

Mars 2008

## **Crise financière : Pourquoi ? Quoi faire ?**

Article par Pervenche Berès, Présidente de la Commission économique et monétaire du Parlement européen pour la revue "Politique"

La crise financière qui s'est développée depuis l'été 2007 était, sous une forme ou une autre, attendue. Elle part du marché des subprimes américaines et aurait pu partir d'ailleurs, mais ce qui impressionne c'est l'amplitude de sa propagation, son impact sur les autres marchés, au premier titre le marché européen, et l'incertitude des conditions de son dénouement.

Comme toute crise financière, elle a une double origine. Elle traduit d'abord une situation économique réelle liée au mode de croissance des Etats-Unis dans le nouvel âge du capitalisme à l'heure de la globalisation, les déséquilibres mondiaux et les besoins d'ajustement massifs qui en résultent. Elle intervient dans un contexte marqué par la hausse du prix des "commodities" à commencer par l'énergie et un taux de change du dollar historiquement bas. Elle est ensuite la matérialisation des dérives nées d'une confiance excessive dans la prise de risques pour stimuler le profit dans un système financier globalisé insuffisamment régulé ou supervisé. Elle sert de révélateur à un système qui avait atteint certaines limites.

Mais comme toute crise financière, elle a ses caractéristiques propres qu'il faut identifier pour agir efficacement. Elle oblige à ré ouvrir des débats pendants entre partisans de l'autorégulation ou d'une attitude "business friendly" et intervention d'une forme de puissance publique, entre mode d'organisation des pouvoirs et contre-pouvoirs.

Longtemps ce débat était quasiment interdit parce que les partisans d'une régulation des marchés étaient accusés de vouloir brider l'innovation financière utile au financement de l'économie et de prendre le risque de voir les capitaux fuir. En réalité aujourd'hui, chacun reconnaît que l'innovation financière de ces dernières années a permis un développement considérable des mécanismes de financement de l'économie. Mais elle s'est aussi accompagnée d'une financiarisation de l'économie qui dans une période d'argent bon marché n'a pas conduit à une optimisation de l'allocation du capital, celui-ci cherchant d'abord des rendements élevés plus que le financement des investissements à long terme nécessaires à l'adaptation de l'économie aux défis de la mondialisation. Quant au risque de fuite des capitaux, la seule fuite massive que l'on observe

c'est celle des conséquences de la crise américaine des sub-primés au-delà de ce pays.

### **Pourquoi ? Quelles sont les principales caractéristiques de cette crise ?**

Cette crise part de la diffusion à l'ensemble de la planète d'un risque américain, lié à une pratique laxiste, développée par des banques, mais aussi par des non banques, c'est à dire des établissements qui ne sont pas soumis au contrôle du superviseur bancaire, de crédits immobiliers sous forme d'hypothèques. En clair, en cas de défaut de paiement, l'établissement prêteur récupère le bien immobilier. Ces crédits hypothécaires sont accordés sous forme de prêts à taux variables à des ménages aux revenus faibles affectés d'une prime de risque "sub-prime". Les établissements qui proposent des crédits de ce type ont pu le faire grâce à une innovation financière, la titrisation. Cette technique permet à celui qui propose le produit à risque de s'en débarrasser et de le revendre par morceaux, par titres. Ceux-ci sont ensuite mélangés, reconditionnés avec des produits plus sûrs et deviennent des produits complexes où le risque est dispersé et donc à priori plus facile à amortir tant que tout va bien mais aussi moins identifiable. Ainsi, une petite banque allemande peut se retrouver exposée au risque de crédit des ménages américains sans être présente aux Etats-Unis. C'est ce qui est arrivé à la banque allemande IKB en août, dont la quasi-faillite a été un des facteurs déclencheurs de la crise.

Cette crise s'est développée du fait de l'incertitude sur le risque réel encouru par les intervenants de marché, fonds d'investissements, fonds alternatifs ("hedge funds") et banques. La complexité des pratiques de titrisation qui conduisent à des prises de risques que ne maîtrisent ni les investisseurs, ni les superviseurs est en cause. Une fois la crise révélée, l'opacité des mécanismes conduit à une rupture totale de la confiance, fondement même du fonctionnement de tout marché. Dans sa diffusion, elle fonctionne un peu comme le SIDA. Tout le monde sait que des agents sont affectés, mais personne ne sait où ils sont et ceux-ci ne veulent pas nécessairement révéler qu'ils sont porteurs du virus, alors qu'ils peuvent le diffuser. La maladie une fois révélée, le bon remède est mal connu et il est parfois trop tard. La solution passe par la découverte de nouveaux médicaments et des changements de comportements.

La baisse des marchés actions alors même que la profitabilité des entreprises atteint des niveaux records est une troisième caractéristique de cette crise. Elle s'explique par une aversion

soudaine et accrue à la prise de risque, notamment à l'égard des actions du secteur financier, et à la disparition des perspectives de rapprochement d'entreprises entretenues jusqu'alors par l'activisme des fonds d'investissement, qui depuis cet été ont perdu la capacité d'emprunter auprès des banques devenues, enfin, plus prudentes à leur égard.

Cette crise née sur les marchés américains est en train de se propager à l'ensemble de la planète par deux canaux. Le premier, direct, est celui des marchés financiers où les établissements financiers qui sont engagés sur des produits complexes ayant permis de reconditionner des sub-primes ou des produits similaires sont affectés. De ce point de vue, il est intéressant de relever que les pays émergents, y compris les nouveaux Etats membres de l'Union européenne, ne semblent pas affectés. On peut émettre l'hypothèse que pour eux la crise est intervenue à temps, c'est-à-dire avant que la titrisation et le développement de produits sophistiqués à l'excès ne pénètrent leur marché et n'affectent en profondeur la pratique de prise de risque par leur système bancaire et financier. En revanche, le second canal de retransmission affecte l'ensemble de la planète, c'est celui des échanges et des conséquences sur le commerce international de la récession dans laquelle l'économie américaine est entrée.

Cependant, cette crise, puisque c'est bien ce dont il est question même si certains au départ ne voulaient parler que de turbulences ou de "corrections du marché", n'affectera pas toutes les économies mondiales de la même manière. L'économie américaine est entrée en récession et la question qui se pose est celle de savoir si les autres économies pourront découpler leur croissance, être autonomes de la première puissance économique du monde. Certains rêvent que cette crise conduise les Chinois à réorienter leur modèle de croissance fondé sur l'exportation vers un développement de leur marché intérieur. Beaucoup d'experts imaginent qu'un découplage n'est pourtant pas possible même si la croissance chinoise devrait rester forte en dépit d'un léger ralentissement (8-10%). Pour l'Europe, certains pensent que, parce que les établissements bancaires européens paraissent jusqu'ici moins affectés et au regard du taux d'épargne des ménages ou de leur endettement, les fondamentaux de l'économie sont meilleurs que ceux de l'économie américaine. Mais elle est affectée par le canal financier de la crise et la contraction des crédits en conséquence, par l'entrée en récession des Etats-Unis et par une dégradation du rapport de change entre l'euro et le dollar aggravée par la politique de baisse des taux d'intérêt engagée par la FED.

Cette crise marque un besoin d'ajustement global du système financier. La financiarisation de l'économie mondiale a produit un

système instable, caractérisé par la quête d'une rentabilité toujours plus élevée, obtenue momentanément par des montages financiers complexes, prélude à des crises toujours plus fortes. La finance s'est historiquement caractérisée par des phases de grand optimisme, d'exubérance, auxquelles succèdent des phases soudaines d'aversion pour le risque, du fait de mouvements moutonniers.

Cette crise remet au goût du jour des principes sains que la "planète-finance" oublie régulièrement et que la planète politique n'ose pas toujours rappeler ou imposer, face à la puissance de la première, en particulier qu'une profitabilité élevée ne peut pas être sans risques. Or, la "planète-finance" ignore de plus en plus fréquemment et dans des proportions de plus en plus fortes ces principes sains : après 30 ans de libéralisation financière à l'échelle mondiale et dix ans d'argent bon marché voulus par les décideurs politiques et promus par les institutions internationales, le système est devenu quasi incontrôlable. Ce ne serait pas si inquiétant si les difficultés du secteur financier demeuraient cantonnées à ce dernier, mais elles ont des répercussions rapides sur la croissance. Il est trop tôt pour tout savoir et certaines données ne seront disponibles que trop tard, mais la situation est trop préoccupante pour ne rien entreprendre dès aujourd'hui. Personne ne veut d'une législation type "Sarbanes-Oxley", trop vite et trop mal ficelée, mais obligeons ceux qui ont trop longtemps plaidé "laissez faire, laissez passer, enrichissez vous" à tirer les leçons de la situation présente.

### **Que faire ? Comment mieux réguler le système financier ?**

En Europe, dès le 9 août 2007, la Banque centrale européenne a réagi en injectant d'importantes liquidités sur le marché. En intervenant ainsi elle a permis à l'ensemble des établissements bancaires de se refinancer, sans distinction de passeport. En clair, alors que la Banque d'Angleterre refusait d'intervenir, les grandes banques d'investissement installées à Londres se sont refinancées auprès de la BCE. D'une certaine manière, la BCE a sauvé la City. C'est un élément important pour la suite du débat. La BCE a été critiquée à tort tant outre-manche qu'outre-atlantique alors que ces interventions massives ont permis au marché de continuer à fonctionner ; elle est aujourd'hui moins en première ligne que son homologue américaine, la FED. Mais, compte tenu de la nature de la crise, quelle est l'efficacité de la seule politique monétaire pour rétablir la confiance des marchés et orienter ou relancer l'économie ? Les taux longtemps bas n'ont pas toujours conduit à un financement des investissements à long terme nécessaires et ont alimenté les activités hautement spéculatives des "hedges funds et private equity". Aujourd'hui les interventions massives de la FED,

notamment par la baisse des taux d'intérêt, ne suffisent pas à rétablir la confiance et à empêcher l'entrée en récession de l'économie américaine.

Que faire alors ? Certaines réponses dépendent bien sûr des Etats-Unis et de leur capacité à effacer la dette des ménages et pour le futur à se doter d'une législation plus protectrice des consommateurs. Mais c'est leur problème, nous pouvons le dire, pas le faire à leur place.

Pour l'Europe, des propositions sont sur la table qui fondent la feuille de route adoptée par le Conseil Ecofin d'octobre 2007, que l'on retrouve dans le communiqué de presse des quatre ministres des finances membres du G7 (Allemagne, France, Italie et Royaume-Uni) et du Conseil européen de mars 2008. Quelles sont ces propositions et que faut-il en penser ?

1) Beaucoup plaident aujourd'hui à juste titre pour la transparence et c'est notamment Joseph Ackermann, le président de la Deutsche Bank qui dès le mois de septembre a demandé à ses homologues de rendre publiques leurs pertes. Si l'on veut rétablir les mécanismes de fonctionnement du marché, c'est-à-dire notamment la confiance, c'est indispensable. Simplement, une telle demande se heurte à deux écueils. D'abord dans un monde concurrentiel où les établissements sont déterminés par leur profit mais aussi par leur réputation, il est peu probable qu'ils divulguent des pertes avant qu'elles ne soient réalisées. Quant à informer sur les risques pris, sur lesquels de plus on ne sait pas comment le marché réagira, il n'y a pas d'incitation à le faire. De plus, certains plaideront qu'une transparence trop grande risque d'accélérer des effets indésirables. Tout ceci explique sans doute que plus de huit mois après les premiers appels à la transparence, on soit toujours dans le brouillard. Cela confirme que si un marché pour bien fonctionner doit être transparent, il ne le fait pas naturellement, bien au contraire, d'où l'importance pour le régulateur de trouver des incitations.

2) Il faut aussi porter plus d'attention au rôle des agences de notation, en position d'oligopole. Elles ne peuvent servir de seul bouc émissaire de la crise, on ne peut pas leur reprocher de ne pas avoir évalué les risques de liquidités qui n'étaient pas dans leur mandat, ni l'utilisation que les investisseurs ou les superviseurs ont faite de ces notations sans contre-expertise. Mais elles jouent un rôle clé dans l'élaboration des titrisations, vecteur de la crise actuelle qu'elles évaluent par ailleurs. Leur conflit d'intérêt est patent ainsi que le manque de transparence et il est permis d'émettre des doutes sur la pertinence du code de conduite adopté

en 2004 qui prétend résoudre le problème dans ce domaine et que certains pensent aujourd'hui suffisant de réviser.

3) Des propositions seront élaborées pour modifier les accords de Bâle 2 qui définissent les conditions dans lesquelles les banques doivent organiser leurs fonds propres pour mettre davantage l'accent sur les risques en termes de liquidités et modifier la façon dont les banques prennent en compte dans leur bilan les produits complexes, titrisés, ...Elles sont les bienvenues, mais cela ne peut pas être l'arbre qui cache la forêt.

4) Des initiatives pour revoir les systèmes de dépôt de garantie pour les adapter à la réalité de l'intégration financière et au développement d'établissements financiers intervenant dans plusieurs Etats sont avancées. Nous le demandons avec insistance et jusqu'ici la Commission considérait qu'il était urgent d'attendre.

5) Sur les fonds souverains, une réflexion est engagée qui pourrait conduire à l'adoption là aussi d'un code de conduite. En attendant, après les inquiétudes manifestées au regard des secteurs stratégiques que ces fonds pourraient détenir, certains oublient la stratégie de conquête des entreprises occidentales dans les réseaux d'eau ou d'électricité de pays en développement et que les grandes banques d'investissement aux abois les appellent à la rescousse !

6) Il est proposé de renforcer les mécanismes d'alerte précoce d'abord au niveau du FMI mais aussi de la coordination des superviseurs européens (CEBS, CEIOPS et CESR). L'efficacité de tels mécanismes qui reviennent à mettre sur un paquet de cigarettes "fumer tue" reste limitée. Cela dit, si des progrès peuvent être accomplis dans ce domaine, il n'y a pas de raison de les refuser. Pour autant, ces propositions ne doivent servir d'alibi à ceux qui ne veulent pas sérieusement traiter le problème là où il doit l'être, c'est-à-dire dans les structures de supervision des marchés que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe. La réalité de ces dernières années c'est que le développement de l'intégration et de la sophistication des marchés financiers ne s'est pas accompagné d'une adaptation parallèle des structures de supervision.

Au-delà de ces pistes qui font aujourd'hui consensus mais dont on vient d'examiner les limites, il est vraisemblable que le marché répondra assez naturellement par un retour à des produits plus standard et à une re-intermédiation, mais d'autres chantiers doivent également être ouverts.

Certains plaident pour un retour à une stricte séparation des banques en fonction de la nature principale de leurs activités, commerciale ou d'investissement. En réalité, le retour à la situation antérieure n'est pas souhaitable car le système a utilement élargi le champ des modes de financement possibles de l'activité non financière. Ce qui doit être réexaminé et corrigé, ce sont les incitations qui existent dans l'utilisation de ces facilités supplémentaires, la façon dont ces entités ont organisé leur contrôle interne, l'équilibre des pouvoirs qui y prévaut et l'intervention des superviseurs.

1) La transparence et la régulation d'entités engagées dans la prise de risque excessive, tels que les fonds alternatifs et les fonds de capital investissement doivent être organisées. Ces fonds peuvent dégager des rentabilités très élevées, durant certaines périodes, grâce à un endettement élevé qui accroît la rentabilité du capital investi. Mais, dans des configurations de marché qui surviennent nécessairement à un moment ou à un autre, l'endettement accentue leurs pertes. Une intervention publique peut même être nécessaire car leur chute pourrait entraîner celle de l'ensemble du système financier (cas de LTCM en 1998).

2) Les normes comptables qui favorisent l'évaluation à la valeur de marché ne doivent pas être généralisées alors même que le marché peut disparaître à tout moment par manque d'acheteurs comme on l'a vu au cours de l'été 2007.

3) La question de politique fiscale d'incitation à l'endettement doit être examinée, de la même manière qu'une action internationale déterminée à l'égard des paradis fiscaux qui servent de refuge aux montages financiers les plus opaques et les plus risqués devrait être engagée. De plus, des actions devront être entreprises à propos des modes de rémunération des intermédiaires qui interviennent aux différents stades du conditionnement de produits financiers ou des gestionnaires de "hedges funds et private equity".

4) Beaucoup plaident aujourd'hui pour que les citoyens reçoivent une éducation financière leur permettant d'appréhender la complexité des produits offerts par le marché. Personne ne peut nier le besoin d'information des citoyens sur les enjeux de l'épargne, mais cela ne peut pas se substituer à la responsabilité de ceux qui proposent des produits financiers de l'obligation qui devraient être la leur de tenir compte du profil de leur clientèle. Dans le même esprit, il faudrait revenir sur la distinction entretenue ces dernières années entre investisseurs professionnels ou non. La crise récente démontre qu'un produit qui peut momentanément être

traité entre professionnels finit par se retrouver dans le portefeuille de monsieur ou madame "tout le monde".

5) Les enjeux en termes de concurrence doivent également être examinés. Est-il normal que la Commission européenne s'acharne à découpler les activités de grands groupes industriels dont le modèle économique a fait ses preuves, alors que ce découplage désavantagera l'Union vis-à-vis de l'un de ses principaux interlocuteurs, Gazprom, et qu'en revanche, elle refuse d'engager la moindre action à l'égard des agences de notation, des sociétés d'audit ou des grandes banques d'investissement ?

6) L'essentiel réside dans l'organisation de contre-pouvoirs et donc d'une régulation mais aussi d'une supervision adaptées qui permettent notamment une meilleure prévention et gestion des crises. Si l'on regarde pourquoi Goldman Sachs a pu se retirer des segments les plus risqués du marché à temps ou ce qui s'est passé à la Société Générale, la réponse est la même. Chez Goldman Sachs, le responsable des études avait d'abord une vision globale des marchés, disposant de davantage d'information que les superviseurs et surtout de l'oreille du PDG de la banque dont il est très proche. À la Société générale, au-delà de la fraude, les alertes n'ont pas été assez fortes au regard des enjeux de profit. Dans les éléments, qui, en Europe, sont sur la table, tout ce qui permettra d'avancer doit être pris. Il reste qu'à terme, on imagine mal comment la question du rôle de la BCE en tant que superviseur des grandes banques pour la zone euro pourrait ne pas être posée alors qu'elle intervient de fait comme prêteur de dernier ressort mais que ce sont les autorités nationales qui collectent les informations des établissements avec des structures et des exigences totalement variables. En attendant, il faut renforcer les moyens de coordination des superviseurs nationaux, harmoniser les données qui doivent être collectées par eux et donner à leur coordination des pouvoirs autonomes. Il faut aussi progresser pragmatiquement dans la supervision des acteurs trans-frontières en prenant garde de maintenir l'objectif d'une optimisation du dispositif sans attendre la prochaine crise, lorsque la pression de l'urgence liée à la crise actuelle sera retombée et que les principaux acteurs de marché trans-frontières auront obtenu ce dont ils ont besoin, mais qui ne clôturera pas le débat du point de vue de l'intérêt général.

### **Qui peut agir ?**

L'action pour être efficace devrait articuler une maîtrise de la triple dimension des enjeux : macro-économique, de politique monétaire et de fonctionnement des marchés financiers. Elle devra aussi faire intervenir les niveaux tant international, qu'euro ou national.

L'autorégulation ayant clairement montré ses limites, et les questions en jeu étant d'intérêt public, rien de tout cela ne sera possible sans un engagement fort des responsables politiques. De ce point de vue, il faut relever les enjeux d'une discussion sur ces questions à l'Eurogroupe alors que la BCE intervient comme préteur de dernier ressort et de la présidence française à venir de l'Union européenne. La question de l'achèvement du marché financier par l'élaboration d'un dispositif de supervision cohérent et adapté à la réalité du développement du marché européen était déjà sur la table avant le déclenchement de la crise de l'été 2007, puisque cela n'avait pas fait parti du mandat du Baron Lamfalussy lorsqu'il avait, en 2000, été chargé d'élaborer le plan d'action des services financiers. La crise rend cet agenda d'autant plus important. Il a des chances d'aboutir que s'il est porté au niveau politique le plus haut comme l'Allemagne a su au cours de sa présidence porter le sujet de l'énergie.

Mais dans un système financier international de libre circulation des capitaux, l'action doit aussi être internationale. Or, en la matière, il y a deux acteurs principaux, l'Union européenne et les Etats-Unis. Traditionnellement rétifs à une meilleure maîtrise de la sphère financière, du fait du lobbying des banques d'investissement de Wall Street, les Etats-Unis vont y être plus sensibles sous la pression de la crise actuelle. Il faut profiter de cette occasion pour les convaincre d'agir. Pour cela, la position européenne doit être claire et forte. Or la réglementation des services financiers est de compétence européenne. Il est temps de mettre sous pression le Commissaire responsable de ces questions et que la Commission européenne, qui a le droit d'initiative, assume ses responsabilités en la matière et fasse évoluer, au-delà de ce qui relève de la responsabilité des Etats, la réglementation selon les axes évoqués ici.

## **Conclusion**

Le dénouement de cette crise n'est pas encore connu. Ce qui paraît pourtant déjà certain, c'est qu'elle marque un nouvel âge de la globalisation où l'inflation, du fait du prix des "commodities" sera de retour alors qu'au cours des dix ans qui viennent de s'écouler elle a conduit à une baisse des prix. Cela va obliger les banquiers centraux à arbitrer entre taux de change et inflation, rendant leur vie plus difficile. Cela devrait conduire à de vrais ajustements et en particulier à : une baisse de la consommation des ménages américains, question difficile à résoudre sans traiter la question de la pauvreté dans ce pays ; un modèle chinois de consommation qui ne soit pas le modèle américain ; un regain de régulation et de supervision. L'une des questions que nous devons nous poser est

celle de savoir si nous sommes capables de susciter l'invention des outils financiers permettant d'utiliser utilement la bulle financière qui est en train de se constituer autour des commodités, produits agricoles et énergétiques, au service du plus grand nombre, des emplois et du développement durable, pour lesquels des investissements importants doivent être réalisés. Saurons-nous trouver le niveau de régulation et de supervision adapté pour corriger le marché ? Saurons-nous optimiser cette prochaine bulle financière pour la mettre au service du financement de l'économie non financière ?