

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 Investment 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 événements 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 illusoire (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

QUATRE PISTES POUR ÉVITER LA PROCHAINE CRISE FINANCIÈRE

des investissements internationaux, pas uniquement lié à l'activisme récent des fonds souverains : selon les données 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, 1^{er} 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://ksgghome.harvard.edu/~drodrik/Why_Did_FG_Diappoint_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.

