

Quelles leçons tirer de la grande crise financière de notre temps?¹

Ronald Anderson²
London School of Economics
Mars 2012

La récurrence des crises financières constitue un des enseignements marquants de l'histoire économique. Ces crises se ressemblent sous certains aspects : surendettement généralisé, panique provoquée par la dévaluation brutale d'actifs financiers, etc. Dès lors, en quoi consiste la spécificité de la crise que nous subissons depuis 2007 ? Dans ce numéro de Regards économiques, nous analysons les étapes principales de la crise, des premiers signes de panique sur le marché hypothécaire nord-américain jusqu'à la crise économique actuelle au sein de la zone euro. Nous essayons ensuite d'en dégager des leçons, tant en ce qui concerne la gestion bancaire que la réglementation prudentielle et la politique économique.

Nous pouvons fixer avec précision la date du début la grande crise financière. Après une longue période de hausse, le marché immobilier nord-américain s'est retourné de manière significative durant la seconde moitié de l'année 2006. Aussitôt, des signes de vive tension dans le secteur financier sont apparus. Dans un premier temps, ces problèmes sont restés circonscrits aux acteurs du marché hypothécaire nord-américain. Ce n'est que durant l'été 2007, avec l'apparition de certains dysfonctionnements dans plusieurs secteurs financiers que les dirigeants bancaires commencèrent à s'inquiéter. Ceci constitue le début de la crise qui a envahi progressivement tous les circuits financiers à l'échelle du monde.

Un des dysfonctionnements apparu durant l'été 2007 est le passage de deux banques allemandes, la IKB-Bank³ et la Sachsen-Landesbank⁴, sous des seuils de solvabilité suite à des pertes dans des investissements titrisés⁵. Les raisons de cet effondrement étaient obscures dans un premier temps. On évoquait la possibilité que ces investissements cachaient des prêts non-conformes, dits «subprime», en provenance du marché nord-américain.

Un autre dysfonctionnement est apparu dans le courant de la semaine du 6 août 2007 : plusieurs fonds d'investissements dits *hedge funds*,⁶ gérés selon des méthodes quantitatives et pratiquant des stratégies «bêta neutre»⁷ sur le marché d'actions nord-

¹ Cet article a été préparé pour une présentation l'Université catholique de Louvain dans le cadre d'un Forum de Politique Économique de l'IRES. Je remercie Jean-Pierre Lemaître, Murielle Dejemepe et les autres participants du Forum pour leur commentaires précieux. A paraître dans *Regards Économiques*.

² r.w.anderson@lse.ac.uk

³ La IKB Deutsche Industriebank est l'une des principales banques allemandes de prêt aux petites et moyennes entreprises.

⁴ La Sachsen-Landesbank était une banque d'épargne active dans l'état de la Saxe en Allemagne.

⁵ Par la titrisation un portefeuille composé d'actifs peu liquides est placé dans une structure légale spécialement établie, financée par la vente de titres standardisés qui sont généralement plus liquides.

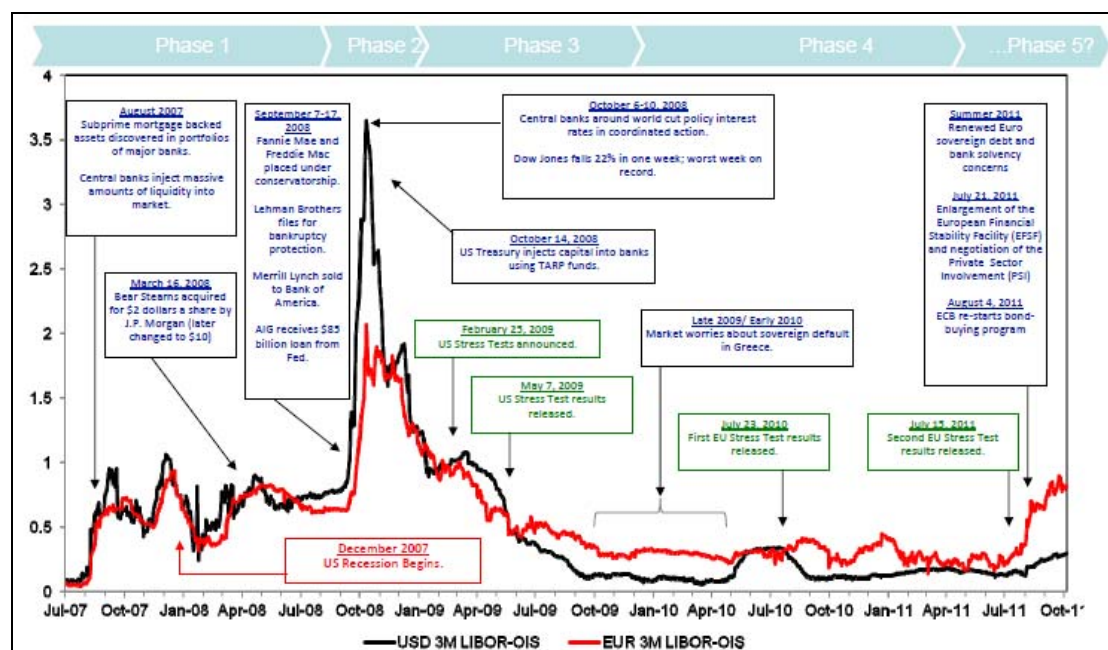
⁶ C'est à dire les fonds d'investissement qui sont autorisés à l'utiliser une large gamme de stratégies y compris les investissements en produits dérivés.

⁷ Dans la gestion du portefeuille le bêta représente la sensibilité de la valeur du portefeuille aux changements de l'indice de la bourse. Une portefeuille choisie par une stratégie bêta neutre a un bêta nul.

américain, essuient des pertes énormes alors même que le marché reste relativement calme. Le Congrès américain enquête en septembre 2007. La seule explication vraisemblable est que ces fonds ont entamé une réduction de levier⁸ suite à une hausse de marges imposées leurs banques.

Ces perturbations, dans deux secteurs bien distincts du système financier, n'annoncent pas encore le début de la crise, telle que nous la connaissons. Survient un troisième dysfonctionnement : la perturbation sur le marché interbancaire. Celle-ci révèle que les problèmes du marché hypothécaire nord-américain se sont répandus au système financier dans sa globalité. Un indice de la santé du marché interbancaire est constitué par l'écart entre le taux des prêts interbancaires au jour-le-jour et le taux *overnight index swap*. Ce dernier est le taux de prêts avec garantie. Le graphique 1 présente cet indice dans sa version en dollars US (*libor-OIS*) et dans version en euros (*euribor-OIS*). Avant l'été 2007, ces indices se maintiennent autour de 5 points de base (0,05%). Mais en août 2007, ils atteignent des niveaux jamais connus auparavant, 1% pour le *libor-OIS* et 0,7% pour l'*euribor-OIS*. Ce fait témoigne d'une brèche dans les fondations même du système bancaire international. En effet, toutes les grandes banques commencent à douter de la solidité de leurs partenaires habituels. L'évolution de ces deux indices indique que la crise a sans doute connu son apogée en septembre et octobre 2008, avec la banqueroute de Lehman, le programme de sauvetage de l'assurance AIG⁹ et la chute de 22% en une semaine du Dow-Jones. Depuis août 2007, le marché interbancaire ne connaît plus de période de calme véritable. Les discussions autour du dysfonctionnement du système euro¹⁰ indiquent que le réseau interbancaire reste terriblement fragile.

Graphique 1. Ecart entre le taux des prêts d'un jour et le taux «overnight index swap», Libor OIS, USD et EUR



Source : Malcolm Knight, Deutsche Bank.

⁸ C'est à dire réduire la ratio du total de l'actif du portefeuille au capital investi.

⁹ L'assurance American International Group est un des plus grands groupes d'assurance du monde.

¹⁰ En particulier la dépendance des banques sur les provisions de fonds liquides par la Banque Centrale Européenne.

Avant de poursuivre la discussion sur l'évolution de la crise, épinglons ce que j'estime être une des leçons majeures de la crise et qui est évidente dès 2007.

Leçon 1. *Notre économie globalisée est soutenue par une finance elle-même globalisée. La santé du secteur bancaire européen est liée à celle des banques nord-américaines. Plus généralement, la santé de l'ensemble des banques au niveau mondial est profondément liée à l'ensemble du système financier. En particulier, les liens entre les banques et ce que l'on peut appeler le système bancaire parallèle sont très nombreux. Par système bancaire parallèle, on entend l'ensemble des compagnies d'assurances, les fonds de pension, les fonds d'investissement, les assureurs spécialisés – dits «monoline», sans compter les agences de notation. Les acteurs du système bancaire parallèle canalisent l'épargne et accomplissent l'intermédiation des fonds au profit de projets d'investissement risqués, et ce, partout dans le monde. Jusqu'à présent, ce système parallèle fonctionne, dans son ensemble, sans réglementation systématique. Il ne dispose pas du filet de sécurité dont dispose normalement le système bancaire (garantie des dépôts, accès aux facilités de liquidité fournies par la banque centrale qui est le «prêteur en dernier ressort»).*

Le système bancaire parallèle reste donc, en général, dans l'ombre. Pour cette raison, on le nomme souvent le «*shadow banking sector*». Mais l'enquête du Congrès américain sur l'opération de sauvetage d'AIG, pour le montant de 180 milliards de \$, a permis d'explicitier son fonctionnement. Selon une étude de la banque fédérale de New York, fin 2006, le montant des crédits passant par le système parallèle était de 20.000 milliards de \$, soit presque le double du montant passant par le secteur bancaire réglementé qui s'élevait quant à lui à 11.000 milliard de \$. Depuis le début de la crise, la part du système parallèle a diminué. Elle reste cependant très importante. En 2010, elle est de 16.000 milliards de \$ contre 13.000 milliards de \$ pour le secteur réglementé.

On pourrait disserter longuement sur ce sujet complexe et plein d'intérêt pour une réflexion sur le futur de la réglementation du secteur financier. Mais revenons à la description du déroulement de la crise financière.

Dans le courant de 2007 puis en 2008, le marché obligataire dépérit. La crise s'aggrave et se généralise. La manifestation de ce processus est le nombre élevé et croissant d'actifs subissant une réduction de «*rating*» par les grandes agences de notation, Moody's, S&P et Fitch. Une grande partie des actifs déclassés est constituée de titres jusqu'alors classés AAA, soit considérés comme quasi sans risque. Au total, en 2007 et 2008, 36.346 actifs, dont un tiers notés AAA, subissent une réduction de classement par Moody's.¹¹ Cette décote amène de nombreuses institutions financières dans une situation d'insolvabilité : Bear Stearns¹² en mars 2008, Fannie Mae, Freddie Mac¹³ puis finalement, en septembre 2008, Lehman. Mais l'aspect remarquable de ce processus est que les actifs en question sont encore considérés comme très peu risqués par les investisseurs qui les ont achetés, par les banquiers qui les ont émis et par les autorités qui surveillent les marchés sur lesquels ils s'échangent. À l'instar des banques allemandes IKB-Bank et Sachsen-Landesbank, les opérateurs croient encore avoir investi dans du papier «sans risques». A l'instar des hedge funds quantitatifs qui, en août 2007, pensent devoir poursuivre des stratégies «beta neutre», les observateurs s'étonnent de la rapidité et de la gravité des décotes. Certains commentateurs de

¹¹ Benmelech et Dlugosz (2009), "The Credit Rating Crisis", NBER Working Paper No. 15045.

¹² Bear Stearns était une des plus grandes banque d'investissement, d'échange de valeur mobilière et agent de change.

¹³ Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) sont deux institutions fondées à l'initiative du gouvernement fédéral américain avec but de faciliter le fonctionnement du marché hypothécaire.

l'époque prétendent alors qu'il s'agit d'une tempête totale, c'est-à-dire de la conjonction de nombreux mouvements extrêmes et aléatoires. Cette hypothèse me semble peu vraisemblable. Au contraire, je pense que cela a été la manifestation d'un phénomène systémique. Celui-ci nous conduit à tirer une deuxième leçon de la crise.

Leçon 2. *Les techniques de couverture de risque ou de diversification n'amènent pas à l'élimination des risques. Au contraire, elles amènent souvent à la concentration du risque par des facteurs systématiques et systémiques c'est-à-dire des risques cumulés par un processus de contagion qui apparaissent rarement mais dont l'ampleur est énorme quand ils se présentent.*¹⁴

En temps normal, l'investissement dans l'achat d'une action ou l'accord d'un crédit peut comporter un grand risque résultant de l'irruption de nouvelles informations concernant la rentabilité de la société émettrice ou d'informations nouvelles concernant la solvabilité du débiteur. Mais la théorie financière est un terrain fertile pour le développement de stratégies de réduction de ce genre de risques. Ses applications fonctionnent en général très bien par «temps normal». Les stratégies validées sur des périodes calmes sont cependant exposées aux risques de mouvements rares et extrêmes que l'on n'a pas observé en période de validation. Ce sont les stratégies à «gamma négatif» dans le langage du marché des options, c'est-à-dire des stratégies de redoublement de risque. Plus on perd, plus on est exposé aux risques. Un exemple d'une stratégie de ce type est une stratégie «bêta neutre» où la couverture est adaptée dynamiquement au marché. Pour ces stratégies, les fluctuations sur le marché, fréquentes, mais normalement réduites, ne posent pas de problèmes. Mais un «saut» vers le bas peut être très gênant car il peut engendrer des pertes en cascades. C'est le cas quand les acteurs se précipitent pour liquider leur positions. Les expériences de l'assurance de portefeuilles, en octobre 1987¹⁵, et de la faillite du fonds « Long Term Capital Management », en 1998¹⁶ ont sensibilisé beaucoup d'acteurs aux risques de cette nature. Les opérateurs ont dès lors adapté leurs stratégies, par exemple, en gérant mieux les risques par l'achat d'«options put».¹⁷ L'expérience de 2007-2008 a aussi révélé qu'un très grand nombre d'investisseurs étaient exposés à ce type risque sans le savoir. Les investisseurs, dans les tranches seniors des crédits titrisés¹⁸ ont acheté des produits, non pas sans risque, mais plutôt aux risques concentrés sur un repli général du marché. Ces risques ont échappés aux l'analyses des agences de notation. Ces dernières ont calibré leurs modèles, notamment le coefficient de corrélation entre les risques de défaut de paiement par des prêts compris dans l'actif, sur la période calme quand le marché hypothécaire était en hausse.

¹⁴ Un risque systématique concerne la dépendance de la valeur d'un actif aux mouvements du marché en générale indiqué par exemple par l'indice de la bourse. Le bêta mesure la sensibilité aux *petits* mouvements de la bourse. Ici nous parlons de la sensibilité aux mouvements *extrêmes*. Ces derniers peuvent être engendré par les pertes transmises par l'effet de domino partout dans le système financier, c'est-à-dire les risques *systémiques*.

¹⁵ La bourse américaine a perdu plus que 30% de valeur en trois jours d'octobre 1987. Après cette épisode l'enquête gouvernementale (la Commission de Brady) a identifié parmi les causes la stratégie de couverture dynamique appelée « l'assurance de portefeuille ».

¹⁶ Long Term Capital Management était un fonds d'investissements géré par un ensemble de partenaires de grande réputation y compris deux prix Nobel en sciences économiques qui a subi des grandes pertes en 1998 quand ces stratégies de couverture sont mal-tournées.

¹⁷ Une option put est un titre donnant le droit à l'acheteur de vendre à un moment antérieur le bien sous-jacent au prix d'exercice déterminé au moment de l'achat de l'option.

¹⁸ C'est à dire les titres émis par la structure spéciale qui sont les derniers à subir aux pertes de valeur du l'actif de la structure.

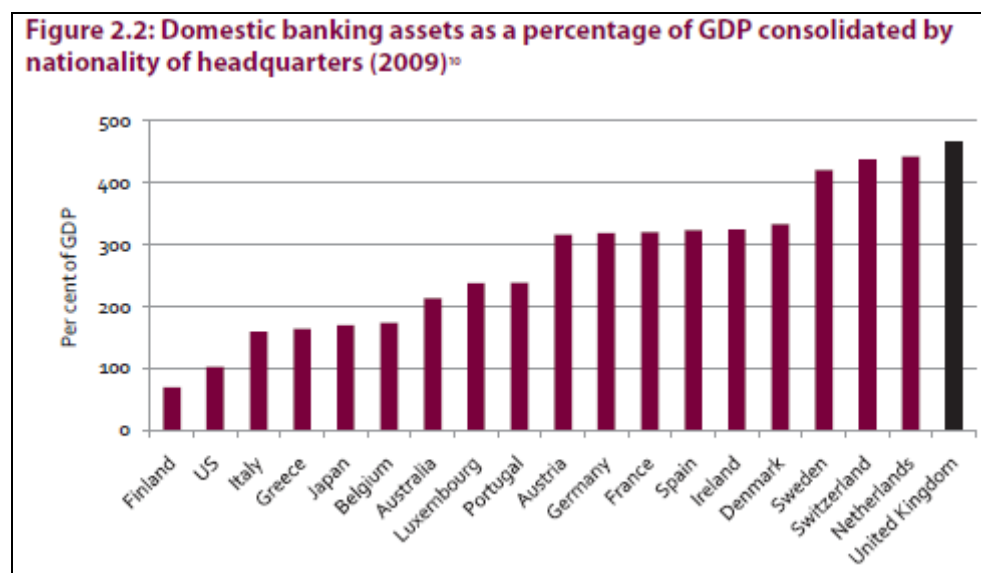
Ce type de problèmes est d'abord apparu sur le marché nord-américain. Dans le courant de 2007 et 2008, ils sont devenus généraux. Ils ont donné lieu à de nombreuses opérations de sauvetage d'institutions considérées par les autorités nationales comme trop importantes pour tomber en faillite : «Northern Rock» et «HBOS» au Royaume-Uni; «Fortis» et «Dexia» au Bénélux; «Hypo Real Estate» et «Commerzbank» en Allemagne ainsi que de nombreuses autres institutions en Autriche, au Danemark, en Grèce et en Irlande. Point n'est besoin de prolonger douloureusement cette liste. Cependant, il est utile de signaler deux opérations de sauvetage qui nous suggèrent une troisième leçon, le cas d'UBS¹⁹ en Suisse et celui des banques islandaises. En 2008, face aux pertes importantes d'UBS dans le marché des «*subprime*», les autorités suisses ont participé à la recapitalisation de la banque par l'achat de dettes convertibles²⁰, en cas de risques d'insolvabilité. Malgré les recettes fiscales relativement élevées en Suisse, le coût de l'opération a été très lourd pour ce pays. Si la deuxième grande banque suisse «Le Crédit Suisse» avait été dans la même situation qu'UBS, le coût eût été insupportable pour le trésor helvétique.

L'accident islandais a été encore plus grave. L'actif du système bancaire islandais s'élevait à sept fois le PIB de ce pays en 2007. Le problème était trop grand pour être réglé uniquement par des moyens nationaux. La taille des banques était telle qu'elles n'étaient plus «*too-big-to-fail*» mais qu'elles étaient devenues «*too-big-to-save*».

Leçon 3. Dans le système de libres flux des capitaux et de l'économie globalisée, une crise touchant l'ensemble du secteur bancaire national peut dépasser la capacité nationale à la recapitalisation du système bancaire.

Le graphique 2, tiré du rapport de la Commission Indépendante d'Investigation du Système Bancaire au Royaume-Uni, montre clairement que ce phénomène est très répandu dans les pays exposés aux échanges internationaux et qui ont un PIB très élevé.

Graphique 2. Pourcentage des actifs bancaires en proportion du PNB



Source : UK Independent Commission on Banking.

¹⁹ L'Union des Banques Suisses, l'une des deux très grandes banques suisses. L'autre est le Crédit Suisse.

²⁰ C'est à dire les obligation donnant de droit au détenteur de convertir l'obligation en actions de l'entreprise.

Le problème de la capacité nationale à la recapitalisation du système bancaire touche en particulier les pays de la zone euro. C'est dans ce contexte qu'apparaissent clairement les limites d'un système fondé sur le principe de la réglementation nationale, alors même que le système bancaire doit faire face aux risques systémiques internationaux. Face à l'insolvabilité des banques nationales, les autorités peuvent adopter une stratégie qui minimise l'impact fiscal pour leur propre pays. Cela induit des pertes, tant pour les créances non garanties que pour les ventes d'actifs à des prix sacrifiés. Ce faisant, ils déplacent les problèmes ailleurs, notamment vers des banques de pays partenaires. C'est ainsi un problème de contagion de risques. Les pertes à l'origine du problème, élevées à l'échelle nationale, peuvent être relativement plus réduites pour le système pris dans son ensemble. Actuellement, le problème que la contagion de risques dépasse les frontières est difficile à gérer faute du système de prêteur du dernier ressort au niveau international. Les institutions européennes de coordination de la réglementation bancaire sont nouvelles. Elles ne sont dotées que de pouvoirs limités. L'Union européenne a tenté de s'extirper de ces difficultés en faisant intervenir la Banque Centrale Européenne (BCE). Pour pourvoir des liquidités, la BCE a acheté des dettes de pays de la zone euro. Cette stratégie était très risquée, et elle a clairement dépassé le mandat de la BCE. Une opération de recapitalisation d'un système bancaire ne fonctionne correctement qu'avec la participation du trésor. Or, au niveau européen, l'intégration fiscale est minime. Jean-Claude Trichet a plaidé pour que l'intégration monétaire en Europe, fondée sur l'euro, puisse reposer sur le renforcement de l'intégration fiscale. Ce message est très difficile à faire passer aux électeurs nationaux concernés par l'euro. Il a fallu attendre un stade de gravité critique avant que le milieu politique ait le courage d'affronter ce problème en face. Les solutions proposées par le passé n'ont pas été crédibles cela qui explique l'échec du sommet européen le 26 octobre dernier.²¹ Les derniers développements donnent peut-être plus de l'espoir. Du moins le problème est-il cerné !²²

Nous ne sommes pas sortis de la crise. Je ne puis prétendre que j'aie une vision claire de la façon dont nous en sortirons. Les scénarios possibles sont nombreux et font autant de tristes que d'heureux. Je voudrais plutôt terminer ces remarques avec une dernière leçon à tirer de l'histoire récente.

Leçon 4. *Le risque systémique est souvent le produit de décisions décentralisées d'acteurs individuels qui cherchent à réduire les risques qui les affectent directement. Dans cette dynamique de libre marché, c'est souvent la politique économique de l'État qui, en conduisant des actions du secteur privé à se coordonner sans se rendre compte, est susceptible de renforcer le risque systémique.*

Voilà un des arguments que Raghuram G. Rajan propose dans «*Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*» (Princeton University Press, 2011). R. Rajan traite de l'origine de la surchauffe sur le marché immobilier nord-américain. Pour cet auteur, cette surchauffe n'est pas uniquement la conséquence des actions des banques spécialisées qui se sont mises à accorder des crédits à des débiteurs à revenus réduits, voire inexistantes. Il montre aussi que le comportement de l'ensemble des acteurs du secteur a été, dans les faits, coordonné par une politique fédérale visant à faciliter l'achat

²¹ Le sommet du 26 octobre a proposé une recapitalisation des banques de la zone euro pour le montant de €100 milliard, le renforcement du fond européen de stabilisation, et la réduction « volontaire » par 50% de la dette grecque. Ce programme n'a pas calmé le marché et les taux d'intérêts sur la dette des pays dits périphériques de la zone euro ont continué de grimper.

²² Cet article date du 9 décembre 2011 ce qui coïncide avec la date du sommet européen où les pays européens à l'exception du Royaume-Uni se sont mis d'accord sur un pacte fiscal européen renforcé, l'étape importante sur le chemin vers une fin de la crise des dettes souveraines en zone euro.

d'habitation par une plus large proportion de la population. Cela a amené «Freddie Mac» et «Fannie Mae» à élargir leurs mandats, à étendre la liste de prêts susceptibles à la titrisation, à inciter les agences de notation à adapter leurs modèles d'évaluation des risques de défaut de paiement aux nouvelles catégories de prêts pour lesquelles on ne disposait pas de données historiques, avec les conséquences que l'on connaît.

Il y a d'autres exemples où la politique économique a amené les acteurs à coordonner leurs actions, avec pour conséquence d'avoir indirectement augmenté le risque systémique. Je pense en particulier à l'accord de Bâle, renforcé en 2004, dans sa seconde version.²³ Or Bâle 2 cherche à assurer la stabilité financière par un système de capital minimal basé sur une évaluation des risques dans chacun des actifs, à partir de méthodes souvent sophistiquées mais toujours basées sur les évolutions récentes. L'implication de ce système est de renforcer la tendance pro-cyclique naturelle des acteurs économiques.

Le deuxième exemple de coordination fournie indirectement par une politique économique est le système monétaire de l'euro. Je pense en particulier aux facilités de provisions de liquidités par la BCE notamment par l'achat avec rachat garanti. Cette politique a mené les banques de la zone euro à concentrer leurs actifs dans des dettes nationales car elle pouvait bénéficier des taux d'intérêts élevés tout en bénéficiant à l'accès aux fonds liquides de la BCE. Cette concentration de risques a joué un rôle très important dans la contagion de la crise des dettes souveraines que les autorités européennes tentent toujours de neutraliser.

²³ En 1988 un grand nombre de pays ont signé l'Accord de Bâle qui a établi les normes de réglementation prudentielle des banques adoptées par la plus part des pays. Cet accord a été modifié dans sa deuxième version, le Bâle 2, qui a élaboré de nombreuses changements dans les détails du calcul du montant du capital requise par les autorités.