tout récemment, à traiter d'une série de lois transposant des directives européennes relatives aux marchés financiers et à l'assurance. Mais, si je m'exprime ici aux côtés d'économistes réputés, c'est moins à ce titre que pour apporter un point de vue politique sur une crise qui touche à la nature même du système financier mondial, et à des règles du jeu dont les pouvoirs publics des grands pays de la planète sont les garants en dernier ressort.

C'est ce caractère systémique, qui peut faire craindre un impact sur l'économie réelle et donc sur l'équilibre de nos finances publiques, que j'ai à connaître en ma qualité de rapporteur général du budget.

Nul ne peut plus soutenir que cette crise, qui frappe au premier chef les États-Unis, n'est pas devenue mondiale : le « nuage » des « *subprimes* » ne s'arrête pas aux frontières du système bancaire français. Même si elle n'est pas sans lien avec celles qui l'ont précédée, la crise actuelle procède moins de ruptures ponctuelles ou de comportements déviants de tel ou tel agent que du ressort majeur des marchés financiers depuis le début de la présente décennie, la titrisation. Avec la systématisation de cette pratique, on a assisté à une sorte de dévoiement du métier de banquier : les banques se sont écartées de leur cœur de métier, qui est l'octroi du crédit, au profit de la gestion fine du risque. Mais il ne s'agit pas pour autant de faire des banques des boucs émissaires. Les responsabilités sont largement réparties entre les différents maillons de la chaîne financière.

On peut ainsi mettre l'accent sur le rôle des *hedge funds* qui, s'ils ne sont pas ceux par qui la crise est arrivée, ont largement contribué à celle-ci en généralisant la recherche de rendements élevés à court terme.

Il faut aussi mentionner les agences de notation qui ont mal perçu les risques associés à des produits et à des circuits de financement toujours plus complexes et qui, également, fonctionnent dans des conditions peu transparentes.

Enfin, il convient de souligner la part de responsabilité des autorités de régulation et des banques centrales. Certes, ces dernières auraient sans doute pu se montrer plus vigilantes dans leur devoir d'alerte mais, si responsabilité il y a, elle est structurelle et tient à la politique d'argent facile qui est pour beaucoup dans le développement d'une bulle spéculative et l'explosion d'un endettement à la fois excessif dans son montant global et peu transparent dans les risques dont il est porteur.

Parallèlement à ce diagnostic, qui fait de cette crise avant tout une crise de confiance, on insistera aussi sur un élément d'optimisme : la mobilisation précoce des différentes autorités et acteurs institutionnels des marchés financiers, à commencer par les gouvernements réunis au sein du G8.

REF* et *Risques : Cette crise vous paraît-elle d'un genre nouveau ?

Philippe Marini : La crise actuelle est une crise à la fois « traditionnelle » dans son processus (contagion immobilière > bancaire > financière > boursière > économie réelle) et « novatrice » dans ses modalités de diffusion, caractéristiques de la « financiarisation ».
Comme dans celles qui l'ont précédée, on relève :
- une « zone grise » qui laisse apparaître des espaces mal régulés, en l'espèce le crédit immobilier aux États-Unis, et ce qu'il est convenu d'appeler les véhicules structurés déconsolidants ;
- un accès facile au crédit dû à une baisse artificielle des taux d'intérêt réels surtout aux États-Unis ;
- la recherche effrénée de rendements élevés avec pour corollaire une prise de risques mal maîtrisée.
Mais on y décèle, en outre, des formes nouvelles dans ses mécanismes de propagation éminemment transversaux : « marchéisation » du risque qui tend à se démultiplier et se diffuser plutôt qu'à se mutualiser, retour de la prime de liquidité, pénurie de fonds propres et de liquidité, enfin, après l'abondance.
Le caractère novateur tient aussi à ce qu'elle est perçue comme la conséquence d'une sous-information. Le manque de transparence sur les risques réels, encourus par les uns et par les autres, a fini par porter atteinte à la crédibilité de l'ensemble du système. On est passé d'incidents graves mais ponctuels, avec la remise en cause des informations disponibles sur telle ou telle grande entreprise (on pense bien sûr à Enron, WorldCom ou Parmalat), à un doute sur la capacité des opérateurs financiers à faire face à des engagements mal déterminés.
La marchéisation des risques a sans doute protégé le système financier de ruptures brutales, étendu les capacités de financement du crédit et de la croissance, mais elle a également diffusé ce risque dans des conditions suffisamment opaques pour justifier des doutes sérieux sur la solvabilité d'un grand nombre de banques.
Si la phase actuelle s'apparente à ce qu'on a connu par le passé, avec des phénomènes – heureusement ponctuels – de panique bancaire et un pessimisme général qui donne le sentiment que l'on n'en finit pas de sortir de la crise, force est de s'inquiéter face au cercle vicieux des dépréciations à répétition et du climat de suspicion qui a conduit à la contraction du crédit interbancaire. Cette dernière conséquence illustre une perte de confiance mutuelle entre les banques mais aussi le renforcement de la contrainte de liquidités consécutive à l'arrêt du financement à court terme, et plus spécialement au blocage du marché de la titrisation.

REF* et *Risques : Quelles conséquences voyez-vous pour la place financière de Paris ?

Philippe Marini : Celle-ci devrait, comme les autres places, pâtir de craintes sur la situation réelle des banques (qui pourraient encore être affectées par les difficultés de certains opérateurs comme les assureurs *monolines* aux États-Unis), d'un recul des indices boursiers, ainsi que du coup d'arrêt brutal au développement de certains segments de marché : titrisation et refinancements de LBO (*leverage buy-out*). Mais le mouvement est moins prononcé qu'ailleurs, ne serait-ce que parce que les banques françaises semblent, pour l'instant, relativement moins exposées – même si certains observateurs mentionnent des dépréciations de l'ordre de 11 milliards d'euros à la fin 2007 – et que le marché français de la titrisation est réduit, les fonds communs de créances (FCC) n'ayant pas remporté le succès escompté.
Contrairement au Royaume-Uni, et surtout aux États-Unis, le modèle français de régulation n'est pas fondamentalement remis en cause car les dégâts au sein des banques françaises sont infiniment moindres que pour leurs homologues anglo-saxonnes : ainsi Citigroup, dont le modèle de type conglomérat est aujourd'hui contesté, a dû passer pour 37 milliards de dollars de dépréciations.
La démarche de « meilleure régulation » de l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui est en quelque sorte le pendant de la démarche « Mieux légiférer » entreprise au niveau européen, s'en trouve plutôt confortée : il convient d'éviter une réglementation aveugle et « policière » pour tenir compte des profils des investisseurs selon un équilibre transparence/compétitivité. Des réformes institutionnelles doivent

cependant être menées à bien… Je les évoque plus loin. Il y a une opportunité pour la place française : si les établissements financiers résistent à la crise, et compte tenu des futures réformes à attendre de la loi de modernisation de l'économie (régime des impatriés inspiré de la « *remittance basis* », compartiment professionnel et réforme de l'appel public à l'épargne, modernisation de la gestion collective...), notre système de régulation, lié aux initiatives européennes (et en particulier au Plan d'action pour les services financiers, PASF), pourrait voir sa crédibilité renforcée dans une perspective de transposition aux pays émergents.

REF* et *Risques : Les organismes de tutelle et de contrôle sont-ils adaptés à ce type de situation ?

Philippe Marini : Surtout aux États-Unis, la multitude des régulateurs bancaires et d'assurance a créé des interstices de non-régulation. Même en France, il y a clairement un morcellement des autorités. D'où l'idée de fusion de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (Acam), selon le modèle dit « *twin peaks* » : un axe sectoriel pour la régulation prudentielle de la bancasurrance, un axe transversal pour la régulation de marché. Cela correspond d'ailleurs au système qui devrait être mis en place en Espagne.

Faut-il aller plus loin et promouvoir un régulateur totalement intégré, à l'image de la *Financial services Authority* (FSA) anglaise ? Je reste attaché à cet objectif compte tenu de la marchéisation des risques, mais il faut éviter d'être confronté aux critiques dont a fait l'objet la FSA s'agissant de la surveillance des banques. Les mandats des uns et des autres doivent être précis.

De même, le pilier 2 de Bâle II (fondé sur le principe d'un dialogue structuré entre établissements et superviseurs) devrait permettre d'atténuer le caractère procyclique de l'approche de Bâle par des exigences additionnelles en fonds propres en phase de croissance.

REF* et *Risques : Les normes internationales (notamment IAS, *International Accounting Standard*) sont-elles un facteur aggravant et peut-on corriger les difficultés induites ?

Philippe Marini : La crise coïncide avec la généralisation de la *fair value* promue par les normes IAS, en particulier la norme IAS 39 relative à la valorisation des instruments financiers.

J'ai constaté récemment que la polémique sur les effets pervers de la *fair value* (qui m'avaient été signalés lors de la mission d'information que j'ai présidée sur les centres de décisions économiques [1]) s'étendait au monde anglo-saxon. Trois membres de l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) ont adressé une tribune au *Financial Times* pour inviter l'*International Accounting Standards Board* (IASB) à revoir sa conception de la valorisation des actifs.

Le problème est réel mais, dans la situation actuelle, ne serait-il pas contre-productif de modifier l'instrument de mesure ? La critique renvoie à une défiance légitime à l'égard du processus décisionnel de l'IASB dont le fonctionnement n'est ni vraiment transparent ni assez « démocratique ». Je signale à cette occasion que si les Français s'étaient révélés un peu plus actifs dans ces instances, on aurait peut-être évité les excès d'une conception de la comptabilité trop axée sur le court terme.

Les normes IAS ont révélé les difficultés de valorisation des instruments complexes et parts de véhicules de titrisation : le *marked to market* est apparu inopérant compte tenu de la raréfaction des transactions, puis les *proxies* et le *marked-to-model* n'ont fait qu'accentuer la défiance sur la valorisation réelle et le niveau des pertes latentes des banques et des opérateurs qui portent les risques. Le niveau élevé des dépréciations a ensuite impacté les cours des banques et nécessité des recapitalisations massives pour respecter les ratios prudentiels de capitaux propres. Les normes ont donc, d'une certaine manière, amplifié la crise. Mais elles l'ont sans doute aussi révélée plus rapidement. Une remise en cause globale serait probablement dangereuse en période de crise, mais des aménagements sont vraisemblablement possibles et souhaitables pour lisser les dépréciations, et donc les besoins en fonds propres.

Cette controverse me conduit à évoquer la question de l'utilisation des modèles mathématiques. Certains professionnels doutent de la capacité de ces derniers à modéliser les *collateralized debt obligations* (CDO).

Ceux-ci intègrent des hypothèses contestables parce que non vérifiables, dont la variation modifie la valeur théorique du CDO. Ce qui est sûr, c'est que l'excessive sophistication des modèles de valorisation n'est pas une solution et qu'il ne faudrait pas qu'ils deviennent, comme on l'a dit, des sortes de « boîtes noires » aux conséquences imprévisibles.

REF* et *Risques : Voyez-vous des ajustements du cadre juridique des acteurs ou des produits financiers ?

Philippe Marini : La nature de la crise appelle des réponses proportionnées et de nouvelles pratiques des acteurs financiers comme des régulateurs plutôt que la multiplication de nouvelles règles, venant alourdir un corpus déjà pesant, et qui n'évitent pas les contournements.
L'analyse du risque financier s'est considérablement affinée, notamment à la faveur de Bâle II – qui prend en compte les risques de crédit, de marché, de liquidité et surtout le risque opérationnel, innovation par rapport à Bâle I –, mais les relations entre ces risques et l'hybridation des risques nécessitent de ne pas s'en tenir aux seuls modèles quantitatifs.
Plutôt que d'imaginer des « rustines réglementaires » et d'imposer un cadre très contraint à la titrisation qui fait désormais partie intégrante de la dynamique des marchés, il importe de tenter d'être en avance d'une crise par des mesures structurantes.
À ce stade, les pistes les plus prometteuses me semblent être :
- l'instauration d'une procédure européenne d'enregistrement et d'agrément des agences de notation selon des critères stricts d'indépendance organisationnelle, de fiabilité et de transparence des méthodes utilisées, susceptible de faire ultérieurement l'objet d'une reconnaissance mutuelle avec le système NRSRO (*Nationally recognized statistical rating organisations*) américain ; il ne s'agit finalement guère que de « communautariser » et amplifier, sous l'angle des marchés financiers, une procédure qui existe déjà dans le cadre de Bâle II ;
- le renforcement de la standardisation des véhicules structurés sur le même modèle que certains dérivés (contrats à terme) qui sont standardisés, soit par cotation sur un marché réglementé ou organisé, soit (pour les instruments de gré à gré) par recours à un contrat-type conforme aux préconisations de l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). De même, il convient d'accroître les exigences d'information sur le risque encouru dans les prospectus des OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) et véhicules analogues.

REF* et *Risques : Pensez-vous que les modes de rémunération de certains financiers accroissent la volatilité ?

Philippe Marini : Il est inévitable que les courtiers et salariés du *front office* soient largement rémunérés sur une base variable ; on ne changera sans doute pas fondamentalement cette logique. Ce n'est pas tant le principe que le niveau absolu de rémunération qui est en cause.
Des bonus trop élevés peuvent en effet favoriser une logique de « passager clandestin » : « empocher » son bonus et « advienne que pourra ». C'est là une affaire de pratique professionnelle et de régulation. Les autorités de contrôle peuvent ainsi encourager le recours à des rémunérations différées liées aux performances à moyen terme.
La rémunération des agences de notation est également contestable lorsqu'elles sont en situation de conflit d'intérêts (tel est le cas lorsqu'il s'agit de la notation de *structured investment vehicles* – SIV – dont elles sont co-sponsors). Les réformes présentées par les agences ont généralement été considérées comme insuffisantes, en particulier aux États-Unis. Il est probable qu'elles seront soumises à une régulation plus serrée qui reconnaîtra leur statut de normalisateur privé, ce qui ne fera que réaliser ce que beaucoup réclamaient en vain depuis des années. J'avais été l'un des premiers en France à m'exprimer à ce sujet, en 2003.

REF* et *Risques : Comment s'organise la gestion de la crise globale ? Quels sont les relais européens adéquats ?

Philippe Marini : Depuis le mois d'août dernier, on

a assisté à une véritable prise de conscience de la nécessité d'une gestion internationale de la crise : interventions massives et concertées des banques centrales, déclarations conjointes des États. Satisfaisantes à court terme, ces réactions suffisent-elles à résoudre les problèmes structurels ?

Certes, le G8, dont les débats témoignent encore d'une certaine différence d'approche entre l'Europe et les États-Unis, s'efforce de faire preuve de persuasion, sans pouvoir se faire aussi précis et prescriptif qu'une autorité de régulation. Du côté de l'Europe, il y a un véritable test de la volonté d'États membres, aux traditions financières différentes, d'adapter leur modèle de régulation**.** La crise accélère le cheminement vers un renforcement des échelons européens de régulation, avec le probable renforcement des comités de niveau 3**,** qui était déjà latent dans les critiques de 2006-2007 sur le processus Lamfalussy. Mais ira-t-on aussi loin qu'il serait souhaitable ?

Sur un plan plus général, on peut se demander si, malgré l'action rapide et énergique des banques centrales, celles-ci poursuivent la bonne stratégie en fonction des bons indicateurs**.** Les banques centrales sont-elles bien « formatées » pour ce type de crise ? Ne se concentrent-elles pas de façon trop exclusive sur un objectif d'inflation qui correspondait effectivement au risque majeur au moment où elles ont acquis leur indépendance et se sont constitué un corps de doctrine ?

On a ainsi de bonnes raisons de penser que la Banque centrale européenne (BCE) se trompe d'objectif. Il conviendrait que la BCE – qui devrait être incitée, à l'instar de la Réserve fédérale (Fed) des États-Unis à être plus transparente, et notamment à publier les comptes-rendus de ses réunions internes – fasse connaître son analyse de l'évolution des marchés, qu'il s'agisse des marchés monétaires ou de ceux portant sur des actifs financiers ou réels. C'est à ce prix qu'elle gagnerait en crédibilité. La BCE intervient à bon escient mais sans offrir aux agents la visibilité et la lisibilité qu'ils sont en droit d'attendre. Elle ne doit pas hésiter à prendre position en ce qui concerne le niveau de valorisation des actifs à risque, au premier rang desquels il faut mentionner les actifs immobiliers. Mais c'est le cœur de la thérapeutique appliquée, en l'occurrence la baisse des taux d'intérêt, qui, aussi indispensable soit-elle, doit faire réfléchir dès lors qu'elle intervient dans une situation de surliquidité déjà alimentée par les excédents des pays émergents. Ne risque-t-elle pas de créer une nouvelle bombe à retardement monétaire porteuse de crises à venir aux modalités encore inconnues ? Nul doute que l'on va devoir se préoccuper très vite de parer aux conséquences éventuellement dommageables de tels remèdes de choc tant en matière d'inflation que de taux de change. Cela suppose, à tout le moins, un dialogue « franc » avec les autorités monétaires américaines et la mise en œuvre d'une vraie doctrine du FMI qui en est actuellement dépourvu.

Note

1. Rapport d'information n° 347 (2006-2007) au nom de la Mission commune d'information sur la notion de centre de décision économique, et ses conséquences en termes d'attractivité du territoire national.

Michel Rocard

Ancien Premier ministre

Il faut reprendre les rênes du capitalisme dans sa forme mondiale et financière

***REF* et *Risques* :** L'instabilité du dollar et le manque de coopération financière internationale ont-ils contribué à la crise actuelle ou à l'ampleur que celle-ci a prise ?

Michel Rocard : Le recul du dollar reflète une perte de confiance des investisseurs internationaux dans la monnaie américaine, et cela se comprend ! En cherchant les causes de l'instabilité actuelle de l'économie mondiale, on revient inéluctablement au rôle des États-Unis. Je pense évidemment à la triple dette américaine – des ménages, des entreprises et de l'État – qui vient de dépasser 39 000 milliards de dollars. Elle commence son envolée sous Reagan, dans les années 1980, et ne cesse d'augmenter depuis, avec quelques années de stabilité sous Clinton. Aujourd'hui, elle a atteint un niveau record de 230 % du produit national ; à titre comparatif, lors de la grande dépression de 1929, la dette américaine s'élevait à environ 130 %.

L'envolée de la dette américaine coïncide dans le temps – Est-ce une simple coïncidence ? Ou bien les États-Unis en avaient-ils besoin pour financer leur dette ? – avec la libéralisation des marchés et l'internationalisation des flux financiers : « libéralisation », c'est à cela que se résume la coopération internationale en matière financière. Ce mouvement mondial a provoqué un déséquilibre permanent au sein du système économique : depuis 1980, la sphère financière y occupe une place toujours plus centrale, au détriment du système de production, des entreprises et des salariés qui créent des biens et des services. Ce déséquilibre de pouvoir entre le pouvoir financier et l'économie réelle est terrible ; il porte en lui le germe d'une crise économique généralisée. Les liquidités, qui circulent d'un bout du monde à l'autre, dans l'espace d'une seconde ont atteint des volumes inédits dans l'histoire du capitalisme. Mais elles ne visent pas, ou en tout cas pas suffisamment souvent, à soutenir des investissements à long terme et ne permettent donc pas aux sociétés de se développer. Tous les banquiers vous le diront : les politiques économiques n'ont pas de prise sur la façon dont ces liquidités sont utilisées dans l'économie mondiale. Poussés par une compétition aussi mortifère que vaine, les investisseurs tendent à préférer les projets spéculatifs et les gains à court terme.

***REF* et *Risques* :** Quelle est la responsabilité du développement des produits financiers non contrôlés (titrisation par exemple) ou seulement légèrement contrôlés (*hedge funds* par exemple) ?

Michel Rocard : La titrisation, et plus généralement l'innovation financière, sont des techniques ingénieuses et souvent utiles. Prenez l'activité de rehaussement de crédit ; aux États-Unis, il s'agit à l'origine de faire bénéficier les collectivités locales de meilleures conditions de crédit que ce qu'elles obtiendraient par des financeurs locaux ; c'est excellent. Ce n'est donc pas le produit et la technique qui sont en jeu. Le problème naît de ce que ces techniques sont ensuite utilisées sans rigueur pour maximiser la valeur actionnariale de l'entreprise qui maîtrise, ou plutôt, comme le montrent les évènements depuis un an, qui croit maîtriser ces techniques. Dans le premier cas, la finance offre un service à l'économie ; dans le second cas, la finance devient un instrument de spéculation pour enrichir un petit nombre. Dans le passage de l'un à l'autre, il est clair que la déréglementation, l'insuffisance de la supervision pèsent d'un poids très lourd. Car il ne s'agit pas là seulement de quelques individus peu scrupuleux, c'est le système tout entier qui a poussé dans cette direction. Cela met en jeu le

capitalisme actionnarial qui s'est imposé depuis les années 1980. Avec l'apparition des fonds de pension, puis des fonds d'investissement et des fonds d'arbitrage ou *hedge funds*, l'actionnaire s'est organisé et a commencé à exiger un retour sur investissement toujours plus élevé. Et avec la suppression des obstacles à la circulation des capitaux, les rapports de force ont changé en sa faveur.
Derrière la volatilité croissante des marchés, on découvre ainsi celle de l'actionnaire et celle du « conseiller du prince » de notre époque, l'analyste financier. Dans une entreprise américaine cotée en bourse, en moyenne, la moitié des actions change de propriétaire dans l'espace d'un an. C'est ce fait fondamental qui pousse à la recherche d'une plus-value instantanée, à la spéculation effrénée et à une créativité sans borne dans l'invention de nouveaux instruments financiers qui rendent les marchés financiers toujours plus opaques. En Europe, le modèle économique a longtemps reposé sur des relations stables entre l'entreprise et les investisseurs. Le « capitalisme rhénan » a été sérieusement ébranlé ; la crise financière pourrait fort bien le remettre à l'ordre du jour.

REF* et *Risques : Faut-il réagir à la crise en régulant ces nouveaux produits ou en régulant plus strictement les banques – et les assurances – ou faut-il revoir la philosophie de la régulation financière elle-même ?

Michel Rocard : Bien sûr, l'heure d'une nouvelle régulation a sonné. Voyez le président de la Deutsche Bank, lui-même, déclarant que « *l'ère de la confiance dans les mécanismes auto-équilibrants des marchés était dépassée* ». Voyez aussi le secrétaire au Trésor annonçant une refonte de très grande ampleur de la supervision des activités financières aux États-Unis. Nous n'échapperons pas à cette tendance en Europe et c'est une bonne nouvelle parce que cela nous poussera en avant… Il faut bousculer les réticences nationales pour avoir une vraie régulation à l'échelle du vieux continent. Tout cela évidemment est très complexe et prendra du temps. Mais il y a une autre dimension sur laquelle je souhaite insister. Le problème posé par l'explosion de la sphère financière depuis quinze ou vingt ans, ce n'est pas seulement un problème de réglage technique, l'adoption et l'application de bonnes règles… Le problème fondamental, c'est que la voracité des acteurs dominants de la finance menace le système même dans lequel nous vivons. Le défi, ce n'est pas seulement de redonner sa crédibilité à un système qui en a bien besoin, mais surtout de lui permettre de revenir à un fonctionnement efficace et régulier. Nous avons choisi la libre entreprise, la libre circulation des capitaux. Cela exige de bons patrons, des financiers respectables et intègres. Sans éthique forte, il n'y a plus de capitalisme.

REF* et *Risques : Les modalités de valorisation des actifs et des passifs selon les nouvelles règles comptables (normes IAS – *International accounting standard* – en valeur de marché) ont-elles, d'après vous, contribué à amplifier ou à atténuer l'instabilité financière ?

Michel Rocard : Les nouvelles règles comptables ont en effet une part de responsabilité dans ces évolutions. Laquelle ? À leur décharge, il faut d'abord dire que les conventions anciennes, la valeur historique, ne constituaient pas un guide très sûr pour fournir une information financière de qualité. Un changement était à l'ordre du jour, c'est évident. Mais cela n'obligeait pas à s'immerger dans une espèce d'axiomatique abstraite comme celle adoptée par l'IASB (*International Accounting Standards Board*). L'évaluation d'une entreprise est une affaire très complexe et se reposer uniquement sur quelques principes généraux pour aboutir à des conclusions portant sur des sujets très spécifiques est un péché contre l'esprit pratique. Beaucoup de critiques ont d'ailleurs été adressées à l'IASB pour s'être enfermé dans une tour d'ivoire, préférant contempler la perfection de ses standards plutôt que son adéquation avec les besoins des utilisateurs. Car ces utilisateurs sont variés : les chefs d'entreprises, les gouvernements, les salariés, les banquiers et, bien sûr, les investisseurs. Le problème posé par la comptabilité actuelle est qu'elle semble faite pour une seule catégorie d'utilisateurs, les investisseurs : la valeur de l'entreprise, d'une certaine manière, se résume à sa valeur « à la casse ». Combien vaut cette entreprise demain si j'ai

l'opportunité de monter une attaque sous forme de LBO (*leverage buy-out*) ? Telle est la question à laquelle répondent fondamentalement les normes IFRS (*International financial reporting standards*). Et cela aboutit immanquablement à accroître l'instabilité financière car, comme on l'a vu depuis un an, l'ajustement instantané des bilans aux valeurs de marché, surtout lorsqu'il s'agit de marchés peu liquides, exerce des effets procycliques. Bref, il ne faut certainement pas revenir aux règles anciennes mais il faut mettre plus de bons sens dans les nouvelles.

REF* et *Risques : Quelle politique recommander pour sortir de la crise ?

Michel Rocard : Je tire plusieurs conclusions de la crise financière que nous traversons. La première, c'est qu'il faut des réponses mondiales en réformant les institutions créées il y a plus d'un demi-siècle à Bretton Woods. Il est, en particulier, essentiel que de nouvelles règles aident à préparer une place intelligemment négociée à ces nouveaux partenaires énormes que sont la Chine et l'Inde. Nouveau directeur du Fonds monétaire international (FMI), notre ami Strauss-Kahn est aux commandes d'un « machin » qui n'est pas très opérationnel car il n'a pas les moyens de contrer ces nouvelles crises. Mais le FMI est bien le meilleur centre d'information sur l'état de la planète, c'est l'endroit central pour émettre un diagnostic et faire des propositions. Pour sauver l'économie de marché – dont je suis partisan –, il faut reprendre les rênes du capitalisme dans sa forme mondialisée et financiarisée. Il y a les aspects politiques et il y a un aspect éthique, je le redis, car la voracité des classes riches est devenue un vrai péril. Quand la fraude devient un sport, quand les stock-options et les délits d'initiés font trop souvent la une des informations quotidiennes, la société tout entière est ébranlée dans ses fondements moraux. Il faudra bien reprendre le contrôle des très hautes rémunérations et l'heure n'est certainement pas à une dépénalisation irréfléchie du droit des affaires. L'évidence demeure que le capitalisme est davantage compatible avec nos libertés individuelles que ne l'a jamais été toute autre forme d'organisation politique. Mais l'évidence demeure aussi que le capitalisme est trop instable pour n'avoir pas besoin d'une vigoureuse régulation publique.

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

		Prix France	Prix Export
1	Les horizons du risque	ÉPUISÉ	
2	Les visages de l'assuré (1ère partie)	19,00	19,00
3	Les visages de l'assuré (2e partie)	19,00	19,00
4	La prévention	ÉPUISÉ	
5	Age et assurance	ÉPUISÉ	
6	Le risque thérapeutique	19,00	19,00
7	Assurance crédit/Assurance vie	19,00	19,00
8	L'heure de l'Europe	ÉPUISÉ	
9	La réassurance	ÉPUISÉ	
10	Assurance, droit, responsabilité	ÉPUISÉ	
11	Environnement : le temps de la précaution	23,00	23,00
12	Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?	ÉPUISÉ	
13	Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00	23,00
14	Innovation, assurance, responsabilité	23,00	23,00
15	La vie assurée	23,00	23,00
16	Fraude ou risque moral ?	23,00	23,00
17	Dictionnaire de l'économie de l'assurance	ÉPUISÉ	
18	Éthique et assurance	23,00	23,00
19	Finance et assurance vie	23,00	23,00
20	Les risques de la nature	23,00	23,00
21	Assurance et maladie	29,00	29,00
22	L'assurance dans le monde (1re partie)	29,00	29,00
23	L'assurance dans le monde (2e partie)	29,00	29,00
24	La distribution de l'assurance en France	29,00	29,00
25	Histoire récente de l'assurance en France	29,00	29,00
26	Longévité et dépendance	29,00	29,00
27	L'assureur et l'impôt	29,00	29,00
28	Gestion financière du risque	29,00	29,00
29	Assurance sans assurance	29,00	33,54
30	La frontière public/privé	29,00	33,54
31	Assurance et sociétés industrielles	29,00	33,54
32	La société du risque	29,00	33,54
33	Conjoncture de l'assurance. Risque santé	29,00	33,54
34	Le risque catastrophique	29,00	33,54
35	L'expertise aujourd'hui	29,00	33,54
36	Rente. Risques pays. Risques environnemental	ÉPUISÉ	
37	Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000. Les concentrations dans l'assurance	29,00	33,54
38	Le risque urbain. Révolution de l'information médicale. Assurer les OGM	29,00	33,54
39	Santé. Internet. Perception du risque	ÉPUISÉ	
40	XXIe siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités	29,00	33,54
41	L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00	33,54
42	L'image de l'entreprise. Le risque de taux. Les catastrophes naturelles	29,00	33,54
43	Le nouveau partage des risques dans l'entreprise. Solvabilité des sociétés d'assurances. La judiciarisation de la société française	29,00	33,54
44	Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière	29,00	33,54
45	Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients. Segmentation, assurance, et solidarité	29,00	33,54
46	Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes	29,00	33,54
47	Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie	30,50	33,54
48	L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques	30,50	33,54
49	La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé. Les perspectives de la théorie du risque	30,50	33,54
50	Risque et développement. Le marketing de l'assurance. Effet de serre : quels risques économiques ?	30,50	33,54
51	La finance face à la perte de confiance. La criminalité. Organiser la mondialisation	30,50	33,54
52	L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile. Les normes comptables	ÉPUISÉ	
53	L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie	31,50	35,00
54	Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité	31,50	35,00
55	Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50	35,00
56	Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière	31,50	35,00
57	L'assurance sortie de crise. Le défi de la responsabilité médicale. Le principe de précaution	31,50	35,00
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	35,00
59	Risques et cohésion sociale. L'immobilier. Risques géopolitiques et assurance.	31,50	35,00
60	FM Global. Private equitry. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50	35,00
61	Bancassurance. Les agences de notation financière. L'Europe de l'assurance.	33,00	37,00
62	La lutte contre le cancer. La réassurance. Risques santé.	33,00	37,00
63	Un grand groupe est né. La vente des produits d'assurance. Une contribution au développement.	33,00	37,00
64	Environnement. L'assurance en Asie. Partenariats public/privé.	ÉPUISÉ	
65	Stimuler l'innovation. Opinion publique. Financement de l'économie.	ÉPUISÉ	
66	Peut-on arbitrer entre travail et santé ? Réforme Solvabilité II. Pandémies.	ÉPUISÉ	
67	L'appréhension du risque. Actuariat. La pensée du risque.	ÉPUISÉ	
68	Le risque, c'est la vie. L'assurabilité des professions à risques. L'équité dans la répartition du dommage corporel	33,00	37,00
69	Gouvernance et développement des mutuelles. Questionnement sur les risques climatiques. La fondation du risque.	33,00	37,00
70	1ère maison commune de l'assurance. Distribution dans la chaîne de valeur. L'assurance en ébullition ?	33,00	37,00
71	Risque et neurosciences. Flexibilité et emploi. Développement africain.	33,00	37,00
72	Nouvelle menace ? Dépendance. Principe de précaution ?	33,00	37,00

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

BON DE COMMANDE DE LA REVUE RISQUES

À découper et à retourner accompagné de votre règlement à

Seddita - 17, rue Henri Monnier - 75009 Paris

Tél. (33) 01 40 22 06 67 - Fax : (33) 01 40 22 06 69 - Courriel : info@seddita.com

❑ Abonnement (4 numéros/an) année 2008 n° 73 à n° 76 FRANCE 133 € EXPORT 153 €*

❑ Je commande ..... ex. des numéros .....

Nom et prénom .....

Institution ou entreprise .....

Fonction exercée et nom du service .....

Adresse de livraison .....

.....

Code postal ..... Ville .....

Nom du facturé et Adresse de facturation .....

.....

Pays ..... Tél. .....

E.mail ..... Fax .....

❑ Je joins le montant de : ..... par chèque bancaire à l'ordre de Seddita

❑ Je règle par virement en euros sur le compte HSBC 4 Septembre – FR333036 8000 7200 7216 N055 123

* 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

Où se procurer la revue ?

Vente au numéro par correspondance et abonnement

Seddita
17, rue Henri Monnier - 75009 Paris
Tél. 01 40 22 06 67 - Fax : 01 40 22 06 69
Courriel : info@seddita.com
www.seddita.com

Diffuseur en librairie

Soficom Diffusion
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

Documentation française
29, Quai Voltaire
75007 Paris

FNAC Etoile
26-30, av des Ternes
75850 Paris cedex 17

LGDJ
20, rue Soufflot
75005 Paris

Librairie BRAHIC
54, rue de Paradis
13006 Marseille

Gibert Joseph
9, rue Gambetta
86000 Poitiers

Librairie INTERPHILIV
81, avenue de Ségur
75015 Paris

Librairie des LOIS
3, rue des Lois
31000 Toulouse

Librairie LAVOISIER
11, rue Lavoisier
75008 Paris

Hall du livre
38, rue saint Dizier
54 000 Nancy

Librairie le Moniteur
17, rue d'Uzès
75002 Paris

Librairie de la banque et de la finance
18, rue Lafayette
75009 Paris

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