

Discussion de la session :

« Le déroulement de la crise »

Discutant : **Philippe Spieser**
ESCP-EAP

Président de session : **Jérôme Creel**

Philippe Spieser : Je vais utiliser mes compétences de professeur de finance même si je prétends actuellement être professeur d'économie, car la finance est mal vue – pour vous proposer une synthèse sur les origines de cette crise financière et ses canaux de transmission, tout en discutant les papiers présentés ici.

J'ai intitulé ma présentation : « Les enchaînements du diable ». Il y a, au départ, un problème du fonctionnement du marché hypothécaire américain, permis par un dysfonctionnement du processus de notation, qui débouche sur une crise de la titrisation. Des fonds communs, *a priori* sans risque, perdent brusquement de leur valeur et font l'objet de désinvestissements massifs ; très vite, la crise pose le problème de la valorisation des actifs financiers. S'y ajoute une crise de liquidité : les banques cherchent en urgence de la liquidité centrale ; puis, une crise de confiance : les banques hésitent à se prêter entre elles, avant d'hésiter à prêter aux entreprises et aux ménages ; donc une crise du marché interbancaire. L'application des normes comptables, des règles de *mark to market* et des ratios prudentiels de Bâle 2 a ensuite entraîné une crise générale de solvabilité, aussi bien dans le secteur de la banque que dans celui de l'assurance. Le secteur de l'assurance a été quelque peu oublié dans le panorama présenté par Plane et Pujals ; pourtant, la crise d'AIG a été très importante. Le défaut de certains acteurs a entraîné une hausse du risque de contrepartie et une hausse des primes de risque sur tous les marchés. Après une période de plusieurs années, durant laquelle on avait méconnu le risque, on l'avait dispersé, on l'avait nié, on avait négligé l'aversion pour le risque des investisseurs qui était d'ailleurs devenu très faible, l'aversion pour le risque est redevenue extraordinairement forte ; la hausse de la prime de risque sur les marchés explique l'amplification de la crise. S'est ensuite mis en place un *credit crunch*, c'est-à-dire un phénomène de restriction quantitative du crédit : même les entreprises saines ne trouvent plus à financer leurs besoins en fonds de roulement. L'augmentation des faillites et du chômage commence à se voir avec un ralentissement de la demande et débouche sur une crise économique réelle, qui se traduit par une diminution des revenus des agents, une augmentation des dépenses publiques et une réduction des recettes fiscales. Elle aboutit enfin à des interrogations sur les politiques monétaires et budgétaires à mener pour sortir de la crise.

La sortie de crise pose trois questions : sommes-nous dans un scénario de déflation à court terme, avec la possibilité d'une inflation à moyen terme ? On peut très bien sortir d'une période de déflation avec, du fait d'une monétisation de la dette, un retour de l'inflation d'ici trois ou quatre ans. Y-aura-t-il nationalisation partielle ou totale du secteur

financier ? Va-t-on voir se mettre en place un autre modèle de croissance, un autre modèle de gouvernance, et d'autres régulations ?

Certes, l'histoire économique ne se répète pas à l'identique, les structures économiques sont différentes, les sommes en jeu sont d'un autre ordre de grandeur : les encours de dérivés de crédit atteignent la somme astronomique de 50 000 milliards de dollars pour des produits qui n'existaient pas il y a dix ans. La régulation et le cadre réglementaire ne sont pas les mêmes. Pour comparer le coût actuel de cette crise avec le coût de ce qui s'est passé sur les *saving and loans associations* à la fin des années 1980 aux États-Unis et sur ce qui s'est passé au Japon au début des années 1990, il faut actualiser les chiffres, d'un facteur de l'ordre de 2,25. Les 500, 600 ou 800 milliards de dollars d'alors se rapprochent des 2 000, 2 500 d'aujourd'hui.

Les ingrédients cumulatifs restent, cependant, les mêmes. Ce sont l'avidité, la malhonnêteté, la perte du sens de la mesure, ce que les Grecs appellent *Hubris*, l'optimisme irraisonné, l'aléa moral du sentiment d'impunité. De ce point de vue-là, je ne suis pas d'accord avec cette idée qui transpirait en filigrane dans l'intervention de Plane et Pujals, qu'il n'aurait pas fallu laisser tomber *Lehman Brothers*. À un moment, il faut siffler la fin de partie et faire cesser l'aléa moral. Quand un certain nombre de banques croient qu'elles peuvent continuer à jouer avec le risque sans être capables de l'évaluer, qu'elles se disent qu'elles vont transférer le risque comme on transfère un mistigri, les autorités monétaires doivent prendre leurs responsabilités et stoppent ce jeu, dont nul ne sait où il aboutira. Puis arrivent la crainte de perdre son épargne et les paniques bancaires, la ruée sur les dépôts et la défiance ; toutefois, la défiance des banques entre elles est un phénomène nouveau.

Derrière les origines de la crise, se trouvent plusieurs éléments de faillite.

1. La faillite de la régulation macroéconomique, évoquée par le papier de Creel, Mathieu et Sterdyniak. Les économies américaine et britannique sont de plus en plus fondées sur des services, en particulier des services financiers fragiles, les industries étant volontairement délocalisées. Je crois que ce schéma de croissance est terminé. De ce point de vue-là, on peut rendre justice à Madame Merkel, qui essaie de faire passer le message que l'Allemagne n'a pas à payer les faillites ou les errements bancaires, alors même que depuis 1980, la politique économique allemande vise à maintenir les industries sur le sol allemand ; en euro constant, le salaire de l'ouvrier allemand est resté le même de 1984 et à 2004 – chiffre donné par P. Artus ; il était peut-être trop fort dans les années 1980, mais la correction a été faite. S'y sont ajoutés une politique monétaire américaine hasardeuse et un faible taux d'épargne des ménages américains qui ont été trop encouragés à emprunter.
2. La faillite du secteur du marché de l'immobilier. Vous n'avez pas assez parlé du financement du logement par les « *government sponsored enterprises* », Fannie Mae et Freddie Mac. En 2005, avec des capitaux propres de 64 milliards de dollars, elles finançaient environ 5 600 milliards de dollars. Aucune institution financière ne peut fonctionner correctement à long terme avec un levier de 90. S'y sont ajoutés des mécanismes de crédit immobilier, des taux fixes, variables, révisables, qui étaient pervers et mal expliqués aux consommateurs. La déflation pourrait constituer au moins à très court terme un mécanisme correctif : les ménages anglais et américains qui sont endettés à taux variable, trouveront peut-être en effet aujourd'hui un élément de soulagement dans les processus de déflation et de baisse concomitante des taux d'intérêt.

3. La faillite de la réglementation législative. Le *Community Reinvestment act* qui permettait à des banques de financer à peu près n'importe quel emprunteur aux États-Unis a été une monstruosité juridique.
4. La faillite de la réglementation prudentielle des institutions financières. On a juxtaposé deux éléments qui ont constitué une arme de destruction massive : *la fair value accounting* et la règle de *mark to market*. La conjonction de ces deux règles a abouti à une forte transmission de la volatilité bancaire. Aujourd'hui, on a un véritable problème d'estimation des banques parce que leur valeur change tous les jours, ce qui amène les effets pervers que Plane et Pujals ont très bien décrits sur le fait que les banques cherchent désespérément de la liquidité et du capital.
5. La faillite de l'organisation bancaire, surtout américaine. Le schéma banques commerciales/banques d'affaires a explosé. Les banques d'affaires n'ont plus trouvé de liquidités, c'est la raison de leur faillite. Le contrôle de la SEC a été peu efficace, c'est le moins que l'on puisse dire.
6. La faillite des mécanismes des effets de levier, ceci à trois niveaux : l'effet de levier du crédit aux ménages (la possibilité offerte aux ménages américains d'acquérir un logement sans apport personnel, en empruntant exclusivement) ; l'effet de levier des produits optionnels (le coût d'une option « classique » ne représente qu'un faible pourcentage faible, de 3 % à 5 %, du montant du l'actif financier sous-jacent, ce qui a encouragé l'usage de ces produits à des fins spéculatives) ; l'effet de levier dans les prescriptions de gestion des entreprises, qui a amené à une sous-capitalisation des firmes. Les *business schools* enseignent en effet qu'on peut augmenter le rendement de l'actionnaire, même lorsqu'on a un rendement économique très faible ; il suffit pour cela de s'endetter. Le fait est que le mécanisme fonctionne aussi malheureusement en « effet de ciseaux » : quand le taux d'intérêt devient plus fort, ou que la rentabilité économique s'effondre, alors la rentabilité financière pour l'investisseur s'effondre aussi. Ces trois effets de leviers cumulés ont amplifié la crise.
7. La faillite générale de l'intermédiation. Les agences de notation sont coupables d'avoir joué un jeu endogamique qui consiste à la fois à noter les produits et les émetteurs, tout en se faisant rémunérer par eux. Ceci est aberrant, on a déjà cité ce matin le chiffre de 64 000 triple A pour des produits financiers structurés et seulement pour 12 entreprises. L'échec des procédures est évident, celui de la titrisation, mais aussi celui du modèle *originate to distribute*, qui souffre d'asymétrie d'information. C'est moins la titrisation qui est en cause que les mécanismes qui ont consisté à mettre à l'actif des portefeuilles de crédit et à mettre au passif des tranches hiérarchisées entre les *tranches equity* et jusqu'aux meilleures tranches, les *tranches seniors*, en croyant que la hiérarchie serait respectée, qu'il n'y aurait pas de transmission d'un compartiment à l'autre. De ce point de vue-là, on n'est pas à l'abri d'une extension de la crise : si jamais une partie des crédits AA, je crois, qui s'adressaient aux ménages raisonnablement riches ou bien dotés financièrement, font aussi défaut, on aura un deuxième choc de titrisation. L'échec de l'intermédiation bancaire s'est traduit par un manque général de liquidités. Pour certains produits et certaines institutions, la crise a été marquée par un problème général de liquidités. La liquidité et la valorisation ne peuvent plus être séparées : la valorisation des produits financiers doit impérativement intégrer aujourd'hui la liquidité. Quand on estime des futurs ou des options, on fait toujours l'hypothèse que l'on pourra les vendre. On s'aperçoit aujourd'hui qu'on ne peut plus les vendre,

et qu'à ce moment-là, le prix n'a plus aucune réalité avec le marché. Ne suffit-il pas de prendre un écart-type, une volatilité plus grande dans la valorisation de ces produits ? Mais avec une volatilité plus grande, vous n'avez plus de marchés. Les *spreads* s'écartent, les marchés disparaissent et donc les *traders* gagnent beaucoup moins d'argent. L'emploi d'une volatilité beaucoup plus grande, justifié par les grands mouvements observés sur les marchés, aura le mérite de renchérir les options. Elles serviront alors moins à la spéculation ou à l'élaboration de produits structurés hasardeux qu'aux besoins impérieux de couverture par les entreprises.

Les canaux de transmission de la crise ont été assez classiques. La réduction quantitative de crédits accordés par les banques s'est traduite par un *crédit crunch*. Le revenu national a baissé brutalement à un niveau de sous-emploi par des effets de richesse, des effets de revenu, *via* notamment la prime de financement externe, par la hausse de l'épargne de précaution.

Quelles sont les conditions de sortie de crise ? Une politique monétaire volontariste de baisse des taux est nécessaire mais attention aux écueils. Est-on sûr que si l'on fait volontairement baisser les taux longs, on aura effectivement une diminution à due concurrence des taux courts ? La courbe de structure des taux est-elle suffisamment flexible et suffisamment souple pour transmettre les impulsions à la baisse de la Banque centrale ? De plus, les anticipations déflationnistes peuvent obvier la relance par l'investissement. Il faut des conditions de refinancement allégées ou plus aisées pour les banques qui doivent par ailleurs repenser leur modèle de valorisation d'actifs. L'effet richesse doit rester limité dans le temps ; il faut que l'idée d'une richesse stable à moyen terme, l'effet Friedman, revienne dans l'esprit des gens, sinon on va s'établir durablement sur un revenu national de sous-emploi.

Il faut une politique de financement hypothécaire assainie en particulier aux États-Unis ; bulle immobilière et crise économique ont toujours été historiquement liées. Il faut stopper le mécanisme où la hausse nominale du collatéral entraîne une hausse du montant du crédit accordé. Si on reste dans un système où on accorde d'autant plus de crédit que la valeur du collatéral semble – je dis bien semble – en train d'augmenter, on se remet d'emblée dans des conditions permissives d'une crise future.

Alléger la prime de risque sur les investissements et la consommation est une nécessité absolue. Cela reviendra à faire de l'État un assureur. L'État devra apporter des garanties à des réalisations de projets et à des financements. Il faudra que l'État se substitue au secteur de la banque-assurance qui ne peut plus faire son travail. Un allègement de la prime de risque est une condition nécessaire pour faire sortir de l'attentisme les agents économiques : je ne consomme pas aujourd'hui parce que les prix vont continuer de baisser ; j'achèterai demain parce que demain l'appartement vaudra moins cher.

Le premier écueil est l'absence de coordination et de volonté de régulation internationale. On le voit avec l'exemple de la vente à découvert. Les Anglais se mettent déjà à parler de la remise en cause de l'interdiction de ces ventes à découvert. C'est d'ailleurs très difficile d'interdire des ventes à découvert si vous ne les interdisez pas aussi dans des centres *offshores*.

Si on est en face d'une déflation brutale, relisons Fisher, les choses deviendront incontrôlables.

Un écueil inverse serait une possible et probable résurgence de l'inflation par monétisation de la dette et par refus de l'« équivalence ricardienne » ; ce qui n'est pas aujourd'hui monétisé par la dette devra se traduire par de l'emprunt ou par de l'inflation. Le dernier écueil enfin serait des troubles sociaux et incertitudes politiques.

Conclusion : Toute crise a une fin, mais il est vital d'empêcher qu'elle ait des effets graves et durables. Deux conditions nécessaires de bonne sortie de crise : une amorce de coordination internationale : un consensus minimal sur une bonne dose d'État dans l'économie, en particulier dans le domaine bancaire (valorisation, régulation).

Le papier présenté par Matthieu Lemoine s'appuie sur des matrices de variance/covariance à un moment où toutes les matrices de variance/covariance s'écroulent. Il n'y a plus de covariance, il n'y a plus que de la variance, car quand les actifs financiers commencent à montrer une certaine variance, la variance emporte la variance-covariance. Les matrices variance-covariance n'ont d'intérêt dans un modèle économétrique que sous l'hypothèse d'une certaine stabilité, reproductibilité, prévisibilité. Pour l'instant, elles se sont écroulées et on ne voit pas très bien sur quelles séries statistiques longues, vous pourrez vous appuyer sur les matrices de variance-covariance, puisque que tout ce que nous pouvions dire, il y a un mois, deux mois, trois mois, par rapport à six mois, n'existe plus.

Antoine Bouveret : La crise financière nous montre que la doctrine de l'aléa moral est définitivement enterrée, Lehman n'a pas été sauvé, mais les conséquences de la faillite montrent bien que les États ne peuvent pas laisser les banques s'écrouler. En ce qui concerne, l'impact des taux courts sur les taux longs, la Fed s'est déclarée prête à acheter des bons du Trésor pour agir sur les taux longs.

Philippe Spieser : Sur l'aléa moral, je crois qu'il faut rétablir la morale. C'est l'absence de morale qui nous a menés là où nous sommes, tant parmi les institutions financières que parmi les opérateurs de marchés.

En ce qui concerne les taux longs, la Fed a pris l'habitude de tout accepter en collatéral. Prendre des effets publics est un cas typique de monétisation de la dette. C'est extraordinairement dangereux. Très bien s'il y a effectivement une transmission le long de la courbe de structure de taux, c'est-à-dire si la baisse des taux longs se traduit par une baisse des taux courts. L'écueil est que les banques vont légitimement vouloir reconstituer une partie de leurs marges. Elles ne vont pas répercuter intégralement aux emprunteurs la baisse enregistrée sur les taux.

Matthieu Lemoine : Pour répondre sur les questions de matrices de covariance, je pense que nous ne parlions pas de la même chose dans notre article. Les corrélations qui nous intéressent sont celles entre les variables financières et une variable réelle qui est la production industrielle. Les covariances qui se modifient sont celles entre des prix d'actifs financiers.

Philippe Spieser : Je suis étonné qu'un modèle où la variable expliquée est une variable macroéconomique réelle, la production industrielle, ne comporte aucun élément d'anticipation de la demande réelle par les opérateurs. La production industrielle est aussi déterminée par des facteurs réels.

Je suis en train d'essayer d'écrire un texte sur le *libor*, en essayant de montrer que ce taux publié par la *British Banker Association* à partir des déclarations de quinze banques, est manipulé pendant dix-huit mois, pour des raisons d'aléa moral, parce que les banques participantes ne voulaient pas indiquer qu'elles étaient en situation

d'illiquidité. Donc, de façon concertée, elles ont déclaré des taux qui n'étaient pas réalistes. Ce qui veut dire que les variables financières n'expliquent pas grand chose.

Mathieu Lemoine : Il y a certes des questions à se poser sur la signification de certaines variables financières en période de crise.

Antoine Bouveret : Se pose-t-on pour les fonds de pension, la même question que pour les banques, c'est-à-dire d'imposer des provisions dynamiques à l'espagnole où on surprovisionne en phase haute du cycle et on sous-provisionne en phase basse ?

Paola Monperrus-Veroni : Les règles de provisionnement des fonds de pensions diffèrent entre pays et dépendent de la fiscalité. Aux États-Unis, en particulier, il y a des problèmes à surprovisionner puisqu'en cas de fermeture d'un fonds, le surplus est imposé à 50 % et les cotisations ne sont déductibles qu'en cas de sous-provisionnement du fonds. Les règles de fiscalité posent donc des limites différenciées entre pays. Les fonds de pension sont censés avoir un rôle stabilisateur du cycle, puisqu'ayant des engagements de long terme, ils peuvent se permettre d'être plutôt acheteur sur le marché dans des phases de baisse des valorisations. Mais l'introduction de ces normes comptables et de dispositions réglementaires assez strictes vers lesquelles on s'oriente risque de limiter ce rôle de stabilisation et d'obliger, en période de crise, à une réallocation massive avec des ventes d'actions et des achats d'actifs moins risqués.

Christophe Blot : Pourquoi date-t-on la panique au 9 août 2007, alors qu'il y avait des événements avant ? Est-ce vraiment plus grave que la BNP déclare le gel des trois fonds que lorsque IKB ou Bear Stearns apparaissent en situation de quasi-faillite ? Pourquoi la panique éclate en août 2007 et non pas en avril 2007 ? Est-ce que c'est un phénomène à la Schiller ? Les mauvaises nouvelles s'accumulent sans que les marchés s'en préoccupent, puis ils en prennent conscience, deux mois après, et c'est la panique. Par ailleurs, je voudrais ajouter que Northern Rock n'est pas une victime collatérale de la crise ; sa faillite résulte d'un schéma de financement qui n'était pas tenable.

Philippe Spieser : Il y a eu un problème de dénomination ; il faudra que les marchés financiers fassent le ménage. Ils ont appelé des produits financiers des *sicav monétaires dynamiques*, alors qu'ils étaient très différents des *sicav monétaires*. Le mot dynamique signifie qu'ils comportent 20 % de produits qui sont complètement risqués. Le marché met un certain temps avant de rendre compte de ce qu'il a acheté : il croyait avoir acheté du poisson, c'était de la viande avariée. L'effort de transparence devrait permettre de faire comprendre aux investisseurs les quantités de rentabilité et de risques réellement domiciliées dans des fonds de ce type. Quant à Northern Rock, son actif était constitué de crédits immobiliers, il avait des dépôts, mais en montant insuffisant par rapport au montant d'actifs à long terme immobilisés, et donc ils faisaient appel au marché financier et à un moment celui-ci n'a plus répondu.