

**La crise financière : origines et conséquences
Quelles sont les conditions du retour de la confiance ?**

Auteurs :

Jean-Paul Betbèze, chef économiste du Crédit Agricole, membre du Conseil d'Analyse économique auprès du Premier ministre et du Comité scientifique de la Fondation Robert Schuman

Christian de Boissieu, président délégué du Conseil d'Analyse économique auprès du Premier ministre et conseiller économique du Président de la CCIP

Résumé :

Le 19 septembre dernier, la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris et la Fondation Robert Schuman ont organisé un petit-déjeuner débat sur les « Perspectives économiques 2008 en France et en Europe ». Jean-Paul Betbèze et Christian de Boissieu sont intervenus sur les origines et les conséquences de la crise financière que traverse l'économie mondiale, ainsi que sur les conditions du retour de la confiance. Jean-Paul Betbèze s'est concentré sur l'analyse de la crise financière que traverse actuellement l'économie mondiale ; Christian de Boissieu a évoqué la sortie de cette crise et ses conséquences.

* * *

Intervention de Jean-Paul Betbèze

1. La transformation du risque

Auparavant, les banques faisaient le crédit, et donc prenaient le risque, le surveillaient, puis encaissaient des fonds au fur et à mesure. Désormais, dans le modèle actuel, essentiellement américain, les banques créent le crédit/le risque mais ne le gardent plus, ne le surveillent plus et s'empressent de le transmettre à d'autres, ce qui pose évidemment un problème. En effet, quand on ne surveille plus le risque, on ne s'en préoccupe plus vraiment. Plus vite le risque est pris, plus vite il peut être transmis, et plus vite une marge sur le passage du risque, et non plus sur son suivi, peut être obtenue. Le modèle bancaire qui était un modèle « création – garde – suivi » devient un modèle « création – titrisation¹ – distribution ».

Le risque a donc disparu des établissements où il se trouvait auparavant.

¹ « Opération par laquelle les établissements bancaires cèdent leurs créances à des organismes, dits fonds communs de créances, qui émettent des titres négociables sur le marché ; transformation, par cette opération, des créances en titres » (ndlr).

Désormais, il est réparti sur les différents acteurs du marché financier qui acquièrent les divers produits d'origine crédit, en fonction du niveau de risque qu'ils acceptent de courir. Fin juillet/début août, les liquidités étaient nombreuses. Elles le sont toujours mais ne sont plus au même endroit et ce sont les plus sûres qui sont désormais recherchées par les opérateurs.

Les agences de notation font des évaluations positives lorsque les cotes montent, mais se ravissent assez rapidement lorsqu'elles descendent. La pro-cyclicité du crédit s'en trouve ainsi accrue.

Ce sont donc ces acteurs qui ont acquis le risque, plus ou moins élevé en fonction des titres achetés. On peut se dire qu'il s'agit d'une heureuse répartition. En effet, les acteurs prudents et fragiles veulent un produit non risqué et achètent des titres AAA ; tandis que ceux qui veulent des titres BBB sont suffisamment riches et peu fragiles pour prendre le risque d'une perte. Mais c'est la théorie ! La réalité est bien souvent l'inverse ...

2. Le déclenchement de la crise

En effet, cette heureuse répartition théorique cache une autre réalité. Ce sont les acteurs les plus fragiles qui ont pris le plus de risque, en achetant des titres risqués, car ils voulaient améliorer leur situation.

Ainsi, certaines banques allemandes régionales, qui cherchaient désespérément un peu de rentabilité, avaient acquis davantage d'actifs que ce que leur permettaient leurs fonds propres. Ces actifs avaient été fabriqués aux États-Unis à partir de crédits hypothécaires dépassant la valeur des actifs de la personne contractant le crédit. Ces banques allemandes avaient ainsi acquis des produits rentables, mais très risqués, car elles voulaient améliorer leur situation.

Selon les dernières prévisions du Crédit Agricole des 27 et 29 juillet derniers, le scénario envisagé était, avec une probabilité des deux tiers, une reprise graduelle de la montée des taux. Le dernier tiers restant comportait un élément de « *credit event* », c'est-à-dire de crise de liquidités. Ce scénario ne prenait pratiquement pas en considération le risque d'inflation qui constituait à cette époque, pour beaucoup d'opérateurs, le risque majeur.

Le Crédit Agricole comptait ainsi, à l'époque, parmi les acteurs les plus inquiets du système car l'importance de la progression des crédits portait en soi les prémices d'un problème. Mais la confiance était là, dans une logique fabriquée par la crédibilité. On « savait » que le 6 septembre, la Banque centrale européenne augmenterait ses taux tandis que M. Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine (FED), regarderait la conjoncture de façon « *wait and see* » et déciderait de maintenir le plus longtemps possible les taux en vigueur. Ces prévisions du Crédit Agricole montraient qu'avec une probabilité des deux tiers, il n'y avait pas de problème mais que dans le dernier cas, un problème se posait.

La situation était celle d'un canal de fabrication de la crédibilité appelé, en économie, le « paradoxe de la tranquillité ».

A partir du début août, la liquidité a subitement changé de nature. Alors que tous les titres étaient recherchés auparavant, désormais, seuls les titres à 3 mois américains et européens l'étaient encore. On est passé d'une situation d'extrême confiance à une situation d'extrême défiance.

La recherche de liquidités a conduit la BCE à injecter 90 milliards d'euro, renouvelant ensuite l'opération, tout comme la FED américaine, agissant ainsi au jour le jour.

Le 20 août, la BCE a lancé un appel d'offre concurrentiel « *competitive bidding* » de 40 milliards d'euro. Les acteurs ayant besoin de liquidités ont tous présenté une garantie et accepté les taux d'intérêt. Ceux ayant présenté le taux le plus élevé ont été servis. Il s'agit de la meilleure technique pour faire monter les taux d'intérêt à court terme !

Ensuite, il a fallu faire en sorte que les taux d'intérêt descendent, ce qui s'est révélé très compliqué.

Les techniques d'apport de liquidités étant variées, des formes différentielles de formation des taux à 3 mois et à 1 mois sont apparues. Actuellement, le taux à 1 mois dépasse celui à 3 mois, ce qui veut dire qu'il existe peu de titres à 3 mois ou qu'ils ne sont prêtés qu'à quelques privilégiés.

Depuis la baisse de 50 centimes du discount américain, le 18 septembre au soir, la liquidité est moins chère mais les collatéraux sont plus importants aux États-Unis. L'argent est moins cher au jour J et à 1 mois. Mais il faudra observer son évolution et la manière dont la confiance va renaître entre les grands opérateurs.

La situation actuelle est très particulière : l'excès de confiance est devenu un excès de défiance, la liquidité a été apportée par les banques centrales qui ont fait correctement leur travail malgré, peut-être, certaines anomalies de fonctionnement au début.

Intervention de Christian de Boissieu

Personne, ou presque, n'avait pu prévoir le calendrier de l'arrivée de cette crise de liquidités. On oublie souvent que depuis la mi-2006, les prix des logements aux États-Unis avaient connu une baisse et il était donc clair que celle-ci allait avoir des conséquences sur le surendettement d'un certain nombre de ménages. Les agences de notation ne se sont manifestées que tardivement, peut-être même trop, ce qui explique leur surréaction. Il est évident que les bulles finissent par exploser mais la difficulté est de prévoir la date.

Dans la crise actuelle, le « paradoxe de liquidités » est frappant : il s'agit d'une crise de liquidités dans une situation d'abondance de liquidités à l'échelle mondiale. En fait, cette crise de liquidités concerne uniquement un certain nombre d'établissements et d'opérateurs, sur certains segments alors que sur la scène internationale, les liquidités, abondantes depuis trois ans, n'ont pas disparu du jour au lendemain. On peut alors citer Sir Dennis Robertson, « *The money which is nowhere must be somewhere* » (L'argent qui n'est nulle part doit bien être quelque part). On assiste actuellement à un report de la rentabilité vers la qualité, incarnée par les obligations d'État.

1. Les conditions du retour à la confiance

Le marché interbancaire se situe actuellement dans une véritable situation de défiance. Malgré le geste important de la FED, qui a réduit son taux directeur de 0,5 point, trois conditions doivent être réunies pour retrouver la confiance dans les semaines/mois à venir.

a. Une bonne gouvernance monétaire

Les autorités françaises ont alimenté le débat lorsqu'elles se sont demandé si les banques centrales faisaient correctement ou non leur travail depuis le mois d'août. En réalité, elles n'avaient pas d'autre solution. Ne fallait-il pas injecter de liquidités au motif que cela alimente des crises futures ? Il s'agit en fait d'un problème intertemporel : on sauve le système à court terme en prenant des risques sur le long terme. Depuis 10 ans, on passe d'une bulle à l'autre.

Toutefois, les liquidités injectées dans le système ne doivent pas être ajoutées au jour le jour ; les banques centrales font des prêts qui vont être remboursés et qui le sont parfois déjà. Il ne s'agit pas d'argent supplémentaire net qui vient s'ajouter aux liquidités très abondantes. Le jour où il y aura plus de sérénité sur les marchés, il sera plus facile pour

les banques centrales de reprendre les liquidités. Il ne faut donc pas jeter la pierre aux banques centrales.

La réactivité de la FED est impressionnante et met une certaine pression sur la BCE. Malgré la montée des prix alimentaires, il n'y a pas de véritable risque d'inflation. Celle-ci ne concerne plus tant les biens et services que l'immobilier et les marchés d'actifs, du fait de la mondialisation.

Il semble impossible que Jean-Claude Trichet, après ce qu'a fait la FED, puisse encore envisager d'augmenter les taux directeurs en octobre², novembre ou décembre. Cela serait extrêmement dommageable pour le taux de change. Le seuil de 1,40 dollar pour un euro est proche et pourrait être dépassé³. Si les marchés ont le sentiment que d'un côté, la FED va continuer à baisser son taux directeur et de l'autre, que la BCE continue à s'interroger sur la hausse de son taux directeur, le risque est grand de largement dépasser ce seuil de 1,40, ce qui ne serait pas sans conséquence. Même si les Allemands disent qu'ils se moquent du taux de change, son augmentation n'est pas tout à fait prévue dans les chiffres de la croissance allemande du 2^{ème} trimestre. Le ralentissement allemand, au cours de cette période, porte aussi les conséquences de l'euro fort, même si la compétitivité allemande reste forte.

b. Une plus grande transparence

Les autorités financières et bancaires auraient pu obliger très rapidement les acteurs à être plus constants. Mais il existe un problème de coordination sur la transparence, les banques n'ayant pas intérêt à dire qu'elles sont touchées par la crise. Dans le débat actuel, plus de transparence vaut mieux que moins de transparence. Le fait que BNP Paribas ne continue pas, en août, à assurer la liquidité des fonds, contrairement à Axa, n'est pas un bon point à attribuer à cette grande banque.

c. Une meilleure régulation financière

Il convient de tirer très rapidement un certain nombre de conclusions sur le fonctionnement des agences de notation, sur leur transparence, leur efficacité et sur le problème de la régulation d'un certain nombre de fonds. Il ne s'agit pas de faire le procès des *Hedge funds* et des fonds de *Private Equity* car ils ne sont pas responsables de cette crise. La crise est très classique, elle vient de l'immobilier. Mais très vite, derrière l'immobilier, il y a la titrisation, les instruments dérivés et donc, tous les instruments, même les plus sophistiqués, servent de caisse de résonance à cette crise.

Il est préférable d'assurer une régulation indirecte des *Hedge funds* et des fonds de *Private Equity* plutôt qu'un contrôle prudentiel très sévère et très direct. Le débat actuel porte sur le niveau de cette régulation qui doit, dans de nombreux cas, se faire au niveau mondial. C'est la raison pour laquelle il faut soutenir l'initiative Merkel-Sarkozy recommandant de traiter certains sujets au niveau du G7 et même au-delà (Chine, Inde). L'Europe a été très absente de la crise financière. Cette crise devrait accélérer la concertation des pays du marché unique sur un certain nombre de sujets prudentiels concernant la supervision des banques, des établissements, etc. Toutefois, certains thèmes sont à traiter au plan national par les centres d'analyse économique, les commissions bancaires, l'AMF.

² « Lors de la réunion qui s'est tenue à Vienne le 4 octobre 2007, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 4 %, 5 % et 3 % », Communiqué de presse de la BCE (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr071004.fr.html>) (ndlr).

³ Le 29 octobre, le taux de change est de 1,4429 dollars pour 1 euro (<http://bourse.latribune.fr/bourse/devises.jsp>) (ndlr).

2. Les conséquences macroéconomiques de cette crise

Il est trop tôt pour tirer les conséquences de cette crise mais certaines remarques peuvent néanmoins être faites.

1^{er} effet de la crise : on va observer une augmentation de l'aversion à l'égard des risques. Depuis 3 ans, le risque du crédit a été massacré par les marchés, les investisseurs, etc. ; les primes de risque ont été anormalement basses. Jean-Claude Trichet parle ainsi à juste titre de « normalisation du risque ».

L'effet de la crise sera sans doute ressenti pendant quelques années, et ce, dès 2008.

2^{ème} effet : la consommation aux États-Unis constitue l'un des canaux de transmission importants des effets de cette crise. Certains ménages américains sont actuellement victimes d'un double effet de richesse négatif : la chute de la bourse et la baisse des prix des logements. Cette conjugaison de deux effets de richesse négatifs, l'un sur l'immobilier, l'autre sur les actifs financiers, ne s'est pas retrouvée depuis quelques temps. Je considère comme plausible la double hypothèse selon laquelle la consommation des ménages américains va ralentir et les ménages américains qui font de l'épargne négative vont recommencer à faire de l'épargne positive, hypothèse qui va alimenter le ralentissement américain. Un taux de croissance de 2%, ou un peu moins, ne doit toutefois pas être considéré comme une récession. Par ailleurs, la réactivité de la FED pourra être l'un des vecteurs permettant d'éviter cette récession.

Le débat sur la consommation américaine est très important par rapport aux prévisions sur la croissance mondiale et aux conséquences de cette crise en Europe et ailleurs.

3^{ème} effet : le comportement des banques. Ce n'est pas prendre de risque que de dire que les banques vont être plus sélectives dans la distribution des crédits. Un « *credit crunch* », c'est-à-dire une suppression des crédits, semble impensable. Les banques, tout comme les marchés, vont devenir plus sélectifs. Cela se traduira sans doute par une baisse des taux de croissance des crédits en rythme annuel de 10-11% par an, par exemple, pour les crédits à l'habitat dans la zone euro ou en France, à des rythmes qui seront peut-être plus soutenables. Là aussi, ce sera en quelque sorte un retour à la normale.

4^{ème} effet : la fragilité du dollar. Cette crise financière ne revigore pas le dollar, loin de là. Elle renforce sa fragilité qui existait avant la crise et qui est accentuée par les comportements différenciés de la FED et de la BCE.

Dans les mois à venir, le problème que l'Europe devra gérer ne sera pas monétaire mais politique, et il l'est d'ailleurs déjà. Il s'agit du problème du taux de change de l'euro. Il est possible que les Européens se déchirent sur cette question. En effet, si on considère l'Allemagne, avec son excédent extérieur, et la France, avec son déficit extérieur, on voit bien que les problèmes/contraintes de compétitivité divergent.

Le taux de change va rapidement atteindre 1,40 dollar pour un euro, voire plus. A l'Assemblée générale du FMI et de la Banque mondiale en octobre, sera évoqué le problème de la « guerre monétaire larvée »⁴. En effet, les Américains sont satisfaits de la baisse du dollar ; les Japonais ne veulent surtout pas que le yen monte et la Banque du Japon maintient ses taux très bas (0,5% pour les taux courts). Quant aux Chinois, ils font semblants de réévaluer leur devise. La zone dollar, de fait, s'est agrandie considérablement vers l'Asie. Ce sont donc les Européens qui en subissent les conséquences : l'euro et la livre sterling montent, le franc suisse n'étant pas tout à fait dans la même situation.

Il ne s'agit pas uniquement d'un problème de BCE, il s'agit d'un problème politique, de G7 et au-delà (incluant la Chine) qui alimentera le débat des prochains mois. Le dollar, un peu oublié du fait de la crise financière, va revenir dans l'actualité.

⁴ Voir le Communiqué du Comité monétaire et financier international du Conseil des Gouverneurs du Fonds monétaire international le 20 octobre : <http://www.imf.org/external/np/cm/2007/102007af.htm> (ndlr).

Conclusion

On pourrait être tenté de réviser à la baisse les prévisions de croissance mondiale mais il faudra voir ce que fera le FMI⁵. Avant la crise, le taux de croissance mondiale était d'environ 5% par an, depuis des années.

La croissance mondiale va peut-être décélérer mais il n'existe pas de risque de très fort ralentissement. Les banques centrales ont bien fait de réduire le fort risque de récession, de ralentissement mondial.

Pour la France et la zone euro, certains sujets restent d'actualité : la croissance française en 2007 sera de 1,8-1,9%. En France, le problème est, qu'en 2007 et sans doute en 2008, la croissance reste inférieure à celle de la zone euro, alors que pendant des années, on était au-dessus. Tous les débats sur la politique de l'offre, sur les réformes structurelles sont cruciaux et vont au-delà du débat à court terme sur les conséquences de la crise financière.

Débat

Le débat s'est concentré sur la crise financière actuelle, sur la bulle immobilière espagnole, sur le rôle du FMI dans la crise financière actuelle, sur l'évolution des taux directeurs, sur la difficulté à concilier sophistication des instruments financiers et régulation mondiale ainsi que sur les effets de la crise sur le secteur bancaire européen.

La France face à la crise

En Allemagne, Nicolas Sarkozy est observé avec beaucoup d'attention/de soutien/d'intérêt/d'amitié mais le gouvernement allemand ne comprend pas la position française sur les taux et la BCE. Il en est de même pour bon nombre des partenaires européens de la France. En fait, les cultures allemande et française divergent : les Allemands ont sans cesse à l'esprit la crise monétaire allemande de la fin des années 20 qui a déclenché l'arrivée des nazis au pouvoir et le drame de la Seconde Guerre mondiale. La question des taux et de l'indépendance de la BCE est donc quasiment sacrée pour les Allemands. Tous les partenaires de la France, dans la zone euro et dans le reste de l'Union européenne, n'acceptent pas la moindre critique sur la BCE. En période de crise financière, s'attaquer aux institutions financières est criminel. Enfin, la France est soupçonnée d'être toujours favorable à la désinflation compétitive.

Concilier confiance et transparence

Il est d'un intérêt commun de faire rapidement renaître la confiance, qui vient d'une part de la liquidité, d'autre part des processus de transparence et de confiance qu'il faut mettre en place. Quand le processus est parti, il est impossible de l'arrêter sauf à donner une indication. Certes, on sait que l'on fabrique les bulles de demain, mais elles sont pour demain et pour l'instant, il convient de gérer la crise actuelle.

Il y a une responsabilité d'assurer la liquidité par rapport aux clients, afin qu'ils ne soient pas touchés. Par ailleurs, la question de l'aléa moral ne se pose plus quand la crise est engagée.

⁵ Selon les perspectives économiques mondiales d'octobre publiées par le FMI, la croissance économique mondiale devrait être de 5,2% en 2007 et de 4,8% en 2008 ; la prévision 2008 est inférieure de 0,4 point à la précédente prévision ; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/pdf/text.pdf> (ndlr).

L'argent se trouve aujourd'hui dans les SICAV monétaires, les assurances-vie qui sont sur-liquides, car le taux de retrait est actuellement inconnu. La liquidité est là car la confiance n'est pas encore là.

Le mécanisme actuel de sophistication et d'innovation n'avait pas prévu l'onde de choc que nous connaissons aujourd'hui. Il a fabriqué de nouveaux opérateurs financiers, dont la solidité ne peut être testée que dans les situations difficiles.

La transparence a ses limites, car lorsqu'on demande davantage d'informations, cela signifie que la confiance est insuffisante. Il faut donc une gestion de la transparence/non-transparence qui passe par la confiance.

La bulle immobilière espagnole

On observe une tension sur le logement en Espagne, ainsi qu'au Royaume-Uni mais les deux secteurs fonctionnent différemment. Les acheteurs d'immobilier, en Espagne, sont aussi des Allemands et des Anglais. Les prix ont flambé et les niveaux d'endettement des ménages sont élevés. Les banques tiennent le choc, car elles sont solides et ont des réseaux de « *retail* ». Il existe des tensions et il y aura un problème de remontée des taux.

La crise financière et le FMI

La crise actuelle relève plutôt des banques centrales et des régulateurs financiers. Le FMI était moins concerné, contrairement à ce qui s'était passé lors des crises turque ou argentine. Il le sera toutefois, indirectement, le jour où on s'interrogera sur la régulation financière et sur son niveau. Il faudra essayer de conserver les avantages des nouveaux instruments financiers tout en limitant certains de leurs inconvénients. En octobre, lors de son Assemblée générale, le FMI baissera sûrement ses prévisions de croissance mais il laissera aux régulateurs financiers le soin de résoudre cette crise. Le changement de directeur général ne facilite pas l'intervention du FMI.

L'évolution des taux directeurs

Sur la question des taux directeurs, il faut espérer que le geste de la FED bloquera les velléités de la BCE. Aujourd'hui, la question est de savoir si le taux restera stable ou sera remonté. Cela dépendra pour partie de l'évolution, à la hausse, des prix alimentaires. Cela fait cinq ans qu'on dit que les taux longs vont remonter mais les nombreuses liquidités dans le monde empêchaient toute hausse. Toutefois, ils vont sans doute remonter dans les mois à venir. En effet, les marchés vont valoriser le risque de signature, sous-estimé pendant trois ans. Par ailleurs, la baisse du dollar constitue le deuxième canal pouvant expliquer une remontée des taux. Le déficit extérieur américain est élevé : 6% du PIB, ce qui implique de trouver chaque année 650 milliards de dollars pour le financer. Les banques centrales asiatiques recherchent moins de dollars pour leurs réserves ; si on veut attirer plus de privés, d'investissements de portefeuille aux États-Unis, il faudra remonter les taux. Enfin, la crise financière accentue la baisse du dollar et provoque une remontée des taux longs américains dont l'Europe ne restera pas à l'abri. Certains pays peuvent avoir l'impression que la France est obnubilée par le taux de change ; il ne faut pas seulement regarder le taux euro/dollar mais aussi le taux avec l'Asie.

La régulation financière

Sur la question de la régulation, il existe actuellement un code de conduite des agences de notation. Alors que certains prônent la nationalisation des agences de notation, il serait préférable de revoir le code de conduite.

Dans les mois/années à venir, on va assister à une concentration dans les métiers du chiffre, ce qui impliquera d'évoquer également la question de l'efficacité.

Par ailleurs, il faut prévoir une régulation indirecte des fonds de *Private Equity* et des *Hedge funds* qui ne peuvent pas être soumis à Bâle 2. En revanche, il faut qu'ils soient systématiquement enregistrés auprès des régulateurs nationaux. Cela amène à repenser le débat sur l'articulation on-shore/off-shore.

D'autre part, il convient d'augmenter le nombre et la fréquence du reporting sur les fonds de *Private Equity* et les *Hedge funds*, catégories de produits qui ne doivent pas être confondues.

Enfin, il faut améliorer l'articulation de la classification des produits tels qu'ils sont présentés par le prescripteur et par le régulateur. Toute personne vendant des SICAV ou des Fonds communs de placement doit utiliser la typologie des régulateurs et non la sienne.

Les « *subprimes* » constituent en France une part infime des placements par rapport aux masses en jeu. C'est dans cette situation, de tension, qu'il faut continuer à faire des réformes ; cela permet de relativiser et de faire revenir le calme.

Propos mis en forme par Mathilde Durand, chargée de mission à la Fondation Robert Schuman.

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

La Fondation Robert Schuman, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.