



Coe-Rexecode

La crise financière : 2007, 2008 et ensuite ?

Analyses et propositions

Hubert Rodarie

21 mai 2008

Centre d'Observation Economique et de Recherches pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises

Coe-Rexecode : Association régie par la loi du 1er juillet 1901. Siret : 784 361 164 000 30 APE 911C
Siège social : 29, Avenue Hoche 75008 PARIS - Tél. (1) 01 53 89 20 89 - Fax (1) 01 45 63 86 79



La crise financière : 2007, 2008 et ensuite

Analyses et propositions

Hubert Rodarie

La crise bancaire et financière commencée à l'été 2007 se poursuit et paraît devoir encore durer. Les conséquences dépressives sur l'activité économique dans les pays développés et plus largement dans toute l'économie mondiale n'ont pas fini de se faire sentir. Si elles restent difficiles, voire impossibles à mesurer pleinement, elles débordent certainement l'horizon du court terme.

L'analyse de cette crise qu'en a faite au printemps dernier Hubert RODARIE, directeur général délégué de SMABTP, nous a paru pertinente et éclairante d'autant que l'auteur avance aussi quelques propositions de réforme pour, à l'avenir, éviter de retomber dans les errements récents.

Il nous a paru utile que ces analyses et ces propositions soient largement diffusées auprès de nos adhérents pour enrichir collectivement nos réflexions sur la situation économique actuelle et les cheminements les plus probables que l'économie va prendre au cours des prochains trimestres, voire des prochaines années. Nous remercions Hubert RODARIE d'avoir donné son autorisation à diffuser les résultats de ses réflexions auprès des adhérents de Coe-Rexecode et à les mettre à disposition du public sur le site internet de Coe-Rexecode.

Jean-Michel BOUSSEMART

La crise financière

Ce texte propose une analyse de la crise bancaire et financière actuelle réalisée à partir de l'expérience personnelle de l'auteur. Il n'engage que la responsabilité de son auteur et non celle de la SMA BTP.

Pour citer ce document :

Hubert Rodarie, « La crise financière : 2007, 2008 et ensuite ? Analyses et propositions », avril-mai 2008.

© Hubert Rodarie, Mai 2008.



Sommaire

Page 6	1 Les trois caractéristiques principales
6	1.1 L'endettement généralisé
8	1.2 La généralisation du refinancement bancaire par titrisation
12	1.3 L'existence de dispositifs amplificateurs
12	1.3.1 En matière contractuelle
12	1.3.2 En matière prudentielle
13	1.3.3 En matière comptable
15	2 Qualifier adéquatement la crise
15	2.1 Une crise conjoncturelle
15	2.2 Une crise systémique bancaire et financière
16	2.2.1 La rupture du marché interbancaire
16	2.2.2 La durée de cette rupture
16	2.2.3 La diversité des défaillances
17	2.2.4 La mise en cause des agences de notation
17	2.3 Une crise de modèles
18	2.3.1 Les modèles organisationnels
19	2.3.2 Les modèles intellectuels conventionnels
23	2.4 La crise du système monétaire et financier international
25	3 Conclusion : quelques réformes à privilégier
28	A Annexe 1 : pour prolonger la réflexion
28	A.1 Performance
30	A.2 Réification
33	A.3 Systématisation
38	B Annexe 2 : remarques sur la réforme proposée
38	B.1 Deux constats
38	B.2 Proposition d'organisation du financement par les associations

Introduction

Lorsque la Réserve Fédérale américaine a décidé le resserrement de sa politique monétaire, elle avait certainement prévu le retournement conjoncturel du marché immobilier américain observé à partir de l'été 2006. En revanche, il semble clair aujourd'hui que la FED n'en avait pas anticipé les effets sur les marchés financiers et bancaires occidentaux, effets qui sont d'une ampleur rarement rencontrée depuis de nombreuses années. Ainsi, selon M. Greenspan, cette crise dite des *subprimes* est en train de devenir l'une des plus fortes crises connues depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. Nous partageons ce diagnostic et c'est la raison pour laquelle il a semblé utile de rédiger cette note de synthèse sur ce phénomène.

Le but de cette note est de proposer un ensemble de réflexions non techniques pour mettre en évidence ce qui nous semble être quelques uns des déterminants majeurs de la situation, en évitant les clichés trop souvent entendus sur la complexité, les vertus de la transparence financière, ainsi que le débat usuel qui oppose *self-regulation* à réglementation.

Un autre parti pris a consisté à ne pas aborder ce sujet sous l'angle de la dénonciation de comportements que l'on peut repérer et qualifier de naïfs, d'incompétents, d'imprévoyants ou encore de reflets d'une avidité contagieuse (*infestious greed* selon les termes d'une personnalité officielle). En effet, en tant que telles, ces tendances comportementales existent partout et dans toutes les activités professionnelles. Précisément, un objectif que l'on peut assigner à des organisations saines est de créer les conditions opérationnelles de leur limite. En un mot, nous souhaitons dire que, dans cette crise, l'important n'est pas le symptôme mais la pathologie qu'il révèle. Aussi, ce travail a été concentré sur ce qui nous semble être au cœur de la problématique du système financier, dans ce qu'il a assumé comme hypothèses de travail, d'une part, et en tant qu'organisation sociale, d'autre part.

Dans une première partie, nous mettrons en évidence ce qui nous paraît constituer trois caractéristiques essentielles de cette crise en insistant sur l'ampleur des phénomènes observés. Dans une seconde partie, ces observations nous permettront de proposer une qualification appropriée de la nature des événements rencontrés. Une troisième partie suggérera quelques réformes qui nous paraissent indispensables.

1 Les trois caractéristiques principales du système avant la crise

Nous avons choisi trois caractéristiques des marchés financiers ou du système économique qui ont permis l'émergence des causes conjoncturelles et structurelles de la crise ou qui en ont facilité son développement.

Bien évidemment le format de ce texte impose une sélection qui pourra apparaître, à certains, arbitraire ou, à d'autres, insuffisamment étayée ou nuancée. Néanmoins, elles nous paraissent être au coeur de l'ensemble des phénomènes observés. Nous avons indiqué en note des études appuyant ou permettant de trouver des précisions sur les faits ou idées présentées.

1.1 L'endettement généralisé

La caractéristique la plus nette de l'économie contemporaine est le gigantesque développement de l'endettement des agents économiques mondiaux et notamment des ménages, américains tout d'abord, mais également britanniques et espagnols. C'est une constante depuis le milieu des années 1980, et surtout dans la décennie 1990, de faire appel au crédit et à l'endettement pour développer l'activité économique.

D'où vient cette tendance quasi structurelle ? Essentiellement dans la politique de taux bas pratiquée par les banques centrales dès le moindre signe de ralentissement d'activité ou de difficultés dans le secteur financier d'une part, et dans les situations d'excédents commerciaux massifs dans le cadre d'un système de change quasi-fixe qui en favorise la pérennité produisant une création monétaire non contrôlée d'autre part. Ainsi, aux États-Unis, l'ensemble des dettes des secteurs financier et non financier est passé d'environ 1,5 fois le PIB en 1980 à 2,2 fois en 1988, soit après la crise de 1987. Après une phase de stabilisation à partir de 1998, l'augmentation de cet endettement s'est accélérée en passant de 2,2 à 3,3 fois le PIB en 2007, soit un doublement de ce ratio en 25 ans. A la fin des années 1990, on a pu observer la croissance apparemment sans limite des effets de levier des entreprises occidentales, c'est-à-dire d'une augmentation du poids des emprunts dans la composition de leurs fonds permanents.

La crise de 2001 a sanctionné brutalement les prises de risque excessives. Toute-

fois le remède pour limiter l'impact de ce retournement sur l'économie américaine et européenne a été, une nouvelle fois, de faciliter l'endettement mais (cette fois-ci) des ménages en particulier américains. La capacité d'emprunt a été favorisée : à la fois par des niveaux d'intérêt poussés à la baisse par les autorités monétaires américaines, ce qui réduisait les mensualités ; et aussi par l'utilisation généralisée des gages ou des hypothèques assises notamment sur des biens immobiliers¹.

Ces ressources mises à la disposition des ménages ou d'autres intervenants ont provoqué les hausses de prix de l'immobilier et d'autres types d'actifs, augmentant alors, de facto, les possibilités d'emprunt. Simultanément, ces ressources ont donc bénéficié des hausses de prix. Les agents financiers ont alors anticipé une hausse continue des prix, créant ainsi une bulle de facture tout à fait classique. Une fois encore, on a retrouvé les argumentaires de la "nouvelle ère où tout est différent" accompagnée des clichés usuels (comme par exemple : la nouvelle économie, les nouveaux paradigmes, les nouveaux modèles de développement, etc.) qui tendent souvent à faire apparaître que les arbres montent jusqu'au ciel, que les conflits ne sont plus possibles et que la fin de l'histoire est arrivée.

Cette croissance des dettes contractées par les ménages américains ne fut pas isolée. En effet, l'utilisation de levier financiers s'est généralisée dans l'ensemble des activités financières : investissement en actions dans tous les pays développés ou émergent, immobilier, actions non cotées, dettes bancaires d'entreprises, dettes d'acquisition, etc. Contracter une dette avec peu de fonds propres est ainsi devenu un dispositif très ordinaire pour augmenter les rendements des capitaux investis.

En conséquence, notre opinion est que nous avons vécu ces dernières années la première *bulle globale* de l'histoire financière, dans le sens où la bulle portait simultanément sur tous les types d'actifs et dans tous les pays.

L'ensemble des structures et des acteurs pratiquant cette activité a été désigné du terme de *leveraged finance*, ceci par opposition aux agents qui interviennent principalement sur leurs propres ressources comme les assureurs ou les fonds de pension, désignés comme *unleveraged institutions*, ou encore les investisseurs institutionnels.

Curieusement cette hausse des endettements et des effets de levier dans les mon-

¹On pourra consulter avec intérêt l'évaluation faite par M. Greenspan lui-même de ce type d'endettement et de l'impact sur l'économie dans : GREENSPAN et KENNEDY, "Sources and uses of equity extracted from homes", Federal Reserve, Mars 2007. Il évalue cette injection de "capacité de demande" à environ 8% du PIB américain 2005, soit 3 fois plus qu'en moyenne sur la période 1991-2005

tages financiers n'a pas provoqué de détériorations ou de durcissements, ni même de modifications dans les conditions d'octroi des prêts, ou des primes de risques payées par les emprunteurs. Bien au contraire, l'explosion des volumes d'emprunt s'est accompagnée tout au long des années 2004 à 2007 d'une moindre sélectivité des emprunteurs, d'une réduction continue des primes de risques et d'allègements de garanties et de clauses contractuelles en défaveur des prêteurs.

Dès lors il est clair que le système réglementaire visant à limiter la propension à prêter des établissements bancaires par le jeu des montants de fonds propres minimum à constituer n'a pas eu d'effet significatif. Il est donc essentiel d'en rechercher la cause. Une des explications privilégiée dans ces lignes est la deuxième caractéristique de cette crise : l'impact du refinancement par titrisation.

1.2 La généralisation du refinancement bancaire par titrisation

S'il n'est pas pertinent de condamner la titrisation en tant que technique financière, il reste cependant indispensable d'expliquer les effets de sa généralisation comme outil de refinancement des banques dans le cadre réglementaire actuel.

Rappelons que, traditionnellement, les engagements ou les prêts accordés par une banque figurent à son actif et nécessitent de trouver des ressources pour les honorer, ressources qui viennent s'inscrire au passif de leur bilan. Pour une banque, le montant réglementaire des fonds propres minimum à constituer en fonction des actifs limite la capacité à prêter. Elle n'augmente donc qu'en proportion des profits réalisés ou des augmentations de capital accordées par les actionnaires. Or la titrisation, qui consiste à céder des prêts, *réduit l'actif et donc la nécessité de détenir des fonds propres minimum* en fonction des engagements.

Apparemment, ce système ne comporte aucun défaut du point de vue du système bancaire global. Il est pratiqué depuis de nombreuses années au travers des émissions d'obligations foncières, en France, en Europe (Cedulas, Pfandbriefe) et par des dispositifs quasi-publics aux Etats-Unis, les GSE (*Government Sponsored Entity* comme Freddie Mac, Fannie Mae, etc. Il a été étendu de façon pragmatique à la fin des années 1990 et jusqu'au début des années 2003. En 2004, les volumes de crédits titrisés se sont littéralement envolés aux Etats-Unis, puis en Europe. En Europe, après 450 milliards d'euros en 2006², les émissions de titres issus de la ti-

²Voir à ce sujet la très claire description du marché de la titrisation dans : Patrick AGUESSE,

trisation atteignaient 40 milliards d'euros par mois début 2007. Aux Etats-Unis en 2006, les montants de ces émissions de l'ordre de 300 milliards de dollars ont représenté 55% du refinancement bancaire³. Cela a permis à un certain nombre de structures de promouvoir un *nouveau modèle de banque* où celles-ci se concentraient sur la distribution et la vente de portefeuille des crédits : le modèle OTD (*Originate To Distribute*).

Toutefois ce modèle s'est révélé des plus fragiles : l'arrêt du placement des titrisations a provoqué pendant l'été 2007 une rupture brutale de leur principale source de liquidité. Ce fut le cas pour Northern Rock qui a obligé le Trésor Britannique à injecter 26 milliards de livres dans cette banque depuis lors nationalisée. En août 2007 aux Etats-Unis, les difficultés de Countrywide sont du même ordre, qui ont abouti à son rachat par Bank of America.

Les failles principales de la généralisation de la titrisation comme moyen de refinancement peuvent être regroupées schématiquement en trois catégories que nous proposons d'appeler : les failles périphériques, structurelles et d'impact.

Les failles périphériques désignent les défauts ou manquements des différents participants du système. Elles ont été bien repérées dans les rapports officiels : mauvaise sélection des emprunteurs (involontaire ou frauduleuse) de la part des distributeurs de crédit, absence de compétence juridique et financière des investisseurs⁴.

Les failles structurelles sont les dysfonctionnements constatés : sous-estimation des risques de défaillance par les modèles d'évaluation des crédits⁵, caractère inapproprié des notations, confiance excessive et injustifiée des acheteurs dans ces notations⁶, manque dramatique d'analystes compétents, effets de seuils liés aux montages par tranches, utilisation de leviers supplémentaires, structure trop concentrée

"La notation est-elle une réponse efficace au défi des marchés des financements structurés ?", *Revue mensuelle de l'AMF*, 2007.

³Voir David GREENLAW, Jan HATZIUS, KASHYAP, SONG SHIN, "Leverage Losses Lessons from the Mortgage Market Meltdown", 29/02/2008.

⁴Voir par exemple les travaux du FSF Working Group : *Market and Institutional Resilience Interim Report*, 05/02/2008, p. 16.

⁵La littérature sur ce sujet est récente. Pour un point de vue devenu une référence sur les défaillances des modèles et leurs conséquences pour l'industrie financière, on pourra voir l'ouvrage de Benoît MANDELBROT, *Une approche fractale des marchés*, Odile Jacob, 2005. Pour une analyse précise de l'impact d'un changement de modèle en risque de crédit, voir Olivier LE COURTOIS, François QUITTARD-PINON, "Risk neutral and actual default probabilities with an endogenous bankruptcy jump diffusion model", *Asian Pacific Financial Market*, 2006.

⁶Voir FSF, *op. cité* et AGUESSE, *op. cité*.

du marché et des acteurs en Europe⁷. Tout ceci favorise ce que le langage de la recherche en finance qualifie de situations à “asymétrie d’information” : des circonstances structurelles, soit de conflits d’intérêt, soit de déséquilibres de compétences ou d’information qui conduisent à douter du caractère équilibré d’une transaction. Or, cet équilibre est l’une des clés de voûte de la justification scientifique du rôle du marché.

Les failles d’impact, enfin, désignent toutes les conséquences malheureuses et imprévues d’organisations. Dans le cadre de cette note, nous attirons l’attention sur le fait que certaines résultent d’erreurs, d’approximation ou d’incertitudes sémantiques voire de contextes. Ces dernières contribuent à masquer les conséquences des évolutions sur la solidité de l’ensemble. Elles sont difficiles à détecter, car elles se glissent dans des assertions qui ont pris un caractère de paradigme ou d’évidence éclatante, qui permet à celui qui les pose de ne pas avoir à justifier de leur véracité.

Ainsi, l’argument central pour justifier économiquement la titrisation est la diffusion sur le marché financier du risque de crédit traditionnellement supporté par la seule banque : cette diffusion permet en théorie de réduire le coût du crédit car elle permet d’économiser les fonds propres bancaires. Cet argument semble pertinent. Il n’a pourtant qu’une signification faible car le vocabulaire utilisé ne traduit pas une réalité clairement identifiée. En effet une phrase a un sens dès lors qu’elle traduit une réalité concrète, pertinente, stable qui peut être validée par des observations (pour faire une analogie avec les sciences physiques, il faut définir les conditions de pression et de température pour lesquelles la réaction ou le phénomène peut être observé). Or, le mot “marché” est le prototype du mot flou, ambivalent ou ambigu. Son sens est mal défini et change selon son contexte ou son utilisateur.

Deux conditions sont nécessaires pour que le “marché” fonctionne. Il faut d’abord que le marché financier désigne une population d’agents indépendants, non seulement des établissements cessionnaires, mais du système bancaire en général. Il faut ensuite que les transactions portent sur des montants limités de prise de risque pour ces investisseurs. Tant que la titrisation fonctionnait sur des volumes limités, ces deux conditions ont été remplies : les agents indépendants du système bancaire étaient des institutionnels ou des gérants d’actifs utilisant ces produits en montants limités pour investir leurs fonds permanents. En revanche, avec sa généralisation, ces conditions n’ont plus été remplies. Pourquoi ? Parce qu’aux acquéreurs indépen-

⁷AGUESSE, *op. cité*. En 2006 : 12 banques pour 70% des émissions ; 3 agences de notation seulement, dont 2 pour 80%, l’activité représentait la moitié de leurs revenus ; 3 cabinets d’avocats pour 60% des CDO et 3 autres pour 50% des RMBS ; la plus part des équipes localisées à Londres.

dants se sont progressivement substituées des structures de portage, variantes des SPE ou SPV (*Special Purpose Entities, Vehicules*) utilisés pour le cantonnement d'actifs, dénommées des SIV, ou des conduits. Ces structures n'avaient pas d'autres justifications économiques que de porter ces créances.

D'autre part, les acquisitions étaient financées par des émissions de titres majoritairement effectuées sur des horizons de court terme. Ce qui explique le développement de nouveaux instruments tels que par exemple, aux Etats-Unis, les ABCP (*Asset Back Commercial Paper*) ou, pour le moyen / long terme, les CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Ainsi ces structures sont venues gonfler le secteur de la finance utilisant des leviers (*Leverage Finance*) et traditionnellement limité aux banques.

Or, conformément aux normes IFRS et américaines, *ces structures n'ont pas été consolidées*. En effet, dans beaucoup de cas, le capital réduit pouvait être détenu par des tiers ou de façon limitée par des banques au titre, non plus de leur activité de crédit, mais de leur gestion de fonds propres. *L'impact sur les ratios était donc nul* dès lors que le seul engagement contractuel des banques se réduisait à des lignes de crédit dites "de liquidité" et qui ne sont appelées qu'en cas de dysfonctionnement du marché financier. Des facilités de ce type existent depuis des années et ne sont en aucune façon des innovations ou des produits complexes. Ainsi, on ne peut que constater comment ces dispositifs ont permis au système bancaire de contourner la réglementation sur les fonds propres minimum. C'est une des explications de l'étonnante capacité de financements des *mega deals* lancés par les fonds d'investissement : l'effet sur les ratios était anticipé comme nul.

Dès lors le rapport global dans l'économie occidentale entre les crédits assumés par le système bancaire et les fonds propres effectivement alloués à la garantie des crédits s'est dangereusement dégradé. Et, pour comble de malheur, l'arrêt du marché interbancaire a provoqué la réintégration de l'ensemble de ces actifs dans les bilans des banques par le jeu des engagements de liquidité.

Au total, cette généralisation du refinancement bancaire par la titrisation apparaît bien fragile. Dès lors, une crise provoquée par le retournement de la conjoncture aurait déjà eu des conséquences plus accentuées que celles qu'elle aurait dû avoir dans un autre contexte financier. Mais la situation présente est encore plus grave à cause des effets pathogènes de dispositifs à caractère pro-cyclique introduits sur une très grande échelle, par des pratiques ou des réglementations, dans ce système déjà passablement fragilisé.

1.3 L'existence de dispositifs amplificateurs

Indiquons tout d'abord ce que nous entendons par des dispositifs amplificateurs de crise que certaines publications professionnelles qualifient de "pro-cycliques". On dira que ce sont des pratiques de toute nature qui, sur la forme contractuelle des transactions, les normes comptables, les règles prudentielles ou autres, amplifient les conséquences d'une crise lorsque celle-ci survient. Une revue de ces trois domaines fait rapidement apparaître que de tels dispositifs se sont multipliés au cours des dernières années. Sans faire une liste exhaustive on peut relever quelques exemples significatifs.

1.3.1 En matière contractuelle

On peut citer ici la multiplication des opérations de prêts adossés sur des gages dont le montant est proche de la valeur de marché et comportant un système dit d'appel de marge exigeant du débiteur le remboursement immédiat de sommes reflétant la réduction de la valeur du gage. Ce type de clause initialement introduite pour le financement d'obligations sur les marchés a vu son usage étendu à tous les types d'actifs, actions comme titrisation. La défaillance du Carlyle CC en mars 2008 a été provoquée par l'incapacité du fond à faire face aux appels de marge.

Dans les SIV, à cet appel de marge sont ajoutées des clauses à caractère amplificateur : des clauses aux termes desquelles la structure doit vendre ses actifs lorsque certains ratios de liquidité sont atteints. Une réduction des prix des actifs détenus enclenche des ventes de ceux-ci qui font baisser les prix encore un peu plus bas, etc.

1.3.2 En matière prudentielle

La règle introduite par "Bâle II", proportionnant le montant des fonds propres minimums exigés à la qualité des actifs, provoque une accentuation des difficultés de la banque qui fait face à une détérioration structurelle de son portefeuille de crédit. Elle rend d'autant plus lourde la sanction d'une sous-estimation des risques ou l'effet d'un retournement non-anticipé, car la banque subit à la fois la perte et l'accroissement des fonds propres minimum. De fait, elle a incité les banques qui y sont soumises à délocaliser, non plus seulement les prêts pour les refinancer, mais surtout les engagements les plus consommateurs de fonds propres.

De même, la normalisation rapide des dispositifs de contrôles, par l'introduction de *standards* ou de *guidances* reposant sur des mêmes outils de calcul favorise vraisemblablement la mise en résonance du système bancaire en cas de choc, car cela réduit le foisonnement de situations diverses dans lesquelles peuvent s'atténuer un événement particulier que doit affronter un ou plusieurs établissement.

1.3.3 En matière comptable

Le principe de la comptabilisation en valeur de marché des actifs financiers dans le bilan des structures financières comportant des leviers (banques, courtiers, hedge fund, SIV..) peut avoir des conséquences dévastatrices injustifiées. Les récents événements en sont une illustration éclatante car la baisse des valeurs de marchés entraîne, par une série de réactions pro-cycliques (cf ci-dessus), une accélération de cette baisse. Nous y lisons un inconvénient majeur de la confusion faite entre la valeur d'un actif et son prix de marché dans cette convention réglementaire. En effet, la *valeur* est liée à la nature de l'actif et prend en compte de façon implicite une durée de détention appropriée au type d'actif. Le *prix* est le reflet de l'équilibre entre offre et demande et celui-ci peut évoluer ou être déséquilibré pour des raisons qui n'ont rien à voir avec cet actif.

Prenons l'exemple d'une obligation : classiquement on calcule la "valeur" de celle-ci en actualisant les montants dus aux échéances éventuellement lointaines. Pour un acheteur qui adosse des besoins identifiés sur ceux-ci, cette valeur déterminée au fil du temps est une indication de moindre importance que le fait d'avoir trouvé l'instrument adéquat pour ses propres besoins. En effet, cette valeur dépend de l'évolution des taux. Et celle-ci n'entamera pas nécessairement la capacité de l'émetteur à honorer ses engagements. En fait cette valeur est seulement un prix, et l'écart entre le prix d'achat et le prix du marché est seulement une évaluation de l'opportunité de l'achat effectué et non de l'actif lui-même. Cette réalité est prise en compte dans le plan comptable des assurances en France, les plus-values réalisées ne sont pas considérées comme un enrichissement mais comme une réduction de revenus futurs et entraînent donc logiquement, une dotation à une réserve dite de capitalisation. Dès lors, le principe d'impacter *systématiquement* le compte de résultat ou les fonds propres de tout mouvement des prix de marché, notamment s'agissant de créances échéances, nous semble sans réelle justification économique comparée aux conséquences amplificatrices ("pro-cycliques") qu'il provoque.

Insistons sur le fait que notre critique vise principalement le systématisme quasi-

idéologique fondé sur la croyance de la validité absolue du marché, et non pas du prix de marché en lui-même. Elle ne doit pas être interprétée comme le rejet du devoir d'évaluer le plus justement possible la valeur de ses actifs et de ses passifs, notamment en se servant de la référence aux prix de marché. Elle veut exprimer le souci de ne pas tomber collectivement dans un simplisme qui empêche de tenir compte de la réalité et de ses frottements. Il est ainsi nécessaire d'attirer l'attention que, s'agissant d'engagements, l'évaluation est un exercice difficile, et que le simplisme en la matière peut recouvrir, non une volonté de transparence, mais, au contraire, celle de disposer d'un outil de simplification permettant une standardisation pour accélérer⁸ la production, les montages et les ventes (et les gains pour tous ceux qui participent à cette chaîne), mais qui brouille finalement la connaissance de la réalité et donne l'illusion d'une fausse sécurité. On trouvera également dans le texte de GREENLAW *et al.* mentionné plus haut un développement sur les effets pro-cycliques entre la gestion active du levier financier et l'utilisation de la valeur de marché.

Nous estimons que c'est dans l'addition et la généralisation de toute ces dispositions nouvelles et moins nouvelles à caractère amplificateur qu'il faut rechercher les vraies causes de ce que les professionnels appellent de façon condensée et obscure "les risques de queue et leurs interactions sous contrainte"⁹ : en cas de crise, des interactions inhabituelles se produisent. En général, lorsque la conjoncture est bonne, ces dispositions permettent de prêter davantage et d'afficher de meilleurs résultats avec des prix plus élevés. Mais, symétriquement, toute crise devient plus importante en raison de ces dispositifs.

D'une certaine façon, l'on pourrait dire qu'à un esprit de prudence qui conçoit l'avenir comme incertain s'est substituée ces dernières années une tendance à l'âpreté au gain qui a fait considérer comme certain ce qui était incertain et acquis ce qui n'était que potentiel.

Et, paradoxalement, la normalisation très détaillée des systèmes de contrôle a facilité cette tendance en focalisant l'attention des banques et des régulateurs davantage sur la conformité que sur la sécurité. Le métier s'est, semble-t-il, effacé devant l'organisation.

A la vue de ces trois caractéristiques du système financier avant la crise on pourrait dire que son développement n'était ni durable ni respectueux de son environnement.

⁸Comme le dit l'adage, "seul le diable est pressé, car pour lui le temps est compté".

⁹FSF, *op. cité*.

2 Qualifier adéquatement la crise

Pour être synthétique, nous pouvons dire que la crise actuelle recouvre principalement trois séries de phénomènes de natures différentes qui pourraient chacune être qualifiées de crise si on les rencontrait seules. La crise actuelle est donc à la fois :

- Une crise conjoncturelle.
- Une crise systémique bancaire et financière.
- Une crise de modèles.

Parallèlement, cette crise est aussi une expression de ce que l'on pourrait qualifier de crise de l'usage et des pratiques des acteurs du système monétaire et financier mondial.

2.1 Une crise conjoncturelle

C'est la plus visible pour l'observateur ordinaire. Elle affecte principalement le secteur des prêts immobiliers américains et dans une moindre mesure son équivalent britannique. Dans les médias, elle sert à nommer l'ensemble des événements que l'on observe depuis le mois d'août, en reprenant le nom du secteur le plus fragile, les crédits *subprime* accordés aux consommateurs les moins solvables. Ce secteur est à l'épicentre de la crise globale et fut également son catalyseur. Il représente aux Etats-Unis environ 1400 milliards de dollars. Il devrait entraîner de 250 à 400 milliards de dollars de pertes directes¹⁰.

Nous ne nous y attarderons pas. En effet, il nous semble préférable de concentrer notre attention sur la façon dont le système bancaire et financier supporte le choc conjoncturel. Et ce, afin de fonder un diagnostic sur les points de faiblesse et proposer des évolutions pertinentes réglementaires ou d'organisation.

2.2 Une crise systémique bancaire et financière

Cette crise n'apparaît pour le moment, principalement, qu'aux professionnels car elle n'a eu, jusqu'à présent, que des effets limités sur la vie courante. Toutefois, elle met en jeu des phénomènes jamais vus ou très rarement rencontrés.

¹⁰GREENLAW *et al.*, *op. cité*.

2.2.1 La rupture du marché interbancaire

Le premier phénomène nouveau est la rupture du marché interbancaire mondial. Le volume des prêts entre établissements a chuté très rapidement en août 2007 obligeant les banques centrales européennes et américaines à pourvoir en direct aux besoins de liquidité de chacun des établissements bancaires.

2.2.2 La durée de cette rupture

Ce phénomène de rupture observé à partir du début du mois d'août 2007 dure encore. Et c'est là le deuxième symptôme rare : la durée du dysfonctionnement. Après des phases limitées d'accalmie, les tensions resurgissent en décembre 2007 et en mars 2008, obligeant les banques centrales à fournir aux banques des liquidités en montants de plus en plus élevés contre remises d'actifs de moins en moins bonne qualité. Ces faits permettent de qualifier cette crise non plus seulement de *crise de liquidité*, mais surtout comme une *crise générale de solvabilité*, où, curieusement, après des années de forts résultats et d'exceptionnelle rentabilité, les grandes banques notamment américaines s'avèrent incapables de disposer des fonds propres nécessaires pour faire face à un choc conjoncturel. Ceci fonde la question centrale de la pertinence des règles comptables, fondées principalement sur la *fair market value* et pas seulement des dispositifs prudentiels ou de contrôle. En effet, elles ont permis d'extérioriser des résultats que l'on peut maintenant qualifier de fictifs. Ces derniers ont motivé des "extractions"¹¹ de fonds propres des bilans bancaires par l'effet de rémunérations infondées des personnes, de distributions excessives aux actionnaires et d'impôts aux trésors publics, et qui manquent cruellement actuellement.

2.2.3 La diversité des défaillances

La diversité des défaillances est le troisième symptôme de cette crise systémique. Des établissements bancaires de nature très différente ont été touchés et ceci, alors même que certains d'entre eux n'auraient jamais dû l'être. Rappelons les principaux accidents survenus :

- En Allemagne, c'est IKB, la banque des PME, filiale de KfW banque du service public, qui, avec des placements logés dans une structure *ad hoc* avec des effets

¹¹Selon la terminologie utilisée par M. Greenspan pour justifier le développement du marché hypothécaire américain. Voir la référence correspondante en note 1, page 7.

de levier énormes, se trouva en difficulté.

- En Grande Bretagne, ce fut Northern Rock (déjà citée plus haut), une des dix premières banques du Royaume et adepte de la stratégie OTD : le Trésor britannique a prêté 26 milliards de livres pour finalement la nationaliser.
- Aux Etats-Unis, ce fut Bear Stearns, 5ème courtier du pays. Bien que n'étant pas sous la responsabilité de la Réserve Fédérale, ce fut cette dernière qui a poussé JP Morgan à le racheter (en un dimanche...) tout en garantissant 29 Milliards de dollars de ses actifs. Après, le rachat au mois d'août de Countrywide par Bank of America, cette opération perpétuait la pratique traditionnelle dite du convoi pour les sauvetages bancaires : les meilleurs élèves de la classe se voyant chargés des cancre.

Citons également la fragilisation des *Monoliners* ou établissements américains de caution, agissant sous statut d'assureur et garantissant des crédits, autrefois principalement des collectivités locales américaines mais à l'heure actuelle surtout des tranches de titrisation. Cette situation est, à notre sens, une illustration de l'inadéquation des techniques assurantielles à l'évaluation et à la couverture du risque de crédit.

2.2.4 La mise en cause des agences de notation

Enfin, le quatrième symptôme est la très nette mise en cause des agences de notation. Non seulement leurs analyses se sont révélées fausses mais leurs notes trop élevées ont permis voire *favorisé* des comportements aberrants de la part des acheteurs¹². Or la présence de ces agences est un élément structurel essentiel du marché financier moderne. Par leur notation, ces agences permettent une standardisation des créances et donc une accélération des décisions d'investissements, ce qui facilite l'augmentation des volumes de transaction.

2.3 Une crise de modèles

La présentation de cet aspect de la crise est délicate car le mot "modèle" peut recouvrir deux réalités. La première est d'ordre organisationnel et la seconde fait référence aux conventions intellectuelles qui permettent de modéliser des phénomènes tels que les aléas des prix de marchés, les risques de crédit, la coïncidence entre va-

¹²GREENLAW *et al.*, *op. cité*, p. 3.

leur et valeur de marché, etc. Dans la crise présente, les deux réalités peuvent subir des remises en cause, car elles sont liées : on peut constater aisément que les modèles intellectuels sont utilisés pour fonder les justifications des organisations. Toutefois, le risque existe que certains modèles soient préférés car ils valident des dispositifs jugés attractifs par les opérateurs.

2.3.1 Les modèles organisationnels

Le plus simple est le modèle *Originate to distribute* ou OTD : il semble bien affecté, sa fragilité est patente. Les inconvénients d'éloigner celui qui accorde le crédit de celui qui porte le risque sont mis en avant et les mesures proposées pour l'améliorer n'apparaissent pas très convaincantes. Pourtant, ce modèle est central et très révélateur de la tendance générale à transformer toutes les relations de l'ordre du financement en "produits", objets de transactions. Elle a recouvert progressivement tous les types de client (particuliers, entreprises) et tous les types d'emprunt (consommation, immobilier, exploitation, investissement et acquisition)¹³.

Le modèle de l'agence de notation est notre second modèle en crise. Dans le marché financier actuel, deux interprétations sont possibles. De manière classique, une agence évalue : elle permet donc, aux frais des émetteurs, de contribuer à une meilleure évaluation des risques financiers pour les investisseurs. C'est un point de vue optimiste. Un point de vue plus pessimiste fera apparaître l'agence de notation comme un instrument de déresponsabilisation des investisseurs et une aide précieuse au marketing dynamique des courtiers qui font commerce des titres. De fait, si la plupart des portefeuilles gérés comportent des limites en fonction des notes, peu d'acheteurs disposent d'analystes juridiques et financiers permettant de faire leurs diligences. Cette déresponsabilisation a été effectivement relevée dans des rapports officiels, comme celui mentionné précédemment¹⁴.

Il est à craindre, malgré tous les règlements de déontologie ou les tentatives de transparence possibles, que les efforts de correction de ces tendances soient peu efficaces. Aussi, une réforme structurelle radicale de ce modèle nous semble vraiment indispensable (voir ci-après nos propositions).

Le modèle de la *leverage finance*, traditionnellement cantonné au secteur des

¹³On pourra un point de vue sur cet aspect du problème dans Paul DEMBINSKI, *Finance servante ou finance trompeuse ?*, DDB, 2008, p. 94 sq.

¹⁴FSF WORKING GROUP, *op. cité*.

banques commerciales ou d'investissement, est le troisième modèle en crise. La période prolongée de taux d'intérêt à court terme bas a favorisé le développement d'une activité financière avec des leviers financiers, c'est-à-dire que le portage des actifs est principalement assuré par des prêts à des taux court terme : au sein des GSE, des courtiers (Brokers dealers), hedge funds ou par des structures ad hoc d'investissement (cas du Carlyle Capital Corporation). Or que constate-t-on ?

1. Les baisses de taux d'intérêt court terme ont des effets beaucoup plus forts sur la liquidité, c'est-à-dire le volume total de prêts à l'économie, que par le passé. Ceci a pour résultat d'écraser toute prime de risque et de maintenir le prix des actifs réels à des niveaux élevés. Et, à l'inverse, en cas de retournement d'assécher très rapidement et durablement les liquidités (ce que l'on observe aujourd'hui).
2. L'existence d'un secteur ayant pour seul objet de porter des portefeuilles de crédit pose une question de cohérence logique entre la nécessité affichée de la réglementation prudentielle liée à la détention de crédit à laquelle sont soumises les banques commerciales et l'absence totale de réglementation prudentielle pesant sur les structures *ad hoc*.

2.3.2 Les modèles intellectuels conventionnels

De notre point de vue, cela devrait être l'une des questions centrales de toute analyse face à une crise. Devant ce qu'on appelle généralement et faute de mieux "l'épreuve des faits", il est essentiel de s'interroger sur la pertinence ou de la robustesse du modèle sous-jacent qui existe toujours en amont des pratiques professionnelles. Ainsi Keynes¹⁵ concluait par ces phrases sa Théorie générale :

“les idées, fausses ou justes, des philosophes de l'économie et de la politique ont plus d'importance qu'on ne le pense généralement. A vrai dire, les hommes d'action qui se croient parfaitement affranchis des influences doctrinales sont d'ordinaire les esclaves de quelque économiste passé”.

On dirait en termes plus actuels que la théorie économique est *performative*, dans le sens où des énoncés formels prennent corps dans la réalité sociale et, en définitive, la créent. C'est cette performance de la théorie qui oblige à scruter avec attention les modèles conceptuels utilisés. Comme l'énonçait déjà Jean Baptiste Say :

¹⁵John Maynard Keynes in Théorie générale, Livre VI, chap. 24, dernière page, p 376 Payot 1982

“En administration, les grands maux ne viennent pas des exceptions qu’on croit devoir faire aux règles ; ils viennent des *fausses notions que l’on se forme de la nature des choses et des fausses règles que l’on s’impose en conséquence* (nos italiques)”¹⁶

Selon les propres termes de M. Greenspan, la question actuelle relative aux modèles économétriques et aux modèles de calcul de risque se poserait de la manière suivante : “comment nous sommes-nous trompés autant ?”¹⁷. L’éminent ancien gouverneur de la FED pose son diagnostic : les modèles sont trop simples pour capter la réalité et notamment pour anticiper les changements de rythme et les renversements de relation qui sont observés lorsque “on passe d’une période d’euphorie à une période de peur”. Sa conclusion est radicale : “nous ne serons jamais capables d’anticiper toutes les *discontinuités* (nos italiques) dans les marchés financiers”.

A partir de cet avis très général et teinté de fatalisme, une réaction naturelle serait de considérer inutile, voire dangereux car illusoire et donnant un sentiment fallacieux de sécurité, de travailler et de perfectionner les modèles statistiques et économétriques utilisés. De plus, en constatant que, comme tous les domaines relatifs aux engagements, il n’est pas possible d’utiliser la reproduction en laboratoire des phénomènes observés pour valider les théories par l’expérimentation, on serait renforcé dans cette attitude.

Il est pourtant nécessaire de parvenir à effectuer une critique adéquate du système axiomatique qui sous-tend la plupart des outils de calcul de risque et d’évaluation des crédits, pour pouvoir qualifier leur robustesse. Tout particulièrement, il est essentiel de s’interroger sur les “formes” du hasard qui sont implicitement utilisées dans les outils financiers ou intellectuels¹⁸.

Dans ce domaine relativement complexe, nous relevons deux points de vue qui nous paraissent intéressants, quoique éloignés des préoccupations ou des auteurs usuels en finance : celui de Bertrand de Jouvenel et celui de Claude Bernard. En 1964, Bertrand de Jouvenel faisait remarquer combien était curieuse la tendance des scientifiques à utiliser la distribution gaussienne (ou loi normale de l’erreur) :

“Nous assimilons aux défaillances de notre effort humain pour mesu-

¹⁶Jean Baptiste SAY in *Traité d’économie politique*, Livre 1er, ch. XVII.

¹⁷Alan GREENSPAN, “We will never have a perfect model of risk”, *Financial Times*, 17/03/2008.

¹⁸L’importance de ce point est souligné par Bertrand de JOUVENEL dans *L’art de la conjecture*, Editions du Rocher, 1964.

rer une grandeur qui n'a en fait qu'une valeur, des défaillances toutes semblables de la « Nature » à laquelle nous prêtons "l'intention" d'avoir imprimé en tous les sujets la même qualité au même degré, et qui n'y aurait réussi que dans la même mesure que nous-même, qui cherchons à trouver une seule et même estimation de la grandeur objectivement une." (*op. cité*, p. 368)

Il semble assez clair que le substrat intellectuel des économistes est de trouver davantage d'ordre que de chaos dans l'observation des faits, accréditant ainsi l'existence de la fameuse main invisible d'Adam Smith ou l'ordre spontané de Walras. Claude Bernard, quant à lui, considérait que :

“Les phénomènes vitaux ont bien leurs conditions physico-chimiques rigoureusement déterminées, mais en même temps ils se subordonnent et se succèdent dans un enchaînement et suivant une loi fixée d'avance ; ils se répètent éternellement avec ordre, régularité et constance en vue d'un résultat qui est l'organisation et l'accroissement de l'individu, animal ou végétal.”

Pourrait-on conjecturer que l'existence de lois stationnaires sous-jacentes aux phénomènes aléatoires rencontrés en finance semble évidente à la plus part des opérateurs, qui transposeraient ainsi dans l'ordre social et économique la conception biologique du vivant.

Par exemple, une démarche historique et épistémologique sur l'origine des modèles mathématiques de la finance contemporaine a fait apparaître que le cadre conceptuel sous-jacent à la plupart des modèles opérationnels de contrôle de risque et de gestion des portefeuilles était celui de la philosophie des Lumières du XVIII^e siècle : une calculabilité et une prévisibilité parfaite des phénomènes sociaux, selon les programmes de Turgot et de Condorcet¹⁹. De plus, ce cadre conceptuel utilise comme outil statistique et probabiliste principal la distribution gaussienne (synthèse de Laplace de 1809) relayée par la théorie des moyennes d'Adolphe Quételet (théorie de l'homme moyen de 1835)²⁰. Puis le modèle standard des variations boursières posé par Louis Bachelier de 1900 introduira pour presque un siècle le mouvement brownien en finance, dont les accroissements indépendants et stationnaires sont dis-

¹⁹Voir les travaux poursuivis par Christian WALTER et Eric BRIAN dans le cadre du programme de recherche *Histoire et épistémologie de la finance*, Maison des sciences de l'homme, et EHESS, Centre Maurice Halbwachs.

²⁰Voir par exemple Christian WALTER, "La gestion indicielle et la théorie des moyennes", *Revue d'économie financière*, 2005.

tribués selon la loi de Laplace-Gauss.

Or ce monde gaussien est un monde serein où le hasard est très “lisse”, très “sage” : les trajectoires des actifs sont continues et il n’existe pas, *par construction*, ce que M. Greenspan appelle des *discontinuités*. Il est donc clair qu’il faut quitter cette représentation du monde, qui a peut-être eu son utilité il y a un siècle, mais qui est devenue d’autant plus dépassée que les *chocs* (donc des événements non gaussiens) se répètent et qu’il faut absolument les intégrer dans les stratégies financières et les modèles de risque. Un progrès dans le domaine de la modélisation est donc indispensable aujourd’hui.

Or, il est bien connu depuis longtemps par les probabilistes, et en particulier par l’école française de probabilité, qu’il existe des processus aléatoires qui conservent la propriété du mouvement brownien qui semble tant plaire aux financiers (avoir des accroissements qui soient indépendants et stationnaires) mais qui peuvent aussi inclure des discontinuités trajectorielles fortes que le mouvement brownien ne peut pas produire. Ces processus ont été mis au point par le grand mathématicien français Paul Lévy dans les années 1920 (et portent donc son nom : les processus de Lévy). Ils ont été redécouverts dans les années 1960 par Benoît Mandelbrot pour une de leur forme (dite α -stable), puis dans les années 1990 par les financiers probabilistes français et allemands pour une autre de leur forme (dite non stable). Des applications à la finance ont été réalisées mais ces modèles restent pour le moment dans le placard des revues universitaires. Il serait peut-être temps de les y en faire sortir et de proposer leur application dans les contrôles de risques des établissements financiers et bancaires.

Considérons par exemple la modélisation du risque de crédit. Ce serait presque le domaine par excellence où les outils encourent les remises en cause les plus lourdes et les plus urgentes, puisque tout le système repose sur la détermination de prix “justes”. Or, beaucoup d’outils intègrent des travaux de qualité limitée, s’appuyant souvent sur des séries trop courtes parfois pour véritablement avoir une bonne capacité. En fait, tout se passe comme si *la rapidité du développement du marché de la titrisation avait réduit l’exigence des professionnels*. Or, une application des processus de Lévy a été effectuée récemment²¹ et les résultats ont fait apparaître combien les valeurs trouvées étaient plus réalistes qu’avec des mouvements browniens. Ainsi, on peut estimer que les outils existants ont causé une *sous-estimation des risques très forte*,

²¹Voir Olivier LE COURTOIS et François QUITTARD PINON, *Risk neutral and actual Default probabilities with an endogenous bankruptcy jump diffusion model* Asian Pacific Financial Market, 2006.

de 2 à 5 fois dans les 5 premières années du crédit. Cette sous-estimation a été mesurée *avant la crise* (l'article avait été écrit en 2005 et publié en 2006). Il apparaît donc urgent de promouvoir et de diffuser des méthodes plus adaptées que celles que l'on trouve aujourd'hui chez les professionnels, et qui existent déjà dans la recherche universitaire.

En résumé, nous estimons que la crise des modèles intellectuels dont les conséquences ont atteint le coeur du système financier est une occasion historique de se dégager de concepts dépassés et inaptes à rendre compte des réalités financières présentes et futures.

Nous pensons que cela permettra de sortir de la situation actuelle que l'on pourrait illustrer en reprenant l'histoire classique du fou qui, la nuit, cherche sa clé, non pas là où elle pourrait être, mais à l'endroit éclairé par un lampadaire. Aujourd'hui, l'ensemble des acteurs n'est-il pas en train de chercher la clé de la sécurité sous l'éclairage d'un lampadaire gaussien ?

2.4 La crise du système monétaire et financier international

Si le système bancaire occidental est profondément atteint, peut-on dire que cela remet en cause le modèle du système monétaire et financier international ?

Ce sujet est vaste et justifierait de longs développements. Toutefois, de façon synthétique, ceci pourrait être résumé dans l'analyse de ce qui a été appelé, depuis 2003, le système de Bretton Woods II²². Les auteurs de cette dénomination ont mis en avant la libéralisation des échanges avec l'Asie et ses effets dans un cadre de change quasi-fixe : l'accumulation de réserves de change colossales dans cette zone (de 250 milliards de dollars US en 1997 à 5 000 milliards en 2008), fruit de déficits commerciaux durables non moins massifs. Cela permet à ces pays d'investir ou de financer les pays déficitaires avec ces réserves ce qui renforce une activité qui fait accroître encore réserves et déficits.

Rien de nouveau sous le soleil !

Il s'agit d'une analyse analogue à celle faite par Jacques Rueff dès les années 1950, d'ailleurs cité par les auteurs. Ils décrivent la façon dont les Etats Unis ont utilisé leur rôle central dans le système de Bretton Woods (1949-1971) à leur bénéfice

²²A la suite de Michael DOOLEY *et al.*, *An essay on the revived Bretton Woods System*, NBER, 2003.

certes, mais aussi en faveur des pays ainsi dynamisés. Fiction ou non, le dispositif est le même avec l'Asie : fixité des changes, financement des dettes américaines et libéralisation des échanges. Cette fois, la partie financière de l'accord est implicite mais ceux sur le commerce sont, eux, formalisés (OMC depuis 1995).

Toutefois à ce stade, on peut défendre le système comme étant globalement positif car, en contrepartie d'un niveau de vie élevé accordé aux américains, il organise de fait une dynamisation de zones économiques pauvres, sans capital leur permettant d'accéder à des niveaux de vie eux aussi appréciables. Ce fut le cas de l'Europe et du Japon dans les décennies 1950 et 1960, puis des "dragons et tigres" asiatiques dans les années 1980 et 1990 puis de la Chine actuellement. C'était l'avis de ces auteurs qui insistent sur la nécessité de trouver régulièrement une zone qu'ils appellent périphérique pour maintenir la dynamique d'ensemble, ils citaient l'Inde alors.

Ainsi l'origine de la financiarisation de l'économie internationale ne se trouve, non pas seulement dans l'initiative débridée de quelques financiers, mais surtout dans la gestion de ces masses de capitaux qui se sont déversées sur les Etats-Unis. Elles ont produit des hausses durables des prix des actifs de toute nature, contribué à maintenir les taux à très bas niveaux (c'est l'explication du fameux "conundrum" obligatoire de M.Greenspan²³), d'autant plus que l'investissement productif américain est resté modeste. Les banques centrales, par ailleurs étant inactives à cause du maintien de prix très sages.

Toutefois, force est de constater que, ni les banquiers centraux et la FED en particulier, ni les soi-disants superviseurs, pas plus que les professionnels n'ont identifié les points de fragilité de leurs actions et de leurs systèmes que nous avons décrits et qui ont contribué à accentuer les tendances : plus de dettes, plus de bulles²⁴.

Tout ceci nous fait adhérer au diagnostic présenté par certains auteurs d'un système peu clairvoyant quant à la prévention et peu performant pour la gestion des risques systémiques. Et nous fait donc conclure, une fois encore, à la nécessité de réformes structurelles fortes. Elles le sont d'autant plus que ce système s'épuise car, en reprenant la terminologie de Dooley, les pays candidats prêts à rejoindre la périphérie, une fois la Chine intégrée au coeur de ce dernier, pèsent peu.

²³C'est à dire l'énigme des taux présentée par celui-ci dans ses mémoires : *Le temps des turbulences*, JC Lattès, 2007, p. 483 sq.

²⁴Sans faire d'autres critiques plus structurelles sur la pertinence de ce dispositif comme ce que l'on peut le trouver dans certains travaux. Voir par exemple Chris DIALYMAS *et al.*, *Renegade Economics : The Bretton Woods II Fiction*, Pimco, juin 2007.

Au total, il est certain que le niveau des risques atteint actuellement pour l'ensemble des économies (développées ou non) est particulièrement grand. Certains parlent de risques de crise analogue à celle de 1929. Toutefois, il est toujours difficile de valider aisément cette sorte de raisonnement comparatif car, comme on dit, "le pire n'est jamais sûr".

Cependant, les transferts de capitaux ont été trop rapidement massifs que ce soit en faveur des pays exportateurs, des pays producteurs de pétrole ou de matières premières, et financés de fait, non par une création parallèle de richesse, mais par de la dette, dont on mesure actuellement la fragilité. L'état de bulle globale dont nous avons qualifiée la situation du système économique mondial, donne une idée des dangers objectifs mais aussi de l'arrivée dans une zone où la fin de cette situation qui aura duré près de dix ans semble probable. De plus, il est à craindre que les difficultés en cours ne fassent apparaître bientôt les problèmes classiques des pays massivement et brutalement excédentaires : des surcapacités d'investissements peu ou pas rentables, accélérant là aussi les effets des retournements.

Sans choisir le plus pessimiste des scénarios, les conditions actuelles devraient déboucher à terme sur une croissance durablement médiocre aux Etats-Unis, et en Europe, ainsi qu'à un affaiblissement du dollar.

3 Conclusion : quelques réformes à privilégier

Pour apporter une tonalité positive à cette analyse, nous terminerons sur trois propositions de modifications, moins pour soigner les effets (beaucoup s'en occupent actuellement) que pour prévenir le retour à une telle situation. Nous les avons choisies pour prévenir les causes structurelles qui se sont avérées, à notre avis, les plus actives. De plus, elles ne nécessitent pas de réformes lourdes à conduire sur le plan réglementaire ou législatif et peuvent être appliquées rapidement des deux côtés de l'Atlantique.

1. Mise sous réglementation et surveillance bancaire de toute entité portant des crédits adossés à des financements.

Motifs :

Limiter la croissance de la *leverage finance* sans contrepoids en fonds propres. Et réduire de facto la *self regulation* de ces montages (auto détermination des règles prudentielles).

Moyen :

Ceci peut se faire simplement par consolidation systématique dans les comptes d'un groupe bancaire qui sera qualifié de *sponsor* (ce processus est naturellement en cours du fait des engagements de liquidité). Ceci passe par un aménagement de normes comptables IFRS et US GAAP, et complétée éventuellement par une modification de Bâle II et des règles US.

2. **limiter dans la comptabilité de la “finance à levier”, mais surtout dans le secteur des investisseurs institutionnels²⁵ l'utilisation de la valeur de marché pour la détermination des résultats comptables.**

Motif :

Limiter les effets pro-cycliques à la hausse et à la baisse.

Moyen :

- (a) Un profit ou une perte ne devra être constatée qu'à l'occasion d'une cession définitive.
- (b) La créance étant enregistrée en coût historique corrigée en cas de pertes futures avérées.

Cela passerait, notamment dans les IFRS, par un desserrement des contraintes pesant sur la gestion des titres *held to maturity*.²⁶ dont l'usage devrait être la règle et non pas l'exception quasi interdite par des conséquences très lourdes pour la société lorsqu'elle cède des titres enregistrés dans cette catégorie²⁷.

3. **Suppression des agences de notation financées par les émetteurs ou les courtiers et promotion des sociétés d'analyse financière privées**

²⁵A l'opposé de ce qui s'est mis en place avec les IFRS pour les sociétés d'assurance et sera accentué avec les règles en cours de finalisation de Solvency II.

²⁶On voit au travers de ces deux suggestions qu'un enjeu crucial, pour les autorités européennes, serait la reprise en main de l'organisme qui fixe ces normes, l'IAS Board. Quand on analyse les résultats de l'application systématique de leurs choix. Il serait temps d'ouvrir plus largement les instances de décisions et de travail notamment aux universitaires, et de fixer des objectifs de modalités et de principes de comptabilisation plus robustes.

²⁷Cette position est celle de l'IBFed, la Fédération Bancaire Internationale . Elle justifie sa position en soulignant le caractère inapproprié du systématisme de l'application de la juste valeur, voir par exemple sa contribution à une consultation de l'IASB, d'avril 2008 ou dans la Revue Banque de Juin 2008 un article de Marc Becquart exposant cette position.

financées par contrat par les investisseurs ou leurs organisations professionnelles.

Motifs :

- (a) Etablir une séparation franche entre les émetteurs ou les promoteurs d'opérations financières et les agences de notation.
- (b) Promouvoir l'acquisition de compétences spécifiques chez les acheteurs.
- (c) Remplacer le système de la note par celui l'analyse prenant en compte la nature de la société, du montage...

Moyen :

Financer les structures au niveau des associations professionnelles : banques, assureurs, fonds de pensions. On trouvera en annexe une proposition de système faite par un professionnel. La réforme toucherait peu de structures du fait de leur l'extrême concentration.²⁸ Il n'est donc pas insurmontable d'organiser la transition.

Il est certain que ces trois mesures ont un caractère abrupt et peuvent sembler irréalistes à beaucoup car elles affectent des consensus solides ou des acteurs puissants et structurels du système financier. Toutefois elles sont fondées et réalistes, leurs mises en oeuvre sont relativement aisées.

Elles sont surtout à la mesure d'une crise dont nous avons décrit l'ampleur et la durée inédite et qui appelle de ce fait non pas des replâtrages ou des incantations mais des mesures structurelles visant à donner au secteur la capacité de concevoir et de gérer les chocs toujours possibles de façon plus équilibrée et juste.

²⁸Il est notamment frappant de voir les autorités traiter le sujet des agences de notations sous l'angle d'une catégorie d'intervenants au travers de groupes d'experts, de rapports, etc, comme cela est fait pour traiter d'un marché avec beaucoup d'intervenants alors qu'il n'y a que moins d'une dizaine d'acteurs crédibles. La vraie faiblesse du système est justement moins la qualité de l'intervention, la transparence, que la concentration qui facilite comme nous l'avons souligné plus haut la construction de consensus éventuellement peu pertinents.

A Annexe 1 : pour prolonger la réflexion

L'analyse des phénomènes liés à la crise et la recherche de causes permet de dégager des tendances profondes des organisations actuelles, mais également de réfléchir aux attitudes. J'en releverai au moins trois.

A.1 Performance

Performance, c'est à dire la tendance à faire considérer comme résultant de la nature des choses les conséquences de ses propres choix.

L'exemple le plus frappant est celui de l'organisation économique mondiale. On a pu lire dans les parties précédentes que la tendance à l'augmentation généralisée de la dette mondiale et particulièrement américaine n'était pas le fruit du hasard ou des circonstances, mais le *résultat d'un système cohérent et pensé comme tel*, organisé à partir de la mise en place de relations internationales permettant le fonctionnement de la loi de Ricardo-Mill dite de l'avantage comparatif. On sait que cette loi fonde la certitude "scientifique"²⁹ pour tous ses promoteurs dans le monde entier, selon laquelle la situation future du monde parviendra à un optimum économique qui aura amélioré l'activité de tous les pays qui y participent, quand bien même il faudrait passer par des déséquilibres ou des transformations pénibles, qui ne seraient évidemment que temporaires.

Cette situation repose sur une zone de change quasi fixe au moyen d'accords implicites (excédents commerciaux systématiquement réinvestis dans la monnaie du pays déficitaire par le pays excédentaire : cas de la Chine ou du Japon) ou explicites (système du Peg³⁰) et sur une augmentation des flux commerciaux. Ce système pérennise actuellement le privilège du dollar acquis avec l'accord de Bretton Woods. Il est *théorisé et suivi*. Ainsi en août 2004, le prix Nobel Paul Samuelson faisait paraître une étude pour confirmer que, malgré les critiques que l'on pouvait entendre, les conditions du commerce avec la Chine étaient correctes pour que l'équilibre de Ricardo-Mill s'applique³¹.

²⁹Les guillemets indiquent ici que nous n'entrons pas dans le débat sur la scientificité de l'économie, mais prenons comme telle l'affirmation de certains économistes de la revendiquer. On ne cherche pas non plus à s'interroger sur des grandes notions telles la "nature de la science", etc.

³⁰Affichage d'un lien fixe de la monnaie nationale avec un panier ou une devise, en général le dollar, c'est le cas de plusieurs pays asiatiques.

³¹Paul SAMUELSON, "Where Ricardo and Mill rebut and confirm arguments of mainstream eco-

Toutefois ce dispositif général n'est pas formalisé de façon explicite par un ensemble de traités internationaux. Il résulte davantage d'un consensus établi de façon démocratique au sens du mécanisme relevé par Tocqueville dans son voyage aux Etats Unis en 1831 et décrit dans ses ouvrages³². C'est un exemple de ce que nous avons qualifié plus haut de *performatif* (voir au paragraphe 2.3.2, p.19) : des choix ou des conceptions théoriques créent une situation réelle, illustrant de manière presque emblématique le fait que l'économie réelle "est encadrée, non pas dans la société, mais dans la science économique"³³. En risquant une audacieuse paraphrase, on pourrait dire que "la théorie *parle* et ce qu'elle dit *existe*; elle *commande* et ce qu'elle dit *survient*"³⁴. C'est le philosophe anglais Austin qui a introduit la notion d'énoncé performatif, dans le sens où des énoncés *font* quelque chose dans le monde réel³⁵. Le linguiste français Emile Benveniste rappelait d'ailleurs que le mot "performatif" (dans l'acception d'Austin) renvoyait à l'ancien français "parformer" : donner forme au réel.

Pourtant toute cette organisation qui participe bien d'une *mise en forme du monde* n'est (mystérieusement ?) que très rarement commentée. En revanche, on y fait à maintes reprises référence en insistant sur le fait qu'il ne s'agit pas du résultat d'un choix, mais d'une nécessité quasi organique. Etrange... Jacques Rueff qui, dès les années 1950, avait envisagé les déséquilibres observés, est bien oublié de la pensée économique et politique actuelle.

Il est aussi tout à fait intéressant de remarquer que l'appellation utilisée change selon les pays. Par exemple en milieu anglo-saxon, il est fait référence à la *globalization*; en France on parle de *mondialisation*. Cette différence terminologique n'est pas, de notre point de vue, sans intérêt. En effet, nous serions tentés de répondre en disant que le choix de ces termes ressort davantage d'une stratégie de communication visant à en faire accepter les conséquences immédiates que d'une désignation adéquate. Ainsi, pour les premiers, le terme évoque la stratégie mise en oeuvre depuis de nombreuses années dans les milieux d'affaires dont l'objectif est d'agrandir la zone d'achalandise des produits, soit pour augmenter la production, soit pour créer une rareté relative afin d'augmenter les prix et les profits. Elle est intégrée dans la culture de ces pays, traditionnellement marchands et à dominante maritime. En

nomist support globalization", *Journal of Economic perspectives*, vol 18 (3), summer 2004.

³²Voir Alexis de TOCQUEVILLE, *De la démocratie en Amérique*, tome II.

³³Comme l'exprime Michel CALLON (ed.), *The Laws of the Markets*, Oxford, Blackwell, 1998.

³⁴Pour reprendre mot à mot les termes du Psaume 32, v. 9.

³⁵J.L. AUSTIN, *Quand dire, c'est faire*, Seuil, 1970.

France, l'appellation retenue est adaptée à la tendance culturelle à l'universalisme que partage toute les couches de la société. Qui donc pourrait (ou oserait) s'opposer à l'ouverture et la connaissance des autres cultures ?

A.2 Réification

Il s'agit de la tendance à transformer en objet ce qui est de l'ordre de la relation dans le temps et ses conséquences.

Ce point a été relevé par Paul Dembinski³⁶. Cette tendance à réifier ce qui est de l'ordre de la relation future est particulièrement forte. La structuration des relations économiques autour du *marchand* pousse à cette tendance. Dans le mouvement de titrisation, la sophistication des produits mise en avant ne résidait pas nécessairement dans les concepts utilisés mais principalement dans la recherche effectuée pour parvenir à décomposer en objets séparés des relations futures, comme par exemple vendre séparément les intérêts et les remboursements. Et ceci afin, disait-on, de répondre à des besoins de clients.

La recherche de la valeur de marché et son utilisation que nous avons qualifiée d'idéologique à cause du systématisme promu par les organismes concepteurs des normes comptables (en Europe l'IAS Board) est, nous semble-t-il, un autre aspect de la même tendance. Aujourd'hui, à l'épreuve des faits, on ne peut que constater la faiblesse de la pertinence de ces concepts appliqués à des engagements, c'est à dire à des événements futurs, certains dans le cas de contrats de crédit par exemple, ou incertains dans le cas de contrats optionnels ou assurantiels.

La performance des systèmes qui en découlent dépend bien évidemment du sérieux des outils utilisés et des pratiques professionnelles. Nous avons vu plus haut comment la crise actuelle met en évidence des failles conceptuelles majeures. Mais les désordres relevés ressortent-ils uniquement de la médiocrité des outils ou des pratiques ? De notre point de vue, c'est la question centrale. A première vue, pour les autorités et les instances internationales, la question est simple et les réponses sont directes et sans hésitations. Ainsi par exemple, la lecture du rapport final du FSF déjà cité ne montre aucune remise en cause structurelle, ni aucune hésitation sur la réflexion. L'origine structurelle des défaillances semble pouvoir être résumée par un défaut généralisé de *transparence*. Le rapport ne préconise dès lors que des renforcements de normes prudentielles, des nouvelles procédures réglementaires pour l'at-

³⁶ *op. cité.*

teindre. De fait, on a l'impression que se dégage dans les organismes régulateurs une identité conceptuelle entre *transparence* et *sécurité*. La seconde est atteinte lorsque la première est parfaite et réciproquement.

Cette attitude nous semble être le résultat soit d'une volonté de ne pas apprécier la qualité des produits et transactions proposées par les professionnels, soit une méconnaissance acceptée et durable de ceux-ci. Dans cette situation le régulateur ne régule pas les produits mais uniquement les avertissements aux consommateurs, les fameux *disclosures*. Mais est-ce suffisant ? L'utilité sociale de ce type de régulation nous semble bien réduite.

De notre point de vue, le principal défaut de cette attitude est son incapacité à intégrer *l'incertitude*. Nous avons vu que les modèles actuels ont une conception du hasard limitée, assimilable à l'erreur de mesure. En revanche, l'incertitude n'est pas traitée.

Comment pourrait-elle être définie ? Il est bien connu aujourd'hui qu'il existe deux grandes conceptions de la nature du hasard, dont on trouve les prémisses chez les philosophes grecs. Dans le premier cas, le hasard est compris comme la conséquence de notre ignorance sur l'état des choses, en d'autres termes, comme un reflet de notre manque d'information sur le monde. Au XIX^e siècle, Laplace représente ce premier courant de pensée. Au début du XX^e siècle, Poincaré s'inscrira aussi dans la ligne de Laplace. Il choisira le déterminisme absolu et invoquera la complexité des causes et des lois pour expliquer leurs méconnaissances. Il croit en l'existence du démon de Laplace, cet être omniscient qui, connaissant parfaitement tout de tous les états du monde à un moment donné, pourrait en prévoir l'évolution future sans aucune erreur ni incertitude. Il n'y aurait plus de hasard car la *transparence* du monde laisserait *voir* son futur. Dans le deuxième cas, il est considéré que le hasard est une propriété intrinsèque de la matière (cause efficiente par accident du côté de la cause) : *l'imprévu* représente donc un signe privilégié de la puissance de la matière (au sens de la distinction acte / puissance). Au XIX^e siècle, Augustin Cournot incarne cette seconde conception et, parmi les références qui existent sur cette distinction classique, on pourra consulter Pierre VENDRYÈS, dans *Vie et probabilité*, Albin Michel, 1946. En effet, il met en évidence le caractère aléatoire des relations lorsque les systèmes qui interagissent sont indépendants. De fait, cette indépendance crée des discontinuités entre le sujet observé et son milieu en rendant possibles plusieurs événements à partir des mêmes causes. Appliquée aux organismes vivants, il souligne que cette caractéristique n'est pas exclusive d'une dépendance au milieu, lorsque par exemple les conditions physiologiques dépendent des conditions extérieures, mais le

sujet peut s'en extraire au moins temporairement.

On désigne généralement la première conception par le terme de "hasard subjectif", et la seconde par "hasard objectif" : de manière triviale, on pourrait dire que le hasard est, soit attaché à l'observateur, ("subjectif"), soit dans les choses observées ("objectif").

En appliquant ce schéma conceptuel à l'économie et à la finance, il semble bien que ce soit la conception laplacienne qui irrigue les contenus des modèles et des recommandations des régulateurs et des rapports divers³⁷. Il est tout à fait intéressant d'observer que, même les plus critiques des économistes apparentés à la gauche américaine, comme le prix Nobel Joseph Stiglitz, prônent une amélioration de la transparence comme remède à la crise actuelle³⁸. De plus, comme nous l'avons déjà dit plus haut, il s'agit d'une véritable entreprise de performance à grande échelle : vouloir par cette transparence rapprocher le monde réel du monde théorique de l'économie néoclassique. Nous disons ici notre conviction selon laquelle les régulateurs sont en pratique les continuateurs des déterministes laplaciens, en ce qu'ils exigent plus de transparence financière pour réduire les aléas de l'économie.

Ils s'y épuiseront. Et le coût social des règles sera au fur et à mesure d'autant plus lourd qu'elles sclérosent les entreprises (menace que le pragmatique Greenspan a toujours mise en avant) et ceci sans éliminer le risque, parfois même (nous le voyons aujourd'hui) en l'augmentant.

Que faudrait-il faire ? Tout simplement reconnaître que dans l'économie, les entreprises et les organisations publiques qui en établissent les règles, il existe des systèmes indépendants entre eux : en particulier toutes les organisations humaines, Etats, entreprises et bien sûr les hommes eux-mêmes. Ces acteurs s'influencent et ont des *rationalités différentes*. Elles sont repérables, parfois réglementairement normées mais toutes leurs actions ne sont pas fatalement déterminées par les mêmes causes. Il existe des contextes structurants différents. De nombreux travaux de recherche en économie ont fait apparaître cette nouvelle vision des comportements, qui s'oppose à la vision néoclassique traditionnelle. D'un point de vue professionnel, on pourrait dire que les analystes classiques des entreprises qui appréhendent la valeur à partir d'hypothèses raisonnables avec des marges de sécurité ont une vision plus pertinente des réalités sous-jacentes aux titres émis par des entreprises que les

³⁷Sur l'influence de la physique du XIX^e siècle sur l'économie du XX^e siècle, on pourra aussi lire Philip MIROWSKI, *Plus de chaleur que de lumière*, Economica, 2001.

³⁸Voir Joseph STIGLITZ, *La grande désillusion*, Fayard, 2002.

économistes standard formés à la théorie des préférences.

Nous avons dit que, selon nous, l'incertitude résultait du passage de l'*individuel* au *collectif*, lorsque interagissent des systèmes ou des acteurs indépendants qui produisent de la complexité, et que cette incertitude n'était pas réductible comme l'est le hasard laplacien. Car le collectif qui émerge de l'agrégation des acteurs individuels est davantage que l'addition de la pensée de chacun de acteurs. D'où précisément l'incertitude. De plus, comme nous entrons en contact avec la réalité à partir de notre subjectivité, la question est donc celle de la connaissance de notre environnement incertain. Nous sommes donc en désaccord avec le paradigme actuel de l'économie de l'information qui irrigue la pensée des régulateurs, et serions davantage en faveur d'une économie subjective de la connaissance, dans laquelle l'incertitude aurait toute sa place.

Ainsi notre souhait serait double : que le métier (dans le sens d'une expérience pratique confrontée à des contextes différents) retrouve son importance face à aux organisations au lieu de s'y effacer ; et que l'homme réel (dans le sens où ses choix construisent les préférences bien plutôt qu'ils ne les révèlent) retrouve son rôle dans la pensée des régulateurs et la construction collective de la confiance. Son rôle étant précisément d'affronter l'incertitude³⁹.

A.3 Systématisation

Les marchés financiers et les activités bancaires font apparaître une forte tendance à tout systématiser. Ce mouvement s'observe en de nombreuses occasions et à différents niveaux, que ce soit en matière d'organisation globale des entreprises ou des pratiques particulières.

On remarquera tout d'abord que le système bancaire et financier ne propose plus de modèles réglementaires d'organisation depuis la promotion de la banque universelle au début des années 1980 et son adoption comme référence des réformes bancaires britanniques, hollandaises, françaises et enfin américaines. La seule stratégie dans un tel cadre semble être de créer des ensembles bancaires et financiers de plus en plus gros et intervenants dans toutes les activités et tous les pays. La spécialisation et la concentration sur un métier ou sur un territoire ne sont plus

³⁹C'était en particulier ce que rappelait déjà en 1755 Richard CANTILLON dans son ouvrage *Essai sur la nature du commerce en général*, qui pose les cadres d'une économie de l'incertitude avant sa réduction en économie de marché qui apparaîtra avec le modèle néoclassique.

considérées, à quelque exceptions près, comme exemplaires mais plutôt comme des survivances d'états antérieurs. Aussi il peut paraître paradoxal que, dès qu'une stratégie, une organisation est jugée efficace, ses promoteurs la montrent en exemple, et assure la promotion de ce qui n'est plus une "expérience", mais est devenue un "modèle".

Dans le corps de la note nous avons explicité plusieurs modèles qui sont nés de cette systématisation, le modèle bancaire "OTD", la titrisation généralisée comme moyen courant de refinancement du système bancaire, mais on pourrait également relever la diffusion de système de contrôle identiques ou la généralisation de l'intervention en capital dans les modalités dites du *private equity*. Cette façon de procéder paraît donc être une norme de comportement des financiers. Elle s'accompagne d'une véritable stratégie de communication qui passe par la recherche quasi marketing de mots pour nommer les pratiques. Ceci provoque une éclosion de sigles, dont il est facile de s'apercevoir que peu de professionnels savent exactement ce qu'ils recouvrent, et ce, d'autant plus que les contenus évoluent. Mais dès qu'une appellation devient commune la généralisation de l'activité en est d'autant facilitée. Le mouvement est parfois si puissant que les acteurs qui exerçaient leur activités dans un des domaines objets d'une systématisation, adoptent les nouvelles terminologies et ajustent leurs comportements.

Un autre exemple récent et très significatif de ce phénomène peut être trouvé dans l'émergence de la gestion dite *alternative* ou *hedge funds*. Rappelons que sous ce vocable sont gérées des masses colossales de capitaux, de l'ordre de 1 000 milliards de dollars aux Etats Unis et de l'ordre de 500 milliards de dollars en Europe. Ces gestions se sont constituées surtout à partir du milieu des années 1990, sur des bases extraterritoriales, Iles Caymans ou autres, pratiquement sans contrôle. Elles ont rassemblé des gérants pratiquant des méthodes de gestion, ayant des capacités de prises de positions, des normes de liquidité ou des règles de valorisation en complète contradiction avec les règles officielles construites aux Etats Unis et en Europe. Dès lors le mot *alternatif* découlait de cette situation. L'existence du vocable a permis la promotion de ces structures hors de tous cadres réglementaires, dans les réseaux commerciaux, les supports de presse, de créer des sociétés spécialisées de gestion ou de conseil et de réaliser des études à but scientifique pour leur trouver une place dans la théorie financière du portefeuille dominante. Cette très étonnante situation devient d'autant plus paradoxale que le principal argument de ces gestions alternatives est, selon leurs argumentaires, "leur moindre corrélation aux marchés", et donc qu'elles présentent un "meilleur couple risque-rendement" que les supports

classiques de gestion. Résumons sous forme lapidaire : la gestion alternative est une forme de gestion plus performante, moins risquée que celles promues par les organismes de régulation gouvernementaux... On serait en droit de demander l'utilité de ces réglementations et le sens qu'elles ont au niveau social. Dans ce domaine la réussite de la promotion de ce nouveau modèle est telle que les gestionnaires ne peuvent pratiquement plus utiliser leurs techniques dites alternatives de gestion dans un fonds conforme à un cadre réglementaire même s'il est possible de le faire, commercialement cela ne passe plus.

Au total, on voit que ce phénomène dépasse la simple recherche de diffusions les plus larges possibles de produits et services mais s'avère surtout un moyen de légitimation de pratiques, non seulement en l'absence de réglementation (cas de la généralisation de la titrisation) mais aussi contraires aux lois (cas de la gestion alternative).

Il y a là une cohérence entre ces phénomènes et la vision libérale classique selon laquelle des pratiques sont admises comme bonnes dès lors qu'elles sont reconnues comme utiles pour satisfaire des besoins du marché. La notion de marché, lieu de confrontation des offres et des besoins solvables, est centrale dans cette conception. Nous en avons noté pourtant plus haut l'ambivalence et le flou des réalités qu'elle désigne. Cette conception libérale de l'organisation économique imprègne actuellement les principaux centres de décision. Alain Greenspan témoigne ainsi dans ses mémoires : "Les idées d'Adam Smith sur l'initiative individuelle et le pouvoir des marchés, qui naquirent au Siècle des Lumières, sortirent de l'ombre à partir des années 1930. Smith exerça sur moi la plus profonde influence intellectuelle. Je fus également marqué par la pensée de John Locke..."⁴⁰.

Lui-même s'efforça jusqu'au bout de son mandat de préserver les professionnels du pouvoir des agences gouvernementales. Il dit ainsi dans ses mémoires : "J'étais parfaitement conscient que les autres banques et les *hedges funds* étaient les mieux placées et les mieux équipées... que les agences de régulation financière de gouvernements... Quelque brillants que soient certains contrôleurs bancaires..."⁴¹. Ainsi il s'est opposé à la volonté de la SEC (Securities Exchange Commission) de rendre obligatoire l'inscription des gérants alternatifs sur une liste. Il dit également plus loin " Ils [les *hedges funds*] sont essentiellement non régulés et j'espère qu'ils le resteront." De même, ayant en charge la surveillance réglementaire des banques il n'a pas su, ni voulu prendre les mesures préventives face aux transformations observées

⁴⁰ *op. cité.*

⁴¹ *op. cité*, p. 475.

de leur mode de refinancement.

De fait il est remarquable qu'à aucun moment un effort rationnel de cohérence n'est entrepris pour essayer de valider des pratiques voire de les généraliser. Alan Grennspar n'y fait pas même pas allusion. Et le fait de voir détourner *de facto* les règles sur la gestion des fonds, ou les normes réglementaires de fonds propres minimums ni ne le choque, ni ne lui fait se poser de question *a priori*. Les seules tentatives, dans un tel contexte intellectuel, pour généraliser des normes passent par des apparences identiques de recherche de consensus entre professionnels où le politique n'a pas, apparemment, de place. Les spécialistes auront ainsi en mémoire le rôle de l'IAS Board, association totalement privée, aux règles de désignation des administrateurs relativement opaques, qui a conçu, organisé et impose actuellement la normalisation comptable en Europe au travers des IFRS.

Ainsi la conception libérale de l'économie rend *a priori* admissible toute pratique que des professionnels (le marché) auront reconnue comme utile, mais il faut comprendre pourquoi la systématisation, institutionnelle ou non, est nécessaire dans un tel cadre qui aurait théoriquement moins besoin que d'autres de ce type de norme générale. Pour cela on peut faire un parallèle avec le fonctionnement des démocraties tel que le décrit Tocqueville. Il montre comment l'égalité des conditions affaiblit chacun et rend difficile le changement des opinions :

“Toutes les fois que les conditions sont égales, l'opinion générale pèse d'un poids immense sur l'esprit de chaque individu ; elle l'enveloppe, le dirige et l'opprime... A mesure que tous les hommes se ressemblent davantage, chacun se sent de plus en plus faible en face de tous. Ne découvrant rien qui l'élève fort au dessus d'eux et qui l'en distingue il se défie de lui-même dès qu'ils le combattent, non seulement il doute de ses forces, mais il en vient à douter de son droit, et il est bien prêt de reconnaître qu'il a tort, quand le plus grand nombre l'affirme... cela favorise merveilleusement la stabilité des croyances...”⁴²

Ainsi de façon structurelle, si l'analyse de Tocqueville est pertinente, ce consensus, cette pensée unique alliée éventuellement avec le pouvoir réglementaire, met en situation d'immobilisme potentiel l'ensemble des structures notamment du monde financier. Les acteurs se posent donc naturellement la question , comment changer et évoluer ?

La solution trouvée réside alors, dans la logique de cette analyse, dans une com-

⁴² *op. cité*, Tome II, troisième partie, chapitre XXI.

La crise financière

munication qui présente un comportement non pas seulement individuel mais exemplaire donc admissible et imitable par l'ensemble des acteurs. Pour arriver à ce résultat, les acteurs de façon naturelle sont contraints de réaliser une véritable promotion au sens commercial de leurs comportements. Ils ne peuvent, par définition, rester ni confidentiels, ni réservés à un nombre restreint d'acteurs, sous peine de risquer de se trouver en dehors de l'opinion générale.

En conclusion, la tendance à systématiser toutes les expériences en matière d'organisation est une attitude très profonde du système financier. Elle est, certes, le reflet de l'idéologie dominante actuelle, le libéralisme, mais elle est, également, une nécessité vitale pour imprimer des changements dans un système démocratique où l'impuissance relative de l'individu favorise l'immobilisme.

B Annexe 2 : remarques sur la réforme proposée

Ces remarques qui portent sur la suppression des agences de notation financées par les émetteurs ont été faites par un professionnel de la gestion de capitaux.

B.1 Deux constats

1. Le système actuel repose sur un avantage économique important : la société de notation est payée par quelqu'un qui a un intérêt sur 100% de l'encours. En effet une notation permet de mieux émettre, d'où une économie sur 100% de l'émission. Le coût en pourcentage de l'encours est faible pour le payeur. En revanche, si la société de notation était payée par un ou plusieurs investisseurs qui détiennent une faible part de l'encours, par exemple 10%, le coût par rapport aux encours gérés serait élevé (10 fois plus dans notre exemple).
2. Le fait d'être sûr d'être bien payé par l'émetteur permet de publier gratuitement la note, et d'en faire ainsi une référence sur le marché. Un système de remplacement devra aussi être une référence, et donc offrir gratuitement au moins une note brute. Cette gratuité limitera les abonnements volontaires d'investisseurs, beaucoup se satisfont déjà d'une note brute. D'où la nécessité de ne pas faire financer ce nouveau système directement par des institutionnels.

B.2 Proposition d'organisation du financement par les associations

1. Les associations professionnelles d'investisseurs (sociétés de gestion, assureurs, caisse de retraite...) créent un GIE.
2. Ce GIE collecte un pourcentage sur les émissions de titres de crédit (TCN, obligations, titrisations...) faisant appel public à l'épargne.
3. Le GIE agréé un certain nombre d'agences d'évaluation (entre 3 et 10) qui réalisent des études détaillées et publient gratuitement la seule note brute.
4. Chaque investisseur sélectionne une ou deux agences qui leur fourniront les études détaillées et/ou les éventuelles mises sous surveillance, etc. Il signale son choix au GIE.

La crise financière

5. Le GIE reverse les cotisations aux agences sélectionnées au prorata des encours des investisseurs qui les ont sélectionnés par rapport au total des réponses fournies.

Ce système offrirait l'avantage de ne pas être trop coûteux pour les payeurs (sur 100% des émissions comme avant), tout en faisant jouer la concurrence.

Nota :

On peut envisager 2 options :

1. La cotisation est obligatoire pour les émetteurs.
2. Elle est facultative, mais permet aux émetteurs une note indépendante d'eux, car le choix final des agences est fait par les investisseurs.