

INTRODUCTION

XAVIER MAHIEUX *

P assé le moment paroxystique des derniers mois de l'année 2008 et du début de l'année 2009, la crise s'est progressivement et insensiblement retirée des grands titres de l'actualité. Peu à peu s'est installée l'idée qu'à l'instar des nombreuses secousses précédentes, celle de 2008 ne laisserait pas de traces profondes, les plans de soutien et une politique monétaire accommodante se chargeant de rétablir les équilibres mis à mal. Cette vision a été celle des marchés actions qui ont enregistré en 2009 des gains records, pariant ainsi implicitement sur un retour rapide de la croissance. Dès juin 2009, le *business as usual* est redevenu la règle sur les principales places financières mondiales. Les signes de reprise d'activité dans de nombreuses économies ont conforté cette perception d'un épisode, certes plus brutal qu'à l'accoutumée, mais sans conséquences majeures.

Par contraste, l'année 2010 commence plutôt mal avec un retour aux réalités. Les conséquences durables de la crise financière et les graves déséquilibres budgétaires, notamment ceux des économies avancées, apparaissent pour ce qu'ils sont, d'une ampleur inégalée, et se rappellent à l'attention des marchés. Emblématique, le recul constant de l'euro face au dollar depuis décembre 2009 du fait de la prise de conscience des déficits abyssaux de certains pays membres et des interrogations, fondées, sur leur capacité à les résorber. En sus des interrogations sur l'euro, pointe en Europe l'inquiétude que les plans

* Responsable éditorial, *Revue d'économie financière*.

de relance ne soient suivis de plans d'austérité drastiques avec leurs conséquences prévisibles sur l'activité. Plus inquiétant encore pour l'avenir, aucune réforme ambitieuse du fonctionnement des institutions financières et du système financier mondial n'a encore vu le jour, les différents intérêts nationaux et particuliers se chargeant d'en contrarier sans cesse l'idée même.

Ce que nous écrivions dans l'éditorial de notre numéro hors-série « Crise financière : analyses et propositions » paru en 2008 se confirme : « Bien qu'elle partage certains traits communs avec la crise des *savings and loans* américaine des années 1990 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. »

Dans ce numéro titré « Regards sur la crise », nous avons donc décidé de revenir sur différents aspects particuliers de cette crise et de ses conséquences.

Les premiers de ces regards se portent sur la sécurité des transactions de gré à gré, notamment celle des dérivés de crédit, mise à mal en 2008. Le risque de contrepartie, occulté pendant la période d'exubérance des marchés, est alors apparu au grand jour avec les conséquences que l'on connaît. Depuis, l'exigence de contreparties centrales sur tous les contrats de produits dérivés de gré à gré a fait l'objet d'une préconisation forte du G20.

Plusieurs articles de ce numéro traitent des dangers de ces marchés non sécurisés et des risques de contrepartie.

Le premier d'entre eux revient sur un épisode de la faillite de Lehman Brothers. Cette banque était l'un des principaux acteurs sur le marché des *swaps* de défaut de crédit (CDS - *credit default swaps*) et y détenait des positions considérables. Il était donc de la première importance pour les autorités monétaires américaines de traiter ce problème dans l'urgence, préalablement à la faillite, mais aussi de manière définitive pour éviter la défaillance d'autres acteurs de ce marché très concentré. Virginie Coudert et Mathieu Gex exposent et analysent en détail comment le système d'enchères centralisées utilisé alors a permis d'arriver à une solution rapide et efficace.

Gisèle Chanel-Reynaud consacre un article à la mise en place progressive de chambres de compensation sur les marchés de dérivés de crédit. Après avoir rappelé l'extraordinaire développement des opérations de création de risques (prêts *subprimes*...) en vue de leur transfert, *via* la titrisation pour alimenter le marché financier en ABS (*asset-backed securities*), MBS (*mortgage-backed securities*), CDO (*collateralized debt obligations*)..., elle montre comment la création

de chambres de compensation centrales en instaurant de nouvelles procédures de négociation, de compensation et de règlement-livraison devrait permettre d'atténuer, à l'avenir, les crises de liquidité et offrir une meilleure sécurité aux intervenants. Pour autant, et en dépit de ces améliorations, l'auteur considère qu'en Europe, les différentes chambres de compensation risquent d'avoir une surface financière insuffisante, du fait de leur taille, pour pouvoir supporter seules sur leurs fonds propres les conséquences financières de la garantie de bonne fin qu'elles sont censées apporter en cas de choc majeur. Leurs consœurs anglo-saxonnes semblent avoir aujourd'hui une longueur d'avance en la matière.

À partir d'un raisonnement assez proche, Michel Castel, quant à lui, met en doute la capacité des chambres de compensation de produits financiers dérivés, fussent-elles anglo-saxonnes, à faire disparaître totalement les risques de contrepartie. Les chambres de compensation centrales dépendent en effet de sociétés privées dont les structures d'actionnariat pourraient vite se révéler problématiques en cas de secousses importantes : un actionnariat dispersé dilue les responsabilités et donc les incitations à renforcer les fonds propres en cas de besoin ; un actionnaire unique ou largement majoritaire, s'il est lui-même opérateur de marché coté, serait sans doute mis en sévère position de faiblesse. L'auteur suggère la création d'une structure de réassurance obligatoire pour toutes les chambres de compensation ou la création d'un « super fonds de garantie ».

Deux autres articles, consacrés aux dépositaires centraux en Europe, viennent compléter ces analyses en offrant une perspective plus longue. Catherine Karyotis retrace l'histoire des comptes courants de titres, généralisés en France en 1949 (il y a soixante ans), avec la création de la Sicovam. Cet acteur particulièrement innovant fut le premier dépositaire central à dématérialiser les titres sur l'ensemble d'une place financière. Devenue Euroclear en 2001, il sera bientôt en mesure de fournir un système de paiement et de titres unifié en Europe. L'avenir et les enjeux des dépositaires centraux de titres européens constituent le cœur des réflexions de Joël Mérére qui rappelle le rôle essentiel que la naissance de l'euro et les rapports Giovannini inspirés par la Commission européenne, ont joué dans la définition de standards communs applicables à l'industrie des titres européenne. Même si des progrès restent à faire, les avancées obtenues, en termes de transparence des prix, d'accès, d'interopérabilité et de dégroupage des services et de séparation comptable, sont réelles. La mise en place de TS2 (TARGET2 Securities), nouvelle étape dans l'évolution de l'industrie des titres européenne, va conduire les différents acteurs à faire des choix stratégiques majeurs.

Autre regard, porté sur la titrisation des emprunts hypothécaires et la bulle immobilière américaine, celui de Béchir Bouzid. Il revient sur les raisons du déclenchement de la crise immobilière pour analyser la relation d'équilibre de long terme existant entre les fondamentaux du marché et les prix du logement aux États-Unis. À partir des tests statistiques, il met notamment en évidence l'importance des effets autoréalisateurs des anticipations favorables sur l'évolution des prix immobiliers qui a marqué la période précédant l'éclatement de la bulle.

Les banques et les Pouvoirs publics ont été au cœur de la crise financière. Patricia Charléty revient sur les prises de participation par l'État et les rachats entre banques qui ont permis d'éviter la faillite d'établissements bancaires. Sans nier les effets bénéfiques à court terme de ces opérations effectuées dans l'urgence, elle s'interroge sur leurs effets à long terme. Si les interventions des États au capital des banques peuvent être temporaires et réversibles, les concentrations induites par les rachats entre acteurs privés peuvent conduire à des distorsions de concurrence sur le marché du crédit au bénéfice des prêteurs et un contrôle *ex post* s'avère nécessaire.

La responsabilité des banques centrales, et principalement de celle des États-Unis, a été largement débattue depuis l'apparition de la crise financière. Bon nombre de critiques se sont centrées avant tout sur une gestion inadaptée de la politique monétaire qui aurait préparé la catastrophe à venir. François Facchini propose un regard « autrichien » de la crise qui met en avant les défauts supposés des systèmes bancaires hiérarchisés et impute à l'existence même des banques centrales les crises à répétition. La crise de 2007 serait, de ce point de vue, une crise systémique. En manipulant les taux d'intérêt, les banques centrales leur feraient perdre leur rôle essentiel qui est la révélation des préférences intertemporelles des agents permettant une allocation optimale des ressources ; il en résulterait une déconnexion de l'épargne et de l'investissement débouchant sur des crises majeures. Cette analyse libérale s'interroge *in fine* sur l'intérêt du système centralisé des banques centrales comparé aux vertus supposées d'un système décentralisé dans lequel les monnaies seraient en concurrence.

Dernier regard, celui que porte Christian Saint-Étienne sur le futur de l'euro. Regard en forme de bilan et d'interrogations à la lueur de la crise. Inquiet des divergences économiques des pays qui utilisent la monnaie commune, divergences renforcées par la crise, il considère que le risque d'éclatement de la zone monétaire est aujourd'hui réel et que l'issue ne passe que par la mise en place d'un gouvernement économique de la zone et d'un fédéralisme fiscal.

Après cette série d'articles consacrés au thème de la crise, la *Revue d'économie financière* a souhaité revenir sur l'euro à travers la synthèse d'interventions effectuées lors d'une table ronde organisée en novembre 2009 par la Caisse des dépôts et l'Euro 50 Group. À l'occasion du dixième anniversaire de l'euro, un grand nombre de responsables, français et européens, du monde politique et économique ont alors exposé leurs points de vue sur les réalisations passées, mais aussi sur les défis et les évolutions à venir dans un contexte de crise. Nous profitons donc de ce numéro pour proposer à nos lecteurs un condensé de cette conférence qui éclairera un sujet qui n'a pas fini d'occuper les économistes.

