

# UNE CRISE TRADITIONNELLE DANS SON PROCESSUS ET NOVATRICE DANS SES MODALITÉS DE DIFFUSION

ENTRETIEN AVEC PHILIPPE MARINI

*Sénateur*

**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 : « marchandisation » 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 marchandisation 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 bancassurance, 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 marchandisation 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 <sup>1)</sup> 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'accroître 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 « passerager clandestin » : « empocher » son bonus et « adienne 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.*

