

Mondialisation et crises financières

Sans remonter à la grande spéculation sur les bulbes de tulipes dans la Hollande du XVII^e siècle, force est de constater que les crises financières ont une longue histoire que l'actualité, tout comme la complexité des mécanismes à l'œuvre, font souvent perdre de vue. Leur nature et leur fréquence ont en effet évolué au cours des vingt dernières années sous l'effet de la mondialisation. Le processus de libéralisation des mouvements de capitaux et les innovations financières qui l'accompagnent modifient ainsi l'ordre financier international et appellent de nouvelles méthodes pour en assurer la stabilité¹.

I – UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE DES CRISES FINANCIÈRES

L'histoire ne se répète pas mais bégaie, rappelle Dominique Plihon, qui justifie ainsi la nécessité d'une étude historique des crises financières, en même temps qu'il en souligne toute la difficulté. Il s'agit d'examiner l'évolution et la diversité des crises sur le long terme d'une part, d'identifier les marqueurs des crises profondes, à l'aune desquels il analyse la crise actuelle, d'autre part.

L'histoire des crises financières depuis le XIX^e siècle met en évidence quatre périodes : celle de l'étalon-or, l'entre-deux-guerres, les trente années de Bretton Woods (1944-1971), et enfin la période post-Bretton Woods. L'intérêt est de comparer la durée et la fréquence des divers types de crises selon ces périodes.

Les crises proprement boursières s'accroissent dans la période post-Bretton Woods. Depuis les années 2000, leur fréquence est en effet voisine de celle de l'entre-

deux-guerres. Par ailleurs, les crises boursières n'épargnent pas les pays nouvellement financiarisés (ou pays émergents) dans la période post-Bretton Woods, tel Hong Kong qui connaît une chute des cours de près de 90 % au milieu des années 1970, sur une durée de 22 mois.

L'importance des crises bancaires et de change est quant à elle très variable selon les périodes. Dominique Plihon constate une corrélation positive entre la fréquence de ces crises et le degré de libéralisation financière, interne et externe (ouverture des marchés, libéralisation des taux d'intérêt et des comptes de capital) tout en précisant que corrélation n'est pas causalité. Durant la période post-Bretton Woods, on assiste à une recrudescence des crises jumelles (bancaires et de change), particulièrement dans les pays émergents. Le meilleur exemple en est la crise asiatique de 1997-1998 durant laquelle tous les pays touchés sont émergents (Thaïlande, Malaisie, Indonésie, etc.). Ces crises ont souvent été dévastatrices en termes économiques et sociaux.

Nous connaissons aujourd'hui des crises dont la profondeur (pertes cumulées de PIB) et la durée moyennes sont relativement importantes et comparables à celles de l'entre-deux-guerres. Nous sommes donc entrés dans une phase de turbulence financière, par rapport à la période de Bretton Woods qui était celle d'une relative paix. Si l'on évalue le coût des crises en termes de budget public, à l'occasion des recapitalisations des banques notamment, il s'élève souvent à plus de 10 % du PIB et représente même près de 50 % du PIB pour l'Indonésie en 1997.

Dominique Plihon s'attache ensuite à définir les marqueurs des crises profondes à caractère systémique, qui lui permettent d'examiner la crise actuelle. Il présente dans un premier temps une approche fondée sur trois critères, proposée par Antoine Brunet. En comparant les crises de 1873 et de 1929, ce dernier trouve les déterminants d'une crise grave dans la conjonction de trois événements : un rationnement du crédit (crise de liquidité) ; une irruption de pays neufs (Australie et Nouvelle-Zélande en 1873, Argentine

¹ Ce dossier a été rédigé à partir des analyses présentées par Dominique Plihon (université Paris-Nord), Michel Aglietta (CEPII), François Meunier (COFACE) et Laurent Clerc (Banque de France), lors du Rendez-vous de la Mondialisation du 8 avril 2008, animé par Roland Lescure (Groupama-AM).

et Russie en 1929) ; une surproduction, puis un ralentissement fort et durable de la production. La crise actuelle laisse entrevoir une telle conjonction.

L'approche utilisée par Boyer, Dehove et Plihon, dans un rapport du Conseil d'analyse économique (*Les crises financières*, rapport CAE n° 50, Paris, La Documentation française, 2004), met en évidence des crises d'autant plus graves que sont présents : des effets de résonance sur plusieurs marchés d'actifs (action, immobilier, changes) et un processus de fragilisation du système bancaire. C'est cette double caractéristique qui marque les crises de la troisième génération. On en trouve l'illustration dans les crises jumelles des pays émergents asiatiques à la fin des années 1990 où le système bancaire a été déstabilisé et la crise de change ainsi amplifiée. La crise qui fait entrer l'économie japonaise en déflation à partir de 1992 pour dix ans répond aussi à ces critères. Les banques japonaises ont en effet été malmenées par une libéralisation mal orchestrée et une mauvaise maîtrise de la gestion des risques, allant de pair avec un effondrement du Nikkei et de l'immobilier (résidentiel et commercial).

A contrario, les États-Unis, durant la crise technologique de 2001, ont connu un effondrement du cours des actions, mais l'immobilier n'a pas été affecté et les banques ont été assez peu fragilisées. Les choses changèrent par la suite avec l'apparition de la bulle immobilière.

La crise qui naît à l'été 2007 est inquiétante dans la mesure où il y a dans les pays occidentaux une fragilisation du système bancaire sauvé *in extremis* par les banques centrales. Les marchés d'actifs (immobiliers et boursiers) apparaissent en outre fortement interdépendants. Il reste que les pays émergents n'ont pas connu de crise depuis l'Argentine en 2001 et ne sont pour l'instant pas touchés.

II – LA CRISE FINANCIÈRE DU CRÉDIT STRUCTURÉ

Si la crise que nous connaissons s'inscrit dans une histoire longue, elle présente aussi des spécificités, à commencer par le mécanisme de titrisation. Comment a-t-on créé une « machine à engendrer des pertes », se demande Michel Aglietta ? En prélude, il rappelle la distinction entre le risque systémique et l'événement systémique réalisé. Selon la croyance commune, si aucun effondrement catastrophique ne se produit, c'est qu'il n'y a pas de risque systémique. Le risque systémique traduit au contraire l'idée que si le système financier était livré à lui-même, il produirait une catastrophe que seule la capacité moderne d'intervention des instances publiques permet d'éviter.

Michel Aglietta s'attache à comprendre le modèle de la banque d'investissement, qui remplace celui de la banque commerciale. Aux États-Unis, dans le total des dettes au bilan des ménages et des entreprises, la part des crédits faits par le système bancaire est de 35 %. Autrement dit, 65 % du crédit n'est pas du crédit au sens traditionnel du terme. Il s'agit soit de crédit émis directement sur des obligations d'entreprises, soit de crédit titrisé. Cette dernière composante s'est beaucoup développée entre 2001 et 2007.

On parle de titrisation lorsque l'instance qui démarche l'emprunteur et qui est à l'origine du crédit n'est pas celle qui porte le risque. Elle fait du crédit pour le vendre. On crée alors un processus de transfert de risques à d'autres agents, ce qui pose un double problème. Quelle incitation a-t-on à bien évaluer la qualité des crédits si l'on n'en porte pas le risque, autrement dit si le profit ne dépend pas du risque ? Au long d'une chaîne de transfert de risque, de l'emprunteur initial dans le Minnesota jusqu'au porteur final du risque, tel l'investisseur institutionnel à Singapour, il est très probable que la qualité de l'information se détériore et que le porteur de risque ne sache rien de l'emprunteur. Si certains affirment que la dissémination du risque est un processus qui favorise l'efficacité du marché, ils oublient ces deux caractéristiques : le défaut des incitations et la perte d'information. Les investisseurs n'ont en outre aucun moyen de faire une évaluation contradictoire de la qualité des produits titrisés.

La titrisation comporte trois phases. D'abord le « *pooling* », qui consiste pour une banque d'investissement, en tant qu'arrangeur de la titrisation, à acheter à un ensemble de prêteurs initiaux les crédits initiaux, à les mettre dans un *pool*, constitué de 1 000 ou 2 000 crédits environ, soit de même type (par exemple de crédits hypothécaires pour des ménages ayant tel type de revenus), soit totalement hétérogènes (crédits à la consommation, cartes de crédit, crédit immobilier hypothécaire, prêts aux étudiants).

Le « *off-loading* » permet alors aux banques d'affaires de procéder au transfert de risques. Le *pool* est externalisé puisque la banque d'affaires ne le garde pas au bilan. Elle construit un contrat très complexe, avec ses avocats, pour faire apparaître les entités qui vont réaliser la titrisation comme séparées de la banque d'investissement. Cela lui permet de ne pas être juridiquement responsable de ce qui se passe dans les conduits, ou véhicules spéciaux, de titrisation. La banque d'affaires est simplement arrangeuse. Le prêteur initial gagne des commissions en fonction du volume du crédit qu'il fait, et non en fonction du risque et il en va de même pour la banque d'affaires. Les agences de notation, chargées d'évaluer la qualité des crédits structurés, perçoivent aussi des commissions. On a donc une coalition d'intérêts dont l'enjeu est de faire le maximum de titrisation.

Le « *tranching* » est l'étape finale et cruciale qui assure la structuration des titres émis en contrepartie du *pool*, de façon à ce que les tranches subordonnées protègent les tranches supérieures. On distingue quatre types de tranches par ordre de risque décroissant : les tranches *equity*, *mezzanine*, *senior* et *super senior*. Il faut interpréter les tranches subordonnées comme des options qui protègent les tranches les plus élevées.

Théoriquement, la notation doit fournir aux investisseurs toutes les garanties, alors qu'il existe des produits titrisés très différents pour une même note. L'éventail s'accroît d'ailleurs à mesure que la note baisse. La notation n'est donc pas une évaluation du risque. Quand des agences notent de la même manière

des crédits structurés au troisième degré (qu'on parvient très difficilement à évaluer) et des obligations d'État, elles trompent les investisseurs. Comme les agences ne donnent pas la composition des *pools*, les investisseurs ne peuvent obtenir une contre-expertise. On a là une asymétrie d'information exacerbée : en cas de crise systémique, les investisseurs qui se croyaient protégés par la note et donc par la subordination, sont durement frappés.

Quels sont dans ce cadre les déterminants du risque ? Les risques d'un *pool* dépendent de la corrélation entre les risques individuels à l'intérieur de ce *pool*. Tout va bien tant que le *pool* est dit granulaire, c'est-à-dire tant que les titres du *pool* peuvent être considérés comme quasiment indépendants. À ce moment, le risque du *pool* est plus faible que celui de chacune des tranches. Mais le *pool* dépend de risques macroéconomiques de deux ordres, le taux d'intérêt et les prix immobiliers, ce qui accroît fortement les corrélations. Les agences de notation avaient formulé l'hypothèse que les prix de l'immobilier ne baisseraient pas ou auraient une très faible probabilité à baisser.

Lorsque le prix de l'immobilier a effectivement baissé, les corrélations ont été exacerbées et ont augmenté le montant des pertes dans le *pool*, balayant toutes les tranches subordonnées et attaquant les tranches *senior*. Les agences ont dû dégrader des notes AAA (les meilleures), perdant ainsi toute crédibilité. Depuis le mois d'août 2007, on parle de risque systémique (et non idiosyncratique) car il est commun à tous les crédits.

III – LE DIFFICILE RÉGLAGE DES MARCHÉS DE DETTE

Puisque « une crise est un événement trop grave pour être gaspillée » selon Paul Romer, François Meunier met à profit celle d'aujourd'hui pour penser le difficile réglage des marchés de dette. Il l'interprète comme le résultat d'un sous-investissement massif dans la gestion des risques de crédits. Il défend la thèse selon laquelle les marchés de crédits devraient suivre le modèle des marchés d'actions, dans la mesure où la gouvernance et la surveillance sur les marchés d'actions sont bien supérieures à celles sur le marché de crédits.

Il est difficile d'organiser un marché de dette car les produits de dette se prêtent moins facilement que les produits « fonds propres » à une finance directe, comme l'histoire financière le montre. La finance directe correspond à la situation dans laquelle les agents économiques ayant des excédents de capitaux financent directement les agents ayant des besoins de financements (à l'inverse, la finance indirecte fait intervenir des intermédiaires financiers). Il faut attendre 1990, dans les pays européens, pour avoir un marché de la dette, alors que les marchés d'actions ont toujours eu une liquidité et une profondeur certaines.

Pourquoi ce paradoxe alors que le contrat « actions » semble plus risqué ? Il y a trois raisons principales selon François Meunier. L'information sur la solvabilité

est intrusive et requiert la confidentialité. Par ailleurs, les contrats de dette sont très complexes et le coût de collecte d'informations est lourd par rapport au gain attendu. Enfin, le droit est parfois moins protecteur des créanciers que des actionnaires.

D'où le rôle d'intermédiation du système bancaire, qui a longtemps pris en charge l'essentiel du coût de gestion du risque (sélection et surveillance). L'intermédiation remplit une fonction d'information ou de transparence : elle donne la bonne information aux créanciers potentiels, directs ou indirects, et elle fait le pont entre information privée et information publique (une entreprise qui obtient son crédit affiche sa solvabilité, sinon la banque ne lui aurait pas prêté). Il faut enfin que ce système soit consolidé par des « agents de transparence ».

Ces avancées de la finance directe sont des innovations élargissant l'accès au crédit et réduisant les coûts de gestion du risque. François Meunier prend comme exemple les obligations à haut risque (ou *junk bonds*) des entreprises, qui se développent à partir de la fin des années 1980 aux États-Unis. Elles sont certes à l'origine des faillites des *savings and loans* et de la crise financière de 1991 (après la ruée des investisseurs) mais constituent aujourd'hui un produit mûr, qui permet la moitié du financement obligataire américain et près du tiers européen.

S'est produit ensuite un passage hasardeux à un nouveau modèle bancaire, quand les banques se sont coulées progressivement dans le moule de la finance directe. Garde-t-on alors les bonnes incitations dans la sélection et la surveillance du risque ? Cela entraîne plutôt une perte d'information et de transparence pour le système, selon François Meunier.

La connexion entre marchés et banques s'est ainsi approfondie : les marchés sont les compléments des banques pour la gestion des risques de bilan et les banques quant à elles aident à la liquidité des marchés. Cette évolution est souhaitable car les banques sont moins risquées prises une à une. Cependant, le risque global reste élevé car la faillite d'une banque peut se propager plus facilement à beaucoup d'autres.

La réglementation a accompagné ce mouvement vers un nouveau modèle bancaire. Elle impose en effet des ratios de solvabilité contraignants, afin de sécuriser le système. C'est au fond une taxe à la finance indirecte : comme le marché exige une rémunération des actions de plus en plus élevée, le maintien de fonds propres par les banques se révèle de plus en plus coûteux.

Il faut donc des créanciers plus puissants. Il y a un sous-développement des investisseurs en produits de dette qui n'ont trop souvent qu'une faible capacité d'analyse. S'il y a un excès de la « valeur actionnaire » (qui considère l'évolution du cours des actions comme le critère ultime de bonne gestion), François Meunier suggère de penser à un contre-feu comme une « valeur obligataire ». Il faut remplacer la « masse obligataire », notion très floue que mentionne le Code du commerce, par une solide gouvernance obligataire.

IV – QUELLES RÉPONSES À LA CRISE FINANCIÈRE ACTUELLE ?

Si l'examen des défaillances du marché de dette par rapport à celui des actions permet d'envisager certaines réformes, Laurent Clerc définit d'autres modalités d'intervention publique nationale et internationale en réponse à la crise actuelle.

Les solutions à la crise peuvent être de deux types. De court terme tout d'abord, par l'intervention immédiate des banques centrales (assez fréquentes lors des crises de liquidité) qui tentent de lever les incertitudes sur la qualité des actifs. Elles allongent tout d'abord les maturités lorsqu'il s'agit de prêter des liquidités. Ensuite, elles élargissent la gamme des collatéraux, en demandant des garanties qui sont fournies en contrepartie des liquidités (de la monnaie centrale). Enfin, elles consentent à soutenir des institutions (moins sûres) qui normalement ne peuvent accéder à la monnaie centrale.

Les banques centrales peuvent aussi, toujours dans le court terme, être amenées à faire du sauvetage direct d'institutions financières en fournissant de la liquidité d'urgence et sous la forme de prêteur en dernier ressort, comme elles l'ont fait pour Northern Rock ou pour Bear Stearns.

À plus long terme, certains envisagent un plan de réforme du système de supervision et de réglementation financière, comme le secrétaire d'État au Trésor américain, Henry Paulson, qui propose de mettre à plat toute la réglementation héritée de la crise de 1929. Le problème aujourd'hui réside dans un système de régulation très éclaté qui ne peut superviser les multiples interactions entre les différents acteurs de la finance globalisée. Par ailleurs, le rapport d'avril 2008 du Forum de Stabilité financière dresse, six mois après le début de la crise, un bilan des vulnérabilités du système financier international.

La réponse réglementaire dans la littérature économique est cependant constamment débattue. Entre les tenants du *free banking* et ceux de la réglementation fine, Laurent Clerc dégage quelques points d'accord. La réglementation est jugée justifiée pour pallier les défaillances de marché (externalités et risques systémiques, asymétries d'information), ou encore pour protéger les consommateurs et les investisseurs. Les bénéfices de la réglementation doivent être pondérés par les coûts qu'elle engendre et par la possibilité d'une fuite des capitaux et d'une moindre innovation financière.

La crise actuelle met en évidence les défaillances du marché. Tout d'abord, il ne peut pas valoriser les actifs en continu et se révèle incapable de discriminer les risques. Les normes comptables qui obligent à valoriser les actifs au prix du marché deviennent un problème dès lors que les marchés sont incapables d'afficher un prix. Ensuite, la titrisation exacerbe les asymétries d'information et incite les agents à maximiser le rendement et non la qualité (les économistes parlent d'aléa moral).

La réponse peut consister à réduire les asymétries d'information en développant la transparence. Mais la tâche est ardue dans la mesure où un système trop réglementé incite l'acteur à davantage s'en détourner, selon un processus bien connu en sociologie des organisations. On développe alors des modèles pour que les agents évaluent leur propre risque. Cependant chacun a sa propre approche et les résultats en termes prudentiels sont très différents. Une autre solution est d'accroître la standardisation des produits structurés, au risque de porter préjudice au mécanisme qui a généré l'expansion de cette finance et a permis de fournir des réponses spécifiques aux besoins particuliers des investisseurs.

En outre, faut-il réguler les « entités non régulées » ? Ces dernières ne peuvent pas en effet recevoir de liquidités de la part de la banque centrale qui doit pouvoir s'assurer de la qualité de ceux à qui elle prête. Se pose en même temps la question du difficile arbitrage réglementaire des activités hors bilan, qui sont aujourd'hui au cœur de la « machine à engendrer des pertes » selon Michel Aglietta, mais qui permettraient hier des économies en capital.

Sans doute faut-il aussi contrôler la qualité des emprunteurs et tenter de déconnecter la rémunération des institutions financières du volume des titres qu'elles vendent pour mieux les associer à la gestion et au contrôle des risques.

Avant même que la réglementation de Bâle II soit complètement mise en place, on se rend compte des nouveaux défis : corriger tout ce qui est procyclique dans les normes de capital et augmenter les exigences en termes de capital. La crise de liquidité vient du fait que les intervenants n'ont pas d'assez gros « coussins de liquidité ». Par-delà la nécessité de coordonner les actions au niveau international, la question des superviseurs au sein d'une architecture financière internationale solide reste posée.



Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
9, rue Georges Pitard
75015 Paris
Téléphone 01 53 68 55 00
Site Internet : www.cepii.fr

Centre d'analyse stratégique
18, rue de Martignac
75700 Paris cedex 07
Téléphone 01 42 75 61 00
Site Internet : www.strategie.gouv.fr

