



Quelles leçons tirer de la crise financière ?

Dans ce numéro de Regards économiques, nous montrons comment la crise des prêts hypothécaires aux Etats-Unis a ébranlé l'ensemble du système financier international. Nous réfléchissons également aux leçons à tirer de la crise actuelle.

Serge Wibaut¹

Quand en 1999, Freddy Mac et Fanny Mae, les deux institutions bénéficiant d'une garantie "morale" de l'Etat américain sur les prêts hypothécaires qu'elles détiennent dans leurs livres, commencèrent à financer des prêts "subprimes" (à savoir, des prêts hypothécaires accordés à des familles défavorisées et ne remplissant pas les critères usuels en matière de risque crédit), peu d'analystes se rendirent compte que cette décision équivalait à gratter une allumette au-dessus d'une nappe d'essence.

Dans l'édition du 30 septembre 1999 du New York Times, on pouvait lire : «Fannie Mae, the nation's biggest underwriter of home mortgages, has been under increasing pressure from the Clinton administration to expand mortgage loans among low and moderate income people and felt pressure from stock holders to maintain its phenomenal growth in profits. In moving, even tentatively, into this new area of lending, Fannie Mae is taking on significantly more risk, which may not pose any difficulties during flush economic times. But the government subsidized corporation may run into trouble in an economic downturn, prompting a government rescue similar to that of the saving and loan industry in the 1980's. "From the perspective of many people, including me, this is another thrift industry growing up around us," said Peter Wallison a resident fellow at the American Enterprise Institute. "If they fail, the government will have to step up and bail them out the way it stepped up and bailed out the thrift industry."»

Cette mise en garde, partagée par d'autres observateurs, n'empêcha pas le secteur financier américain de se jeter tête baissée dans cette activité. Au début des années 2000, l'octroi de crédits hypothécaires de basse qualité démarrait à un rythme soutenu. Alors qu'en 2000, \$150Md de crédits subprimes étaient octroyés aux Etats-Unis (soit environ 6 % du total des prêts hypothécaires octroyés), ce

¹ L'auteur tient à remercier Vincent Bodart, Muriel Dejemeppe et Philippe Maystadt pour leurs commentaires et suggestions portant sur une première version de ce texte. Il assume cependant toutes les opinions exprimées dans cet article et les éventuelles erreurs qui y subsisteraient.

montant s'élevait à \$640Md en 2004 (24 % du total). En 2007, le stock de prêts subprimes s'élevait à environ \$1.300Md soit 14 % de la valeur du parc immobilier résidentiel américain (voir Pollock, 2007).

La production à grande échelle de tels crédits s'inscrivait dans un paysage financier profondément modifié depuis le milieu des années 80 et qui devait encore se modifier suite à la bulle internet de 2000-2001. Dans la section suivante, nous examinerons en quoi le secteur financier s'est transformé et, ce faisant, fragilisé au cours du dernier quart de siècle. Dans la deuxième section, nous verrons comment la crise s'est déroulée suivant en cela un scénario de "slow crash". En effet, si les effets les plus spectaculaires de la crise se déroulent actuellement sous nos yeux (faillites de banques, nationalisations et reprises d'institutions financières), il ne faut pas oublier que la crise des subprimes a débuté fin 2006 et s'est lentement déployée tout au long des années 2007 et 2008. Enfin, nous tenterons de tirer quelques leçons de cette crise mais aussi des mesures prises pour la contrecarrer. Certaines de ces mesures portent les germes de problèmes futurs.

1. L'évolution du secteur financier au cours du dernier quart de siècle

Le secteur financier s'est profondément modifié depuis le milieu des années 80. Je ne reprendrai ici que les facteurs de changement qui ont pu contribuer, à mon sens, à encourager la crise actuelle. Le lecteur trouvera à la fin de cet article un lexique expliquant les principaux termes financiers utilisés ici.

I. La déréglementation des marchés financiers et de leurs acteurs survenue en Grande-Bretagne en 1986, suivie ensuite par tous les pays industrialisés, a eu pour effet d'abaisser les marges de profit des intervenants sur les marchés. De cette pression sur les marges s'ensuivit une plus grande concentration du nombre d'acteurs financiers, surtout dans le métier de courtage ("brokerage"). C'est ainsi, et à titre d'exemple, que pratiquement tous les brokers britanniques disparurent et furent absorbés par des maisons de courtage étrangères. Cette concentration créa de véritables mastodontes financiers à l'échelle mondiale.

Concomitamment, et toujours pour contrecarrer l'effet de marges plus serrées, ces institutions ont parfois adopté des ratios de levier plus importants qu'auparavant et ont développé des nouvelles activités essentiellement en produits dérivés (voir ci-après);

II. Le démantèlement des accords de Bretton Woods au début des années 70, conjugué à la résolution du problème de la valorisation des options par Black, Merton et Scholes en 1973, ont eu pour effet un essor invraisemblable des produits dérivés en finance. L'incertitude créée par la disparition des taux de change fixes engendra en effet un plus grand besoin de couverture. Tant que les taux de change étaient fixes (ou quasi-fixes), il n'y avait effectivement aucun besoin de se couvrir, par exemple, pour un exportateur allemand contre un risque de dévaluation du dollar vis-à-vis du Deutsche Mark. Des taux de change variables engendrent par contre une incertitude accrue pour toute une série d'acteurs économiques et les intermédiaires financiers ont répondu aux besoins de couverture de ces agents en développant de nouveaux instruments financiers ou en affinant ceux qui existaient déjà. Ce souci de se garantir contre les aléas donna naissance à une véritable explosion du marché des produits dérivés. C'est ainsi qu'alors que ces produits étaient pratiquement inexistant il y a 35 ans, aujourd'hui, et par exemple, le montant des contrats notionnels en swaps de taux d'intérêt est de \$250.000Md et des swaps de crédits ("credit default swaps" ou CDS : ces instruments permettent de se couvrir contre un risque de défaut d'une entreprise ou d'un pays) est de \$60.000Md. Ces chiffres sont à comparer à une

... L'évolution du secteur financier au cours du dernier quart de siècle

richesse financière mondiale d'environ \$150.000Md et à des obligations émises par le secteur privé pour environ \$5.000Md. La complexité accrue des instruments a également engendré un développement incessant des techniques mathématiques et statistiques dans la gestion des banques faisant parfois fi du simple bon sens. De plus en plus d'entreprises investissent ainsi dans des instruments qu'elles ne maîtrisent et, souvent même, ne comprennent plus;

III. Les accords de Bâle I entrés en vigueur en 1988 et conclus par les banques centrales des pays industrialisés ont eu pour souci de forcer les banques à se capitaliser suffisamment pour faire face à leurs risques financiers. Conclues suite à des débâcles bancaires au Japon et en Europe, l'objectif de ces accords était de capitaliser les banques en fonction du niveau de risque des actifs qu'elles détenaient². Suite au développement de nouveaux produits financiers et afin d'affiner les mesures de risque, les accords de Bâle II furent conclus en juin 2004 et entrèrent en application en janvier 2008. Ces nouveaux accords laissent, entre autres, une plus grande latitude aux banques pour calculer leurs risques, les autorités de tutelle devant se limiter à vérifier que des systèmes de gestion des risques cohérents soient bien en place. Avant même l'entrée en vigueur de ces accords, plusieurs institutions se mirent ainsi à soit diminuer leurs fonds propres, soit à développer de nouvelles activités considérées comme peu risquées, et donc peu consommatrices de fonds propres, en les finançant par de l'emprunt;

IV. Le faible niveau des taux d'intérêt tout au long de la dernière décennie du 20^e siècle a eu également un effet sensible sur la composition bilantaire des banques. En effet, l'épargne s'est souvent échappée hors du bilan des banques car les produits traditionnels n'offraient plus des taux de rémunération satisfaisant aux yeux des épargnants. Ceux-ci, poussés dans le dos il est vrai par des banquiers en quête de commissions, se dirigèrent vers des produits hors-bilantaires tels que SICAV ou produits d'assurance-vie. Il s'ensuivit une perte de source de financement stable pour les banques et un plus grand appel par celles-ci au marché "wholesale" (marché interbancaire ou institutionnel).

Ces différents facteurs (écrasement des marges, gestion des risques plus sophistiquée -ou considérée comme telle - et perte du financement stable des banques) ont mené à une plus grande fragilité de nombres de banques comme l'indiquent les quelques chiffres suivants. Alors qu'une gestion prudente voudrait qu'1€ de prêt soit couvert par au moins 1€ de dépôt (et ce, afin de ne pas dépendre exagérément du marché interbancaire pour financer le métier de base de banquier), ce ratio en Europe en 2007 était monté à 1,4€ de prêt pour un 1€ de dépôt. De même, alors que dans les années 80, le degré de "leverage" d'une banque était considéré comme prudent quand il était d'environ 15-20, ce taux s'élevait en 2008 à environ 30 dans plusieurs banques (ce phénomène étant plus marqué en Europe qu'aux Etats-Unis). Ainsi et par exemple, en 2007 le ratio actifs/fonds propres d'UBS et de Deutsche Bank avoisinait 60, celui de Dexia 50, de Fortis et d'ING 40. Seules quelques banques plus prudentes (HSBC ou Santander ne sont que deux exemples) présentaient un ratio plus raisonnable de 20-25;

V. Une nouvelle classe d'investisseurs fit également une apparition massive dans le courant des années 90 : les "hedge funds". Ceux-ci sont des fonds d'investissement non cotés et à vocation spéculative. L'objectif de la plupart d'en-

² Ainsi, et par exemple, les normes Bâles I permettaient que l'achat par une banque d'une obligation émise par un Etat membre de l'OCDE pouvait être entièrement financée par de l'emprunt, alors que l'acquisition d'une obligation émise par une firme commerciale devait être financée par au-plus 92 % d'emprunt et le solde (soit 8 % au-moins) par les fonds propres de la banque.

... L'évolution du secteur financier au cours du dernier quart de siècle

tre eux, en effet, est de prendre des positions sur les marchés tant à la hausse qu'à la baisse des actifs financiers (ou des matières premières) en profitant d'inefficiences temporaires de marché. Ces fonds recherchent des rentabilités élevées via des stratégies agressives, utilisent les produits dérivés et n'hésitent pas à adopter des ratios de leverage importants (jusqu'à 50 ou 60 fois les fonds propres pour certains d'entre eux). Certains hedge funds ont laissé derrière eux une trace sinistre. On se souviendra entre autres du fond de Georges Soros qui précipita la chute de la livre sterling en 1992 ou du fond LTCM (pour lequel les lauréats du prix Nobel 1997, Robert Merton et Myron Scholes travaillaient) qui, ayant mal anticipé le défaut de la Russie en 1998, tomba en faillite et fit subir au système bancaire mondial une crise majeure. Ces fonds sont peu ou prou réglementés alors qu'ils gèrent des montants colossaux. Fin juin 2008, HedgeFund.Net (un important fournisseur de données pour les hedge funds) estimait que les actifs confiés à ces firmes atteignaient \$3.000Md. Si l'on sait que ces fonds empruntent 4 ou 5 fois plus qu'on ne leur confie d'argent (voir McGuire et Tsatsaronis, 2008) afin de créer un effet de levier, on parle donc de montants investis d'environ \$12.000Md, Ces montants sont, il est bon de le répéter, gérés en dehors de toute réglementation et peuvent déclencher ou accélérer des mouvements intempestifs de marché en dehors de tout contrôle;

VI. De nouvelles normes comptables ont été développées en 2001 visant à évaluer les avoirs et dettes des sociétés non plus à leur coût historique d'acquisition mais à leur valeur de marché. Ces normes, dénommées "International Accounting Standard" ou IAS, ont été imposées à partir de janvier 2005 comme cadre comptable par l'Union européenne à toutes les firmes cotées sur un marché boursier européen. Leur objectif est d'offrir plus de transparence aux actionnaires quant à la valeur réelle de la firme dans laquelle ils investissent mais aussi d'assurer des normes comptables identiques en Europe. Quoique fort louables, ces efforts de transparence ont pour effet d'entraîner énormément de volatilité dans la valeur du bilan et du compte de résultats des sociétés. En effet, alors que par le passé les pertes et profits enregistrés sur les portefeuilles des sociétés financières étaient lissés sur plusieurs exercices comptables, les normes IAS forcent à exprimer immédiatement ces variations de résultats ce qui pourrait mener plus rapidement certaines firmes au bord de la faillite;

VII. Enfin, une des caractéristiques majeures des années 90 et du début des années 2000 réside dans l'afflux d'épargne et de liquidités sur les marchés financiers. Diverses raisons expliquent ce phénomène. La première est sans doute l'accroissement de richesse que le monde a connu pendant cette décennie. Cet accroissement ne s'est pas limité pas au monde industrialisé mais également aux pays émergents. Ceux-ci ayant des taux d'épargne élevés canalisèrent une partie de leurs surplus vers les marchés des actifs financiers. Une deuxième raison réside dans la tendance qu'ont eu les banques centrales - et surtout la banque centrale américaine - à gérer toutes les crises financières de la décennie en baissant drastiquement les taux d'intérêt et en injectant des liquidités dans les circuits monétaires. De plus, ce qu'on appela le "Greenspan put", à savoir la rapidité avec laquelle le président de la banque centrale américaine baissait les taux en cas de problèmes sur les marchés financiers, eut également pour effet de rassurer les investisseurs quant à la capacité et la volonté de la Federal Reserve de les sauver de tous les excès qu'ils pourraient commettre.

C'est donc dans ce contexte de haute liquidité, de taux d'intérêt bas, d'aversion au risque faible et de taux d'endettement élevés que vint se greffer un fort accroissement d'octroi de prêts hypothécaires aux Etats-Unis. C'est également au début des années 2000 que la bulle immobilière prenait son envol outre-Atlantique, sui-

vie de près par des hausses importantes des prix de l'immobilier au Royaume-Uni, en Espagne et dans une moindre mesure en France et aux Pays-Bas.

2. Comment la crise s'est propagée ou "a slow crash in motion"

Les banques, ayant octroyé des crédits hypothécaires de faible qualité, ne souhaitent pas nécessairement garder ceux-ci dans leur bilan, les estimant trop risqués. Elles eurent alors recours au processus de la titrisation pour rediriger ces crédits vers d'autres investisseurs.

La technique de titrisation, née dans le courant des années 80, consiste à regrouper un portefeuille de créances similaires et plus ou moins homogènes (par exemple, des prêts immobiliers) que l'on cède alors à un fond d'investissement créé de toute pièce (appelé "Special Purpose Vehicle" ou SPV). Celui-ci finance le prix d'acquisition des créances en empruntant auprès d'investisseurs externes. Les titres de la dette acquis par ces investisseurs leur donnent droit aux paiements des créances logées dans le SPV tels que les intérêts et le remboursement du principal.

Le véhicule de titrisation comporte différents niveaux de dette (des tranches) et un investisseur peut acquérir des parts de dette plus ou moins risquées. Ainsi, par exemple, un SPV pourra comporter 3 tranches d'endettement : A, B et C. La partie C du SPV donne droit à plus de profit mais l'investisseur ayant acheté cette tranche subit les premières pertes encourues sur les actifs détenus en portefeuille. Une fois la tranche C épuisée, la tranche B supportera les pertes suivantes alors que la tranche A sera la dernière à encaisser des pertes éventuelles dans le fond. Il est clair que les différentes tranches seront rémunérées différemment en fonction du risque encouru.

Selon la nature des actifs placés dans le SPV, les titres représentatifs de la dette de celui-ci porteront des noms différents. C'est ainsi que l'on parlera de "Mortgage Back Securities" (MBS) si les actifs sous-jacents sont des prêts hypothécaires, d'"Asset Backed Securities" (ABS) si ce sont des crédits à la consommation (des cartes de crédit par exemple), de "Collateralised Debt Obligations" (CDO) s'il s'agit d'obligations ou de titres issus d'une titrisation.

Pour faciliter la décision d'investissement et afin d'assurer une certaine liquidité à ces produits de titrisation, les fondateurs des SPV demandèrent aux agences de notation³ d'estimer et de qualifier le risque encouru par ces produits. En utilisant des méthodes statistiques sophistiquées (mais qui se révélèrent fausses par la suite), les fondateurs des SPV, réconfortés en cela par les agences de notation, parvinrent à faire attribuer aux tranches supérieures des SPV un "rating" (une notation) équivalent(e) à un placement sans risque, tout en offrant un rendement nettement supérieur à celui des obligations d'Etat.

Ces produits de titrisation connurent un succès d'autant plus grand que l'éclatement de la bulle internet et la chute des marchés boursiers survenue entre juin 2000 et mars 2003 eurent un impact majeur sur l'allocation d'actifs dans les portefeuilles de nombre d'investisseurs. Ceux-ci, échaudés et fragilisés par leurs pertes sur actions, cherchèrent à tout crin des placements leurs promettant un revenu régulier. A l'époque, les taux offerts par les obligations gouvernementales étant fort faibles (par exemple, en 2003 la moyenne sur l'année des taux à 10 ans en bons du Trésor américain et allemand avoisinait péniblement 4 %), ces investisseurs se jetèrent sur les produits de la titrisation comme la famine sur le monde.

³ Les agences de notation (ou de rating) sont des organismes privés chargés d'évaluer le risque de solvabilité financière des émetteurs sur les marchés financiers et également d'émettre une opinion quant au risque de défaut des obligations émises.

... Comment la crise s'est propagée

N'avaient-ils pas trouvé là l'aubaine du siècle ? Ils pouvaient acquérir des titres leur offrant une sécurité équivalente à celle des obligations émises par l'Etat américain ou allemand mais leur payant 0,3 % (ou plus) supplémentaires par an. Les tranches d'ABS, de MBS et autres CDO se vendirent donc comme des petits pains tout au long de la période 2002-2006.

Les premiers signes de fissure apparurent en 2006 lorsque le nombre de défauts sur les prêts hypothécaires subprime augmenta significativement. En effet, ces prêts étant majoritairement à taux variables, la politique de hausse des taux de la Federal Reserve (les taux de la Fed passèrent de 1 % à 5,25 % entre 2004 et 2006) commença à heurter de plein fouet la capacité de remboursement de ménages à faibles revenus. Le nombre de défauts de remboursements passa ainsi de 885.000 en 2005 à 1.259.118 en 2006, soit une augmentation de 42 % (voir RealityTrac, 2007)

Début 2007, la banque HSBC, réputée pour son conservatisme mais néanmoins un des plus grands pourvoyeurs de crédits subprimes aux Etats-Unis, annonça de fortes augmentations de provisions pour pertes sur son portefeuille de crédits hypothécaires et réduisit drastiquement son offre de crédits hypothécaires subprime. Peu après, quatre banques américaines tombèrent en faillite dont la New Century Financial Corporation, le deuxième pourvoyeur de crédits subprimes.

Ces premières faillites mirent sous pression le cours des titres bancaires mais également réduisirent la liquidité des produits de titrisation ayant comme actifs sous-jacents des crédits hypothécaires aux Etats-Unis.

L'effet de boule de neige se mit alors rapidement en route, d'autant plus que le nombre de défauts sur prêts hypothécaires ne cessait de croître outre-Atlantique, augmentant encore en 2007 de 75 % par rapport à 2006.

C'est ainsi qu'en juillet 2007, deux hedge funds gérés par la banque d'affaire Bear Stearns s'effondrèrent suite à des pertes sur les subprimes. Quelques semaines plus tard, ce sont des fonds monétaires gérés par la banque française BNP qui subissent de lourdes pertes, les gestionnaires de ces fonds ayant dopé les rendements en y ajoutant des crédits risqués. La BNP gèle pendant quelques semaines les avoirs des fonds. A la fin du gel, les fonds montrent une décote d'environ 1,2 %, une telle décote étant considérée jusque là comme inimaginable pour des fonds monétaires présentés comme sans risque.

La méfiance commence à s'installer sur le marché interbancaire et les institutions dépendant fortement de prêts bancaires pour financer leurs activités ont de plus en plus de mal à trouver du financement. Les banques centrales de par le monde ont beau injecter des liquidités dans les marchés, elles ne peuvent empêcher qu'en septembre 2007, la banque britannique Northern Rock soit la première banque de détail victime de la crise : les clients retirent 12 % de leurs dépôts et la banque devra être nationalisée en février 2008.

Dans la foulée, la plupart des grandes banques annoncent de fortes pertes pour la deuxième partie de 2007, pertes liées directement aux subprimes mais aussi aux dépréciations sur les titres liés aux subprimes (essentiellement, des produits de titrisation et des produits dérivés). Pour donner un simple aperçu des montants de pertes annoncés, on retiendra que Citigroup annonce \$5,9Md de pertes, Merrill Lynch \$8,4Md et UBS CHF11Md.

D'autres incidents viennent entamer la confiance dans le contrôle du risque au sein des banques, telles les transactions irrégulières d'un trader ayant coûté €4,9Md à la Société Générale fin 2007.

Au printemps 2008, le FMI (2008) estime que le coût total de la crise directement

... Comment la crise s'est propagée

lié aux pertes sur actifs financiers issus de la titrisation pourrait s'élever à \$945Md. C'est également à partir de cette période que les événements s'accroissent.

En mars de cette même année, la banque Bear Stearns, au bord de la faillite, est rachetée par la JP Morgan Chase pour \$1,2Md.

Le 7 septembre, Fanny Mae et Freddy Mac, les organismes de refinancement hypothécaire garantissant environ 40 % des prêts hypothécaires aux Etats-Unis sont nationalisés *de facto*.

Le 14 septembre, la quatrième banque d'affaire américaine, Lehman Brothers, tombe en faillite ce qui déclenche un véritable vent de panique. La notion de "too big to fail", selon laquelle une grosse banque ne peut pas tomber en faillite, s'évapore et une crise de confiance totale s'installe alors dans tout le secteur bancaire.

Le 15 septembre, la banque d'affaires Merrill Lynch est rachetée à son tour par Bank of America pour éviter la faillite.

Le 16 septembre, le plus gros assureur mondial, AIG, succombe à des pertes liées à des produits dérivés conclus dans sa division financière et se fait à son tour quasi nationaliser.

Le 18 septembre, le secrétaire au Trésor des Etats-Unis, Hank Paulson, annonce que le gouvernement américain débloquera \$700Md afin de racheter aux banques américaines leurs créances "toxiques", augmentant au passage la dette publique des U.S.A. de plus de 6,6 %.

L'Europe n'est pas en reste. Hormis la nationalisation de Northern Rock déjà évoquée, la britannique Alliance & Leicester doit se faire racheter par l'espagnol Santander en juillet 2008. De même HBOS, une autre banque britannique, se fait racheter par Lloyds-TSB en septembre.

Fin septembre, le marché interbancaire est pratiquement gelé et il est devenu quasi impossible aux banques de s'emprunter de l'argent autrement qu'au jour le jour. A ce moment, le "spread" entre le taux Libor en dollar à trois mois (à savoir, le taux auquel les banques se prêtent entre elles) et les bons du Trésor américain s'élève à 4 % : il n'était que de 0,2 % début 2007.

Ce gel du marché interbancaire met à mal le financement de nombreuses institutions et affecte directement les plus fragiles d'entre elles. Fortis et Dexia sont parmi les premières victimes de cet assèchement du marché du crédit.

Le 3 octobre aux Etats-Unis, Wachovia, qui connaissait des difficultés depuis plusieurs semaines, est rachetée par la Wells Fargo. Celle-ci devient ainsi la plus grande banque mondiale.

Le 8 octobre, le gouvernement britannique entre dans le capital de 8 banques du Royaume-Uni.

Lors d'un sommet extraordinaire tenu le 12 octobre, les chefs d'Etats européens adoptent le plan proposé par le Premier ministre britannique Gordon Brown. Celui-ci est basé sur trois piliers : recapitalisation des banques qui en expriment le besoin, octroi de la garantie de l'Etat aux prêts interbancaires et octroi de lignes crédit si nécessaire. Ce plan a permis de débloquent partiellement le système de prêts interbancaires dont le non-fonctionnement risquait de mettre à genoux l'ensemble du secteur financier mondial et, partant, l'ensemble du circuit économique de la planète.

Si l'on peut regretter qu'un plan commun n'ait pas été adopté quelques semaines plus tôt (et ceci suite essentiellement aux réticences de l'Allemagne et de la France qui prétendaient ne pas rencontrer de difficultés sur leurs marchés locaux), il faut néanmoins saluer la célérité de l'exécution du plan Brown dans un contexte où la

... *Comment la crise s'est propagée*

prise de décision au niveau européen n'est pas aisée. Les mesures adoptées permettront en effet dès la mi-octobre de "dégeler" le marché des prêts interbancaires et de restaurer – du moins partiellement – la confiance des épargnants et des investisseurs dans le secteur bancaire.

Au moment d'écrire ces lignes, d'autres banques européennes font appel au marché ou aux plans d'aide mis en place par les gouvernements telles, que tout dernièrement, Unicredit (Italie), Hypo Real Estate (Allemagne), KBC (Belgique) ou encore BNP, Crédit Agricole et la Société Générale (France).

Le secteur des entreprises d'assurance commence lui aussi à montrer des premiers signes de faiblesse. ING aux Pays-Bas et Ethias en Belgique se voient forcés de demander des injections de fonds publics alors que l'assureur japonais Yamato Life tombe en faillite le 8 octobre.

Alors que le FMI a revu à la hausse ses estimations des pertes potentielles liées à la crise et évalue maintenant celles-ci à \$1.500Md, il va sans dire que les effets de cette crise ne sont pas encore terminés. Il y a gros à parier que d'autres institutions financières - banques, assurances, fonds de pension - annonceront des pertes importantes dans les semaines et mois à venir.

Par ailleurs, cette crise a déjà d'autres répercussions sur des pays a priori non concernés par les subprimes. En effet, les pays émergents dont l'économie dépend des flux de capitaux étrangers voient à présent ces capitaux revenir dans leurs pays d'origine, les investisseurs montrant une aversion au risque plus élevée ou plus simplement ayant besoin de liquidités pour éponger les pertes encourues sur leurs portefeuilles. Divers pays frappent à la porte du FMI pour obtenir des lignes de crédit. Seul l'avenir nous dira où s'arrêteront les dégâts pour ces pays à l'aube d'une période de fort ralentissement mondial.

Cette crise financière vient se greffer sur une économie mondiale dont la croissance montrait des premiers signes d'essoufflement. Il est évident que les banques, qui sortiront affaiblies par cette crise, resserreront les critères d'octroi de crédit aux entreprises et que plusieurs de celles-ci, et tout particulièrement les plus endettées et les moins à-mêmes de générer des cash-flows en période de ralentissement, auront du mal à survivre.

Entre le 31 décembre 2007 et la fin octobre 2008, les principaux indices boursiers ont baissé d'environ 40 % et ce dans un contexte de volatilité extrêmement élevée. Le VIX, qui mesure la volatilité du S&P 500, affichait certains jours une volatilité 3 ou 4 fois supérieure à la moyenne historique. La majeure partie de cette volatilité est à attribuer aux hedge funds qui, s'attendant à des retraits de fonds de leurs clients, ont liquidé massivement leurs positions. De telles baisses mettent à mal bon nombre de fonds de pension aux Etats-Unis et probablement ailleurs.

De même, le prix des matières premières a significativement chuté. En un an, l'indice des matières premières calculé par *The Economist* a perdu plus de 15 %. En particulier, le baril de pétrole qui s'échangeait à \$92 en début d'année pour atteindre un sommet de \$147 en juillet, s'échangeait début novembre sous les \$60.

Dans de nombreuses régions du monde, le prix de l'immobilier baisse significativement. Par exemple, aux Etats-Unis, le prix du résidentiel tel que mesuré par l'indice Case-Shiller a chuté de 16,3 % entre août 2007 et août 2008.

Il apparaît donc que le monde financier est en train de se dégonfler comme une baudruche. Après avoir été inflaté par des torrents de liquidités injectés par les banques centrales depuis 15 ans, les prix de l'ensemble des actifs financiers retombent comme autant de soufflés. Comme le titrait il y a peu le *Financial Times* : "The Party Is Over"...

3. Les premières leçons à tirer

Il est évidemment fort tôt pour tirer toutes les leçons de cette crise et il ne fait nul doute que du recul apportera un regard plus critique sur les événements que nous vivons aujourd'hui. Il n'empêche que certains enseignements peuvent être glanés dès à présent.

- I.** Comme toutes les crises financières que nous connaissons depuis des siècles, celle-ci est le résultat du mariage explosif de l'appât effréné du gain et d'un taux d'endettement exagéré. Les banques sont "sur-leveragées", aidées en cela par les accords de Bâle 2. Comme on l'a dit, les fonds propres des banques sont calculés en fonction du risque encouru par les actifs. Les accords de Bâle ont laissé les banques fort libres dans l'estimation de leurs risques. Ils ont en plus laissé ces banques s'appuyer sur les agences de notation pour calculer certains de ces risques. Ces règles doivent être absolument revues. Aujourd'hui, les banques, ayant sous-estimé leurs risques, s'endettent à tour de bras. On devrait pouvoir envisager de fixer, de manière intelligente, un taux maximal d'endettement des banques;
- II.** La structure de financement des banques s'est profondément modifiée au cours des dernières années. Plus de la moitié de leur financement provient du marché interbancaire (à nouveau ceci est d'autant plus vrai en Europe). Le rapport prêts/dépôts est fréquemment supérieur à 1 dans de nombreuses institutions financières, signifiant que la source de financement des banques est tributaire du bon vouloir de la concurrence à leur prêter. Cette structure de financement est manifestement trop fragile. Ici aussi, des ratios prudentiels doivent être fixés;
- III.** Les banques, lourdement "leveragées", ont investi massivement dans des produits eux-mêmes logés dans des véhicules endettés, créant ainsi un effet d'endettement en cascade. On a recréé ainsi des conditions similaires à celles prévalant dans les années 1920-30 et on en connaît l'issue. Il faut pénaliser les institutions investissant dans de tels instruments quel que soit le rating de ceux-ci;
- IV.** Les conseils d'administration des banques partagent la responsabilité avec le management de la fixation de la stratégie et de la santé financière d'une entreprise. Ces conseils sont souvent mal constitués : ils privilégient trop les personnalités ayant un carnet d'adresses au détriment de ceux qui ont les compétences techniques et de "business" nécessaires à la bonne gestion d'une banque ou d'une assurance. On devrait imposer que les banques aient des spécialistes de la finance dans leur conseil. Cette mesure est déjà imposée pour les comités d'audit des firmes cotées : pourquoi ne pas la généraliser aux conseils d'administration des banques et assurances ?
- V.** Sans vouloir pointer du doigt les contrôleurs prudentiels de nos institutions financières force est de reconnaître que le contrôle fut parfois lacunaire au cours des dernières années. Au-delà du fait que l'instauration d'un contrôleur européen s'impose, des mesures internes aux commissions bancaires doivent être prises. Pourquoi les autorités de contrôle américaines ont-elles laissé les banques d'affaires s'endetter au-delà de toutes mesures ? Pourquoi la Financial Services Authority (FSA) britannique a-t-elle laissé la banque Northern Rock s'enliser dans une crise de financement avant d'intervenir ? Comment l'assureur Ethias, chez nous, a-t-il pu continuer à opérer jusqu'à la disparition de ses fonds propres alors qu'il était communément admis que sa politique commerciale et d'investissement étaient très agressives ? Comment se fait-il que les banques françaises Société Générale et Caisses d'Epargne, et donc indirecte-

... Les premières leçons à tirer

ment l'autorité de contrôle de l'Hexagone, ont laissé des traders outrepasser leurs limites occasionnant des pertes considérables à leur institution en 2008 alors que les marchés étaient déjà sous haute tension ?

Il nous faut revoir la composition et le modus operandi de nos instances de contrôle. Il ne s'agit pas ici de chercher des coupables ou de couper des têtes mais bien de réfléchir sereinement à la manière dont ces organismes peuvent mieux fonctionner.

Il apparaît déjà évident que la plupart des contrôleurs de par le monde ont été entraînés dans l'aveuglement général régnant sur les marchés depuis des années mais aussi, et surtout, qu'ils se sont souvent trouvés fort éloignés du terrain. Ne faudrait-il pas dès lors encourager la présence d'anciens professionnels du secteur financier au sein des instances de contrôle ? Ne dit-on pas que les braconniers font souvent les meilleurs garde-chasses...;

VI. Enfin, une nouvelle plaie règne sur les marchés financiers, à savoir les hedge funds. Les marchés financiers ont besoin des spéculateurs. Il est toujours bon de rappeler que face à un acteur financier qui cherche à couvrir une position, il faut une contrepartie qui soit prête à prendre la position inverse⁴. Néanmoins, depuis 20 ans les hedge funds mettent à mal et déstabilisent le système financier international en accélérant (et probablement en suscitant parfois) d'énormes mouvements des capitaux. Or, ces fonds sont littéralement moins contrôlés qu'une machine à sous d'un casino de Las Vegas.

Notons que la présidence allemande de l'Union européenne avait en son temps tenté de réguler ces fonds mais n'avait pu mener ses efforts à bien contrecarrés en cela par les réticences de certains (essentiellement le Royaume-Uni) : il serait bon de remettre ce dossier sur la table.

VII. Les agences de notation portent une lourde part de responsabilité dans la crise actuelle en ayant sous-estimé les risques de certains produits de titrisation. En perpétuel conflit d'intérêts (elles sont payées par les émetteurs de dettes), elles ont également manqué de transparence dans leurs modèles et leurs pratiques. Il faut revoir soit leurs structures soit leur mode de rémunération. Celle-ci ne pourrait-elle être forfaitaire et couvrir une gamme de services ? Ou bien, ne pourrait-on rémunérer les agences en fonction de l'exactitude des ratings (notations) qu'elles allouent, les associant à leurs prévisions ?

VIII. Il faut revoir certaines des normes IAS et à tout le moins prévoir des règles d'évaluation particulières pour les actifs dont le marché est devenu totalement illiquide. Un des problèmes majeurs rencontré au cours de la crise actuelle est en effet l'assèchement soudain du marché pour les actifs issus de la titrisation. Le prix observé pour ceux-ci ne reflète pas leur véritable valeur, mais est bien la conséquence de circonstances exceptionnelles. Les normes IAS exigeant la valorisation des actifs à leur valeur de marché, les banques ont dû comptabiliser des pertes ne reflétant probablement pas une véritable diminution de valeur mais bien une perte de confiance du marché dans certaines classes d'actifs.

⁴ Les spéculateurs ont beau avoir mauvaise réputation, il n'est jamais inutile de rappeler que leur existence est une nécessité pour le bon fonctionnement des marchés des actifs financiers ou des matières premières. En effet, et par exemple, si un agriculteur veut vendre sa production quelques mois avant la récolte afin de figer son prix de vente il lui faudra trouver une contrepartie sur le marché à terme. Le plus souvent cette contrepartie sera un spéculateur qui sera prêt à prendre le risque d'avoir acheté à terme un bien trop cher par rapport au prix observé au moment de la livraison effective du bien. Il en va de même pour un gestionnaire de portefeuille qui voudrait se couvrir contre, par exemple, une baisse du marché boursier : il lui faudra trouver une contrepartie, là aussi souvent un spéculateur, prête à «parier» sur le mouvement inverse.

... Les premières leçons à tirer

Enfin, les mesures qui ont été adoptées au cours des derniers mois pour contre-carrer la crise portent les germes d'autres crises ou bulles spéculatives. Il faudra donc veiller dans les mois et années à venir à la manière dont ces germes évoluent. Il y en a au-moins trois :

IX. A nouveau les banques centrales, et les Etats, ont injecté des montants considérables de liquidités dans le système financier : il ne fait nul doute que ces liquidités, une fois que le calme sera revenu sur les marchés financiers, trouveront un endroit où se reloger risquant ainsi de recréer une nouvelle bulle spéculative;

X. La décision de la majeure partie des gouvernements européens d'augmenter la garantie qu'ont les déposants auprès d'une banque de 20.000€ à 50.000€ (et en Belgique d'y associer les produits de la branche 21 des assurances-vie) est socialement très louable mais augmente considérablement l'aléa moral⁵ des organismes chargés de gérer l'épargne. Il en va de même en ce qui concerne les garanties qu'offrent aujourd'hui différents Etats sur les prêts interbancaires. Le danger est de voir ces organismes adopter une gestion d'autant plus risquée qu'ils savent que quoi qu'il advienne, les avoirs de leurs clients sont – fort – bien couverts par la société. Si je ne pense pas que nous devons craindre de tels comportements dans un avenir immédiat (les banques et assurances sont trop traumatisées que pour accroître leur niveau de risque maintenant), soyons sûrs que ce problème se présentera à l'avenir. Nos instances de contrôle devront donc se montrer encore plus vigilantes que d'ordinaire pour prévenir des comportements de prise de risque exagérée par certaines institutions;

XI. Les 5 grandes banques d'affaires américaines (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) ont aujourd'hui disparu, soit qu'elles soient tombées en faillite, soit qu'elles aient été rachetées par des banques de dépôt, soit encore qu'elles aient adopté le statut de banque commerciale. La crise des années 30 avait débouché sur l'obligation de scinder les activités de banques d'affaires et de banques de dépôt arguant du danger pour les petits épargnants de voir leurs dépôts servir à financer des activités risquées. On constate aujourd'hui le mouvement inverse. "Plus ça change, plus c'est la même chose" diront les plus cyniques, mais il n'empêche que les dépôts de clients de détail vont financer des activités à haut risque. Est-ce bien là le type de banques commerciales que nous voulons avoir à l'avenir ? De même, il faut se poser la question de savoir si les firmes de gestion d'actifs filiales de banques commerciales servent au mieux les intérêts des clients de celles-ci. Ne vaudrait-il pas mieux au contraire que ces sociétés soient indépendantes et que les banques offrent à leurs clients une gamme de produits d'investissements dans un contexte "d'architecture ouverte" ? Je pense qu'il faut réexaminer de près la réglementation portant sur les conglomérats financiers.

⁵ L'aléa moral se définit comme la possibilité qu'un agent économique qui s'assure augmente sa prise de risque, par rapport à la situation où il supporterait entièrement les conséquences négatives d'un sinistre. Par exemple, un automobiliste qui assure son véhicule contre le vol risque de ne plus prendre toutes les mesures visant à protéger sa voiture contre cet aléa car il sait qu'il sera indemnisé en cas de sinistre.

4. Conclusions

A l'heure où Milton Friedman semble bien plus profondément enterré que John Maynard Keynes (mais on avait sans doute enterré celui-ci un peu prématurément), nos sociétés doivent absolument prendre des mesures pour résoudre cette crise sans précédent mais aussi pour empêcher qu'elle ne puisse se reproduire.

Le monde financier ne peut certes plus se retrouver aux commandes de la planète tel qu'il l'a été depuis une trentaine d'années et il faudra à l'avenir mieux réguler les marchés ou faire meilleur usage de la réglementation déjà existante. Par contre, nous ne pouvons pas nous permettre de repli nationaliste ou de retour à un dirigisme soi-disant éclairé comme certains le préconisent. Le passé nous montre à souhait que de tels comportements mènent inexorablement à l'échec, à la faillite et à encore plus de pauvreté. Il nous faut donc passer par le chas de l'aiguille et adopter un ensemble de mesures favorisant le développement d'un secteur financier dynamique et sain, ce dont nos sociétés ont besoin, mais qui mettra les épargnants et les investisseurs à l'abri des filets d'apprentis-sorciers guidés par une âpreté au gain sans limite.

*Serge Wibaut est chargé de cours
invité au département d'économie
de l'UCL.*

Serge Wibaut

Références

Black F. and M. Scholes (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, 637-659.

Fond Monétaire International (2008): *Global Financial Stability Report*, avril 2008, Washington DC.

HedgeFund.Net (2008), *Hedge Fund AssetFlow/Performance Q2 2008*, voir www.hedgefund.net

Kindelberger (2000), *Manias, Panics, and Crashes*, John Wiley, 4th edition.

McGuire P. and K. Tsatsaronis (2008): *Estimating Hedge Fund Leverage*, BIS working paper 260.

Merton R. (1973), "Theory of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 141-183.

Pollock A. (2007), *Testimony to the Joint Economic Committee of the US Senate and House of Representatives*, published by the American Enterprise Institute.

RealityTrack (2007), *Press release*, voir www.realitytrack.com

Lexique financier

Contrat à terme : contrat par lequel un agent économique peut acheter ou vendre à une contrepartie un bien (financier ou physique) à l'avance à un prix déterminé au moment de la conclusion du contrat à terme. Par exemple, un agriculteur peut vendre sa production 3 mois avant qu'il ne la récolte afin de fixer le prix de celle-ci et d'enlever ainsi l'aléa pesant sur le prix futur.

Credit Default Swap : swap (s'apparentant à une option) permettant de se couvrir contre le risque de faillite d'une contrepartie.

Effet de levier (ou "leverage") : l'effet de levier est mesuré par le rapport actifs/fonds propres ("ratio de levier"). Au plus ce ratio est élevé, au plus la firme est donc endettée. Les firmes largement endettées ont généralement des rendements sur fonds propres plus élevés mais seront plus fragiles. Ainsi, et par exemple, une firme ayant 10€ de fonds propres et 10€ de dettes pourra investir 20€. Une fois l'intérêt de la dette remboursé, tout le rendement des actifs reviendra aux détenteurs des fonds propres. Pour que la firme tombe en faillite, il faut que plus de 50 % (soit 10€) des actifs soient perdus. Par contre, si la même firme s'endette à raison de 90€, elle pourra investir 100€ et partant les fonds propres seront mieux rémunérés mais une perte de 10 % seulement des actifs suffira à mettre la firme en faillite.

Option : contrat par lequel un agent achète le droit d'acheter (ou de vendre) un actif (financier ou physique) à une contrepartie à un prix déterminé à une date ou avant une date fixée. Une option permet donc de se couvrir contre une hausse (si on achète l'option) ou une baisse (si on la vend) du bien sous-jacent. La détermination du prix à payer pour ces instruments a constitué un problème insoluble pendant des décennies jusqu'à sa résolution par Black, Scholes et Merton en 1973. Cette résolution fait appel à des techniques mathématiques assez sophistiquées.

Produits dérivés : produits financiers dont la valeur dépend de la valeur d'un autre actif. Les principaux produits dérivés sont les contrats à terme, les swaps et les options.

Swap : contrat par lequel deux contreparties s'échangent des flux financiers indexés sur un indice différent. Par exemple, la banque XYZ ayant octroyé un prêt hypothécaire de 100 à taux révisable annuellement pourrait vouloir substituer à ce taux variable un taux fixe. Pour ce faire, elle pourra acheter un swap de taux d'intérêt sur un montant "notionnel" de 100 dans lequel la contrepartie (souvent une autre banque) lui payera un taux fixe alors que la banque XYZ paiera à cette contrepartie un taux annuellement révisable. La banque XYZ deviendra ainsi receveuse nette d'un taux fixe.

Directeur de la publication :
Vincent Bodart
Rédactrice en chef :
Muriel Dejemeppe
Comité de rédaction : *Paul Belleflamme,*
Vincent Bodart, Thierry Bréchet,
Muriel Dejemeppe, Frédéric Docquier,
Jean Hindriks, François Maniquet,
Marthe Nyssens
Secrétariat & logistique : *Anne Davister*
Graphiste : *Dominos*

Regards Économiques a le soutien financier
du Fonds de la Recherche Scientifique - FNRS.

IRES-UCL

Place Montesquieu, 3

B1348 Louvain-la-Neuve

<http://www.uclouvain.be/regardseconomiques>

regard-ires@uclouvain.be

tél. 010/47 34 26