

## Crise financière : causes de la crise et chronologie des événements

La crise économique et financière actuelle dépasse, par sa taille et son ampleur, toutes les autres crises des dernières décennies. L'évolution dramatique de ces derniers mois a plusieurs causes. Le présent dossier politique rappelle la chronologie des événements. La crise a débuté sur le marché immobilier américain. L'action conjointe des conditions-cadre politiques, des conditions de crédit laxistes et du manque de transparence des produits financiers ont créé et favorisé le gonflement d'une bulle spéculative dont tout le monde a tiré profit.

### Position d'economiesuisse

Désigner un coupable à la hâte serait une erreur. Les nombreuses réglementations, prescriptions et lois n'ont pas permis d'éviter la crise financière ; elles l'ont même aggravée. Des réglementations non pas plus nombreuses, mais meilleures sont nécessaires pour éviter une nouvelle crise financière mondiale.

7 mai 2009

Numéro 11

# dossierpolitique



## Crise financière : causes de la crise et chronologie des événements

Les conditions-cadre politiques et institutionnelles, les nouveaux produits financiers (peu transparents) et les structures d'incitation sont au centre de la crise

Les causes de la crise économique et financière actuelle sont de plus en plus claires. Pièce par pièce, il est aujourd'hui possible de reconstituer le puzzle des éléments qui ont provoqué la crise immobilière et financière ainsi que le ralentissement actuel de l'économie réelle. Le présent dossierpolitique reflète l'état actuel des connaissances sur les différentes causes à l'origine de la situation actuelle et passe en revue les principaux événements.

Il est possible d'identifier trois facteurs comme point de départ : les conditions-cadre politiques et institutionnelles, les nouveaux produits financiers (peu transparents) et les structures d'incitation. Ces facteurs sont interdépendants. De nouvelles conditions-cadre incitent à opérer des changements. De nouveaux produits financiers appellent à de nouvelles règles politiques et institutionnelles. Les incitations, enfin, poussent souvent à une action politique ou à des actions d'un genre nouveau.

### *L'origine de la crise sur le marché immobilier américain*

Conditions de crédit laxistes pour les hypothèques aux États-Unis

La crise actuelle a débuté sur le marché immobilier américain. En raison de conditions de crédit trop laxistes, des emprunteurs peu solvables ont reçu un soutien financier. En conséquence, la demande s'est fortement accrue sur le marché immobilier, les prix ont augmenté continuellement, créant ainsi une bulle immobilière.

Les capitaux étaient bon marché, la faute à des taux d'intérêt bas et à un afflux de capitaux importants en provenance des marchés émergents

L'histoire nous enseigne que les booms financiers et les booms de crédit tendent à se produire quand les taux d'intérêt sont bas. C'était le cas ces dernières années. Après les attentats terroristes du 11 septembre, la Banque centrale américaine a mené une politique de l'« argent bon marché ». En juin 2003, le taux d'intérêt directeur a baissé à un niveau record pour l'époque de 1,0 %.

De plus, les marchés émergents en particulier ont enregistré une forte croissance depuis l'année 2000. Les capitaux ainsi générés ont été en partie épargnés et investis dans les pays occidentaux – principalement aux États-Unis. L'industrialisation de la Chine et les excédents très élevés de sa balance des transactions courantes ont contribué à la formation de la bulle immobilière américaine. D'autres pays comme le Japon, l'Inde, la Russie et les États arabes ont exporté davantage qu'ils n'ont importé, compensant ainsi le déficit de la balance des transactions courantes américaine<sup>1</sup>.

L'offre importante de liquidités, combinée à une faible volatilité des marchés financiers, a créé une stabilité apparente. Cela a aussi eu une incidence sur le comportement des acteurs du marché en matière de risque<sup>2</sup>. Cette situation a favorisé une hausse massive des prix sur le marché immobilier américain.

### *La coresponsabilité des milieux politiques*

Au nom de l'« égalité des chances », l'octroi de crédits aux ménages à bas revenu a été soutenu par l'État

La forte augmentation des prix de l'immobilier américain avait aussi des sources politiques. En effet, le gouvernement avait adopté des réglementations afin que les ménages à bas revenu puissent acquérir des maisons facilement à des conditions avantageuses. Dès le milieu des années 1960, la politique américaine s'est fixé pour objectif de lutter contre la discrimination sur le marché de l'immobilier, également dans le segment des biens à louer, avec sa « fair housing policy »<sup>3</sup>. Adopté en 1975 et étendu en 1989, le Mortgage Disclosure Act (HMDA) oblige les prêteurs à tenir un registre devant contenir toutes les données relatives aux demandes de crédit, y compris l'origine ethnique du demandeur. Sur cette base, la Federal Reserve Boston a publié, en 1992, un rapport constatant une discrimination raciale et des problèmes en matière d'octroi des crédits. Afin de lutter contre ce racisme, le catalogue de propositions publié la même année prévoyait un assouplissement des critères d'octroi des crédits. Une autre loi, le Community Reinvestment Act (CRA) de 1977,

<sup>1</sup> Les rendements proposés aux États-Unis ont attiré des capitaux étrangers de sorte que le dollar ne s'est pas déprécié proportionnellement au déficit croissant de la balance des opérations courantes.

<sup>2</sup> Kodres, Laura, 2008, A Crisis of Confidence... and a Lot More, Finance & Development, juin 2008

<sup>3</sup> L'objectif principal de la « Fair Housing Law » de 1968 était de protéger les personnes désireuses d'acquérir un logement contre la discrimination raciale.

prescrivait aux établissements d'accorder des crédits à l'ensemble du marché et pas uniquement aux régions plus aisées. Bill Clinton a modifié cette loi en 1995, établissant des critères précis pour le contrôle des établissements financiers. Selon des rapports du Ministère des finances américain publiés à partir de 2000, les crédits octroyés en vertu du CRA ont augmenté de 600 milliards de dollars entre 1993 et 1998, à la suite de la modification du CRA.

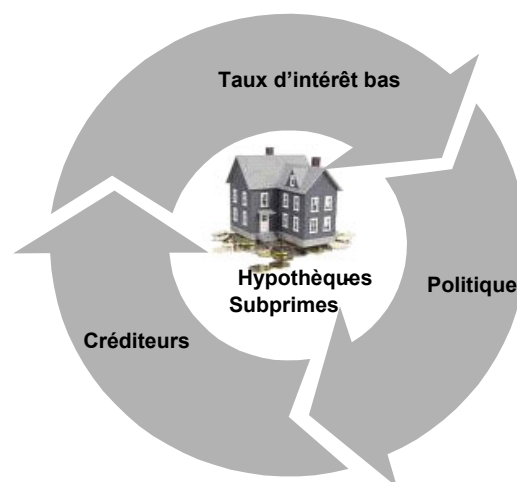
#### **Fannie Mae et Freddie Mac**

Des établissements bénéficiant d'une garantie de l'État ont promu l'octroi de crédits

Une autre particularité étasunienne est le rôle prépondérant de Fannie Mae et Freddie Mac, deux organisations soutenues par l'État. Fannie Mae a été créée en 1938, puis Freddie Mac en 1970 afin d'améliorer le fonctionnement du marché hypothécaire. La principale tâche de ces entreprises est de mettre à disposition des liquidités sur le marché hypothécaire. Cependant, ni Fannie Mae ni Freddie Mac n'octroient des hypothèques à grande échelle, ils sont actifs principalement sur le marché secondaire. Des créiteurs privés peuvent leur céder leurs créances. Bien que régis par le droit privé, les deux établissements bénéficiaient implicitement d'une garantie de l'État. Ainsi, les entreprises pouvaient se refinancer à des conditions plus avantageuses que celles proposées sur le marché des capitaux. Parallèlement, les deux établissements subissaient toutefois une certaine influence politique. En 1992, Fannie Mae et Freddie Mac ont été placés sous le contrôle de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO). Celui-ci devait s'assurer de la vente d'une part donnée des crédits de propriétaires immobiliers à bas revenu. En 1995, les objectifs de Fannie Mae et de Freddie Mac en matière d'octroi de crédit ont été fixés à 40 % pour les « Low and Moderate Income » (LMI) et à 21 % pour les « Underserved Areas ». Les objectifs ont été relevés plusieurs fois au fil des ans.

Le gouvernement a adopté des réglementations afin que les ménages à bas revenu puissent acquérir des maisons plus facilement et à des conditions avantageuses.

#### **Graphique 1 : La spirale des prix sur le marché immobilier américain**



Source : Association suisse des banquiers

#### **Action conjuguée de la politique, de l'octroi des crédits et de l'innovation financière**

Ces premières explications montrent que plusieurs éléments juridiques et politiques ont favorisé l'évolution du marché des hypothèques à risque et la crise qui en a découlé.

Au final, le problème principal était le contrôle insuffisant de la solvabilité lors de l'octroi des crédits

Le problème de base et la cause principale de la bulle immobilière sont le contrôle insuffisant de la solvabilité des emprunteurs. Les établissements actifs sur le marché hypothécaire local travaillaient à la commission. Leur objectif était de conclure le plus grand nombre possible de contrats de crédit. Les banques locales vendant rapidement les risques,

Avec l'augmentation des prix de l'immobilier, les crédits étaient faciles d'accès	<p>la solvabilité des clients n'a souvent été contrôlée que sommairement. L'expression crédits « Ninja » (No Income, No Job and Assets) est rapidement apparue.</p> <p>Le fort développement des instruments financiers a favorisé des pratiques laxistes en matière d'octroi des crédits<sup>4</sup>. Des particuliers aux revenus bas et/ou instables en ont profité. La hausse constante des prix de l'immobilier a encore accentué cette évolution. Les personnes à bas revenu pouvaient obtenir des crédits sans problème, les fameuses « subprimes » et hypothèques « Alt-A ». Ces hypothèques finançaient près de 100 % des achats immobiliers, c'est-à-dire que l'emprunteur ne devait pas apporter de fonds propres<sup>5</sup>. Ces crédits étaient généralement proposés à des conditions très intéressantes les deux ou trois premières années. Par ailleurs, les crédits – souvent à taux variable – pouvaient être refinancés sans difficulté. Ce refinancement ne posait pas de problème, en raison de l'augmentation des prix de l'immobilier et de celle de la valeur des biens immobiliers.</p>
Le volume des crédits a enregistré une hausse massive au cours des dernières années	<p><b>Forte augmentation des crédits</b></p> <p>Le volume total des crédits accordés a augmenté en conséquence. En 2003, le volume des créances hypothécaires atteignait déjà près de 4000 milliards de dollars, soit un tiers environ du PIB américain. Ensuite, la part du marché des subprimes n'a cessé de progresser. Entre 2000 et 2007, le volume de toutes les hypothèques a doublé, tandis que le marché des subprimes s'est multiplié par huit<sup>6</sup>.</p>
La titrisation a aidé à se défaire des risques de défaillance	<p>Si auparavant les banques conservaient les crédits qu'elles accordaient, aujourd'hui elles externalisent, regroupent et revendent les risques et les créances. Ainsi, elles se séparent du risque de défaillance correspondant. La titrisation a joué un rôle essentiel à cet égard. Transformées en titres, les créances et droits de propriété sont devenus négociables. Une multitude de produits financiers ont vu le jour en particulier ces dernières années. Ces produits et les crédits sur lesquels ils se fondent ont souvent été vendus à des sociétés ad hoc, des sociétés de portage. L'intérêt de ces sociétés est de séparer le risque de crédit du risque de contrepartie. Vers fin 2006, les titrisations atteignaient un volume de 6 500 milliards de dollars. Vers fin 2007, 67 % de toutes les créances hypothécaires étaient titrisées. Un quart d'entre elles concernaient des crédits à risque<sup>7</sup>.</p>
Les crédits ont été regroupés et classés en fonction de leur degré de solvabilité	<p><b>Les CDO ou obligations adossées à des actifs</b></p> <p>Le produit financier dont on a le plus parlé en lien avec la crise financière sont les « collateralized debt obligations » ou CDO. Les CDO sont un produit structuré constitué d'un portefeuille de titres à taux fixe. Ce portefeuille est divisé en plusieurs tranches de rangs différents. Chaque tranche présente un profil différent en termes de risque et de rendement. Lorsqu'un titre perd de la valeur, c'est la dernière tranche qui subit en premier lieu cette perte. Celle-ci est répartie entre tous les investisseurs de cette tranche<sup>8</sup>. Les tranches qui présentent le risque le plus faible possèdent des caractéristiques proches de celles des obligations. Au moment de l'émission, les échéances et les coupons sont fixes. Les investisseurs d'une tranche sont protégés par une ou plusieurs tranches de rang inférieur ainsi que par d'autres mécanismes et disposent ainsi d'une meilleure notation que la notation moyenne pour tous les titres du portefeuille de référence.</p>

<sup>4</sup> Kiff, John et Paul Mills, 2007, Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper, juin 2007. L'évaluation automatique des risques et la titrisation étaient la clé pour réduire les coûts des crédits hypothécaires à risque. L'évaluation automatique des risques a amélioré sensiblement l'évaluation des crédits, tandis que l'établissement de profils statistiques a nettement simplifié l'évaluation des emprunteurs. LaCour-Little (2000) a estimé que l'évaluation automatique des risques a permis d'économiser jusqu'à 3 % du montant total des prêts. Davis (2001) a estimé les économies à 916 dollars par prêt.

<sup>5</sup> Fendel, Ralf et Michael Frenkel, 2009, Die Subprime-Krise 2007/2008: Ursachen, Auswirkungen und Lehren, WiSt Heft 2, février 2009

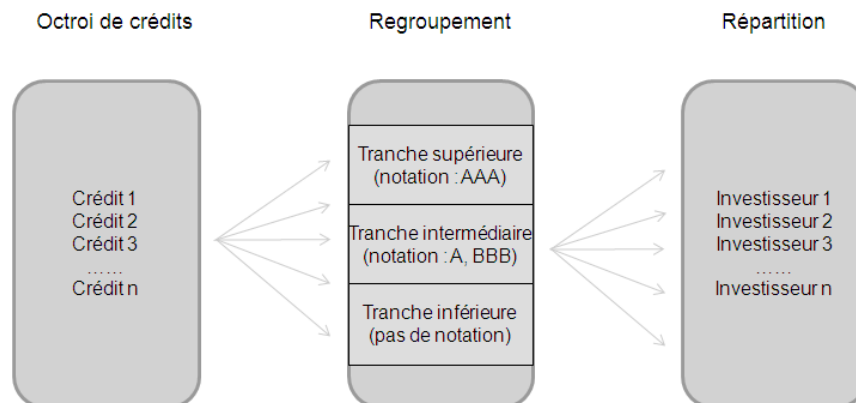
<sup>6</sup> Ibid.

<sup>7</sup> Ellis Luci, 2008, The housing meltdown: Why did it happen in the United States? BIS Working Paper 259, septembre 2008

<sup>8</sup> Bandini, Stephan, Collateralized Debt Obligation, Banque nationale suisse, août 2007, miméo

Si auparavant les banques se contentaient d'octroyer des crédits, aujourd'hui elles regroupent et revendent les risques et les créances.

**Graphique 2 : Titrisation des crédits hypothécaires**



La construction de portefeuilles de CDO s'est complexifiée

Au départ, les portefeuilles contenaient des obligations et des crédits bancaires. La formation de la bulle immobilière aux États-Unis s'explique en partie par l'intégration de créances hypothécaires. Des portefeuilles d'hypothèques titrisées (CDO de titres adossés à des créances hypothécaires<sup>9</sup>) ont vu le jour. Le principe du regroupement a également été étendu aux dettes hypothécaires (CDO de titres adossés à des actifs). Enfin, les « collateralized debt obligations » ont été divisés en tranches et réassemblés. Ainsi, des CDO de CDO ont vu le jour.

Ces dernières années, on a assisté à un boom des produits dérivés

#### **Forte croissance des produits dérivés**

D'après les estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI), le volume de tous les contrats dérivés en cours à l'échelle mondiale atteignait quelque 600 000 milliards de dollars fin 2007, soit onze fois plus que le PIB mondial. Dix ans plus tôt, leur volume avoisinait 75 000 milliards de dollars, soit 2,5 fois le PIB total.

Les CDO sont devenus très populaires ces dernières années. Cela s'explique par le fait que les rendements espérés étaient plus élevés que ceux d'un emprunt avec la même notation, par exemple. Pour les banques, ce sont surtout les tranches AAA qui étaient intéressantes, car après Bâle II elles ne nécessitaient que 20 % de fonds propres tout en générant un rendement supérieur aux obligations AAA<sup>10</sup>. Le montant total de tous les CDO en cours en 2007 a été évalué à près de 1 000 milliards de dollars.

Le marché des CDS a enregistré la plus forte croissance

Parmi les produits dérivés, le marché qui a enregistré la plus forte croissance était celui des CDS. Ces produits sont une sorte d'assurance contre les défauts de crédit. L'acheteur verse au vendeur une prime périodique et reçoit en contrepartie une prestation prédéterminée en cas de défaillance de crédit. Pour ce faire, l'acheteur ne doit pas nécessairement posséder l'instrument de crédit sous-jacent. La prime d'un CDS est un montant annuel que l'acheteur doit payer pour la protection contre la défaillance. Cette prime sert aussi souvent d'indicateur pour évaluer la solvabilité d'une entreprise ou d'un produit financier. Depuis 2003, le marché des CDS a pris passablement d'ampleur. En 2007, son volume était dix fois plus grand que quatre ans auparavant. Selon la banque de données de la Depository Trust and Clearing Corporation, qui recense 90 % environ de tous les produits dérivés de crédit, la valeur nominale des CDS en cours se montait à 29 200 milliards de dollars environ à fin 2008. Fin 2007, elle avoisinait 60 000 milliards de dollars.

<sup>9</sup> MBS : mortgage backed security ; en français : titre adossé à des créances hypothécaires

<sup>10</sup> Bandini, Stephan, op. cit.

### ***Des innovations financières peu transparentes ont favorisé la formation de la bulle spéculative***

Rétrospectivement, les nouveaux instruments financiers conçus selon le modèle « originate and distribute » sont une des causes principales de la crise immobilière, de la crise bancaire et du ralentissement conjoncturel qui en a découlé. On était parti du principe que les innovations financières amélioreraient l'activité financière et économique et qu'elles stabiliseraient le secteur financier. Des modèles de crédit standardisés ainsi qu'une gestion des risques mondiale grâce à la titrisation devaient surtout permettre aux particuliers présentant un degré de solvabilité moins élevé d'accéder plus facilement aux capitaux. Cette « démocratisation du crédit »<sup>11</sup> devait également permettre à davantage de ménages de mieux gérer leurs revenus sur la durée. On s'attendait à ce que les cycles conjoncturels soient lissés et les chocs atténués. Avant l'ère de la titrisation, les conséquences d'une crise étaient avant tout locales. La répartition mondiale de la probabilité de défaillance devait en théorie atténuer un choc financier<sup>12</sup>.

### ***Le tournant***

Les emprunteurs ayant des contrats à taux variables ont été confrontés à des problèmes de paiement lorsque les taux d'intérêt ont augmenté

La réalité n'a pas confirmé ces théories et ces suppositions. A partir de 2004, les taux d'intérêt ont augmenté de manière durable. En particulier les emprunteurs à bas revenu dont le taux de remboursement variable a pris l'ascenseur ont connu des difficultés financières. Forcés de vendre leur maison, ils sont à l'origine de l'effondrement des prix sur le marché de l'immobilier. En raison de cette baisse des prix, il est devenu plus difficile de refinancer les crédits hypothécaires.

Les investisseurs travaillant avec certains produits structurés se sont trouvés acculés

Les propriétaires des créances hypothécaires se sont trouvés acculés. Avec l'effondrement des prix sur les marchés immobiliers, la valeur des biens garantissant les créances hypothécaires a diminué. Il a fallu procéder à des corrections de valeur d'une ampleur correspondante. Début 2007, les défauts de paiement ont atteint un niveau record sur le marché des crédits à risque. Du fait de la titrisation et des nouveaux produits financiers, cela n'a pas touché uniquement les établissements actifs directement dans le secteur immobilier, mais aussi tous les investisseurs ayant acquis des produits structurés sans se soucier des risques encourus ni de leur évaluation<sup>13</sup>. Au fil du temps, il est apparu que de nombreuses banques avaient elles-mêmes investi des sommes colossales dans ces produits. Néanmoins, pendant plusieurs mois on a ignoré quel volume d'actifs toxiques les différentes banques détenaient précisément. Le manque de transparence concernant les positions des banques a rapidement suscité une certaine méfiance à leur égard.

### ***La crise : chronologie des événements***

Le problème ont démarré en 2007. En Suisse, la crise financière a débuté avec la fermeture de Dillon Read Capital Management.

Ainsi, plusieurs « hedge funds », dont Dillon Read Capital Management d'UBS, ont été liquidés en 2007. Les principaux établissements finançant des hypothèques ont dû invoquer la protection des créanciers. Des banques d'investissement et de grandes banques ont dû procéder à d'importants amortissements comptables. Les mois qui ont suivi, les banques centrales ont injecté des capitaux considérables dans le système financier. Les conditions de crédit des banques centrales ont été assouplies, les durées ont été allongées et des crédits d'urgence ont été accordés<sup>14</sup>. Cela n'a pas empêché les événements de se précipiter en 2008, de sorte qu'un grand nombre d'établissements bancaires et de crédit ont connu des difficultés majeures. Dès le mois de janvier, Countrywide Financial a dû être vendu à la Bank of America. A la mi-mars, Bear Stearns a été repris par JP Morgan Chase & Co. En juillet, la IndyMac Bank a été placée sous le contrôle de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et, en septembre, la Federal Housing Finance Agency a repris Fannie Mae et Freddie Mac. A eux deux, ces établissements totalisaient des emprunts pour 2400 milliards de

<sup>11</sup> Beddoes, Zanny Minton, 2008, Taming the beast, The Economist, octobre 2008

<sup>12</sup> Kodres, Laura, op.cit.

<sup>13</sup> Fendel, Ralf et Michael Frenkel, op. cit.

<sup>14</sup> Roth, Jean-Pierre, 2009, Crise mondiale : dans quelle mesure la Suisse est-elle touchée ? Exposé présenté devant le Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclub, mars 2009

Des géants de la finance comme  
AIG ont été placés sous la surveillance  
de l'État. Lehman Brothers a fait  
faillite.

dollars<sup>15</sup>. Le 15 septembre, Lehman Brothers, la quatrième banque d'investissement américaine a été déclarée en faillite, entraînant d'autres banques dans sa chute.

Toujours le 15 septembre 2008, Merrill Lynch a été racheté par la Bank of America. Seulement quelques jours plus tard, l'assureur américain AIG a été placé sous la surveillance de l'État. Contrairement à Lehman Brothers, la FED a soutenu AIG à hauteur de 85 milliards de dollars<sup>16/17</sup>. Les banques d'investissement Morgan Stanley et Goldman Sachs sont devenues des banques d'affaires normales le 22 septembre. Le 29 septembre, Wells Fargo a racheté Wachovia. A partir du mois de septembre, un certain nombre de banques européennes ont fait face à des problèmes de solvabilité, en particulier en Grande-Bretagne, en Irlande et en Islande. En Suisse, la Confédération a souscrit un emprunt à conversion obligatoire le 16 octobre 2008 en faveur d'UBS pour un montant de 6 milliards de francs. Parallèlement, la Banque nationale suisse a créé une société de portage à laquelle UBS a cédé des actifs illiquides pour un montant de 60 milliards de dollars au maximum.

### *Les éléments négligés par les théories*

Les établissements financiers n'étaient pas  
en mesure d'externaliser les risques de  
manière adéquate. Le risque systémique  
a été sous-estimé

Les événements successifs mettent en évidence la nature des problèmes que les gouvernements et les banques centrales ont dû gérer – en particulier pendant l'automne et l'hiver 2008. Visiblement, les nouveaux produits financiers n'ont pas atténué le choc financier. Pourquoi les choses ne se sont-elles pas déroulées comme l'avaient prédit les manuels ?

Il existe plusieurs explications. D'une part, les risques étaient davantage concentrés dans certains établissements qu'on ne le pensait. Beaucoup de banques qui émettaient des titres adossées à des hypothèques, en conservaient une part importante. Faute de respecter la simple règle de la diversification, elles se sont exposées à un risque élevé et ont complètement négligé des règles bancaires qui ont fait leurs preuves comme celle de la congruence des délais et des risques entre les investissements, le refinancement et les capitaux propres.

D'un autre côté, le risque systémique, qui a fortement augmenté avec les nouveaux produits financiers, a été largement sous-estimé. Le gonflement des marchés dérivés à l'échelle mondiale et ses conséquences sur les flux financiers internationaux étaient impossibles à évaluer. Le manque de transparence en ce qui concerne les positions des banques a suscité la méfiance, car on ne pouvait évaluer le volume des positions à risque détenues par les différentes banques ni la probabilité qu'elles connaissent des problèmes de liquidité dans le présent ou le futur (cf. graphiques 3 et 4). Peu à peu considéré comme « négligeable », le risque d'une défaillance dans le transfert entre les institutions est subitement devenu réel et a paralysé l'ensemble du système.

Les banques n'avaient plus confiance les  
unes en les autres. Le marché interbancaire  
s'est asséché.

Le système des prêts interbancaires s'est grippé. Les échéances ont été raccourcies et les montants prêtés fortement réduits. Les banques ont préféré conserver leurs capitaux. Le circuit financier dont les banques dépendent ne fonctionnait plus<sup>18</sup>. Le marché monétaire s'est asséché<sup>19</sup>. Le LIBOR, soit le taux d'intérêt auquel les banques se prêtent des capitaux à court terme, a considérablement augmenté. L'écart entre les taux directeurs des banques nationales et le taux interbancaire s'est fortement creusé<sup>20</sup>. En conséquence, les banques ne pouvaient plus se refinancer correctement. Le risque d'une crise de confiance du côté des clients craignant pour leurs avoirs placés sur des comptes d'épargne, de dépôt et sur le marché monétaire était élevé. La Confédération a amélioré la protection des déposants. De

<sup>15</sup> Momentaufnahme der Finanzkrise, Robert Müller, délégation de l'OCDE, Paris, 17 février 2009

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid. Elle assurait pour 440 milliards de dollars de risques, dont 60 milliards sur le marché des subprimes. Une défaillance d'AIG aurait durablement réduit la qualité des actifs détenus par les banques et nécessité des amortissements considérables, et donc encore amoindri le ratio de couverture des capitaux propres de ces établissements financiers.

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> Fendel, Ralf et Michael Frenkel, op.cit.

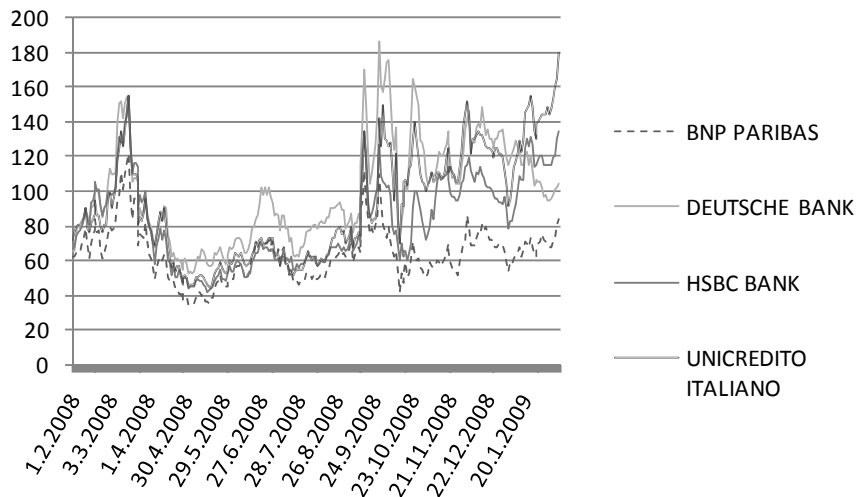
<sup>20</sup> Momentaufnahme der Finanzkrise, Robert Müller, délégation de l'OCDE, Paris, 17 février 2009 : le 14 octobre 2008, le taux d'intérêt pour une obligation d'État avec une échéance de 3 mois était de tout juste 0,05 %, alors que le taux du LIBOR américain atteignait 5,3 %.



plus, des garanties importantes ont été données aux banques et aux établissements de crédit.

La prime de risque pour les CDS, qui permet d'évaluer le risque, a fortement augmenté l'automne dernier.

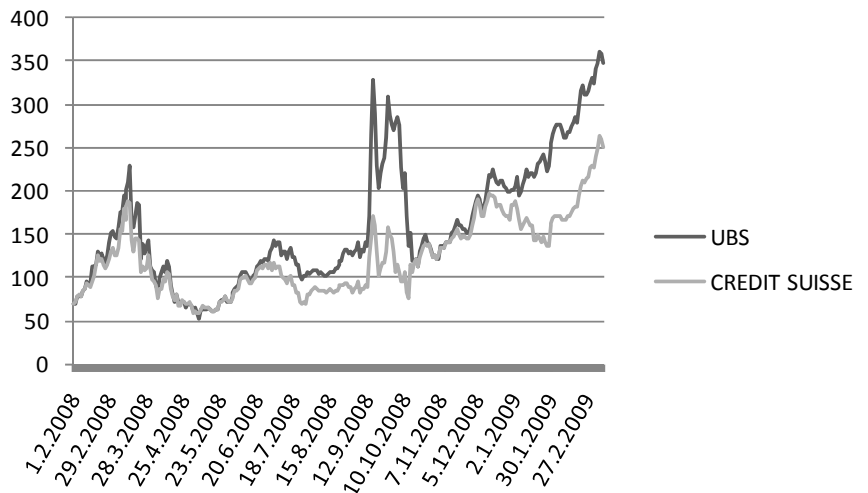
**Graphique 3 : CDS de quatre banques européennes**



Source : Datastream

En Suisse aussi il y a eu une perte de confiance.

**Graphique 4 : CDS de trois entreprises suisses**



Source : Datastream

**Qui sont les responsables de la débâcle ?**

La crise mondiale s'apparente à un jeu de dominos où une première pièce fait tomber toutes les autres

En fin de compte, seules les interventions extrêmement coûteuses des pouvoirs publics à travers le monde ont réussi à enrayer la réaction en chaîne. Contrairement aux précédentes crises bancaires et financières, l'épicentre se situait cette fois-ci au cœur de la toute-puissante économie américaine. Notons que d'autres économies importantes ont été frappées simultanément. Du fait de l'interpénétration internationale des marchés

financiers, toutes les nations ont été prises dans la tourmente. Tout un segment de crédit hypertrophié par l'effet de levier s'est donc effondré.

Mais avant même que les diverses causes de la crise aient été sérieusement étudiées, les coupables étaient désignés : les Américains avec leur mode de consommation non durable, les produits financiers modernes et les banquiers cupides et téméraires ont très vite servi de boucs émissaires.

En fait, tout le monde était « dans le coup ».

Tant il est vrai que la course au profit est un phénomène de société.

On oublie un peu facilement qu'un mode de consommation non durable doit bien être financé par quelqu'un, que les produits financiers modernes doivent bien trouver des acheteurs et que les banquiers ayant le goût du risque font travailler l'argent d'investisseurs qui ne détestent pas le risque.

Quand les Européens et les Asiatiques reprochent aujourd'hui aux Américains leurs habitudes de consommation, ils perdent de vue qu'ils ont largement participé au financement de cette surconsommation. Les pays asiatiques, mais aussi la Suisse ou l'Allemagne ont investis aux Etats-Unis l'excédent croissant de la balance des biens et services. Ces excédents étaient ainsi indirectement à la disposition des consommateurs américains. L'Europe et l'Asie ont donc contribué à l'essor de la consommation américaine et en ont tiré profit.

De même, les reproches qui prennent aujourd'hui régulièrement pour cible les produits financiers dérivés sont singulièrement légers. Car les produits dérivés ont le plus souvent une fonction de garantie (ou d'assurance) et jouent un rôle important dans la diversification des risques des marchés financiers et des entreprises. Vouloir les interdire ne serait-ce que partiellement serait un non-sens. D'une part, ils sont essentiels aux stratégies de placement et de couverture les plus variées. D'autre part, il est difficile de limiter l'acquisition de produits financiers, et de nombreux nouveaux produits peuvent être créés par combinaison d'autres instruments.

Finalement, les banquiers ayant le goût du risque n'investissent pas leur propre argent. Pour leurs transactions et opérations diverses, ils ont besoin de bailleurs de capitaux, qu'ils ont d'ailleurs fort bien su satisfaire en période de haute conjoncture. Ces bailleurs de fonds se contentaient toujours moins de bénéfices modestes et constants, et exigeaient des rendements toujours plus élevés. La Suisse, justement, grâce à son secteur bancaire en expansion, fournisseur d'abondantes ressources fiscales et créateur d'emplois, a fait partie ces dernières années des grands gagnants de la bulle financière. Ceux qui flétrissent aujourd'hui la recherche de profit maximum à court terme par « les banques » ne doivent pas oublier que ce même appétit animait les fournisseurs de capitaux<sup>21</sup> : les actionnaires exigeaient des rendements supérieurs pour leurs capitaux, les salariés attendaient des rentes élevées de leurs caisses de pension, l'État escomptait de grosses rentrées de l'imposition des entreprises et même de larges couches de la population ne se contentaient plus de faibles taux d'intérêt. Bref, la course au rendement est apparue comme un phénomène de société.

### ***Le problème de l'évaluation des risques***

Confiance aveugle dans les agences de notation

Pour leurs choix de placement et de risques, nombre d'investisseurs s'en sont remis aveuglément à l'évaluation des agences de notation. La situation actuelle met de nouveau en évidence de grands défauts dans l'évaluation générale des risques. On s'aperçoit que dans cette crise, l'analyse des produits financiers s'est appuyée trop souvent sur des modèles basés sur des données anciennes et incapables d'évaluer correctement les risques et probabilités. Rappelons que les structures incitatives des agences de notation ont déjà

<sup>21</sup> La tendance, née aux États-Unis, à faire coïncider les intérêts des sphères dirigeantes des banques et d'autres entreprises avec ceux de leurs actionnaires est aussi le fruit, en partie du moins, d'une réglementation d'État: l'art. 162(m) du Internal Revenue Code introduit sous le président Clinton ne permet plus aux entreprises de déduire des impôts en tant que dépenses les salaires de plus de un million de dollars dans la mesure où ils ne sont pas "basés sur les performances" selon des "objectifs de performances" entérinés par l'assemblée générale des actionnaires. Voir à ce propos Charles M. Yablon, Bonus Questions: Executive Compensation in the Era of Pay for Performance, in 75 Notre Dame Law Review 271 (1999). Volume 75, N°. 1, p. 271-308

été remises en question depuis un certain temps<sup>22</sup>. Étant donné que ces agences sont indemnisées par les banques qui émettent un « instrument du marché financier », il existe un intérêt évident à évaluer favorablement les sûretés sous-jacentes. De même, les milieux concernés peuvent être tentés de ne pas dévaloriser trop rapidement des produits afin de conférer une certaine stabilité et une certaine crédibilité au système de rating. Le concept d'activité (« business model ») des agences de notation rend difficile l'évaluation des risques dans l'intérêt de l'économie en générale. Par ailleurs, la structure « oligopolistique » du marché des agences de notation laisse songeur, puisqu'il est évident que le manque de concurrence peut aussi avoir des conséquences sur la qualité du rating.

Malgré ces imperfections, le rating joue également un rôle déterminant dans le domaine réglementaire. C'est ainsi qu'avec Bâle II, les notations sont des facteurs clés dans la détermination du capital propre réglementaire exigé par les risques de crédit des banques : plus le rating est précis, plus la pondération du risque est basse et plus le volume de capital propre nécessaire est limité<sup>23</sup>. Les notations sont ainsi devenues des facteurs essentiels du droit de la surveillance concernant l'adéquation des fonds propres<sup>24</sup>.

### ***Il ne faut pas multiplier les réglementations mais les améliorer***

Normes de comptabilité remises en question

Il serait faux de vouloir répondre à la crise par un déferlement de réglementations supplémentaires. Force est de constater d'ailleurs que toutes les réglementations, prescriptions et lois nouvelles édictées jusqu'ici de par le monde ont été incapables d'empêcher la crise actuelle. Au contraire, certaines réglementations officielles l'ont même favorisée. Cela devrait donc sonner comme un appel à la raison ! Ce ne sont pas des réglementations supplémentaires qu'il nous faut, mais de meilleures réglementations. Nombre de règles et de modélisations de marché sont apparues procycliques et bien peu résistantes à la crise. On a ainsi constaté par exemple que le principe de la « fair value », ou le primat du prix reflétant la juste valeur du marché, était critiquable dans certaines situations<sup>25</sup>. Si la « fair value » de marché est une base d'évaluation utile en temps normal, elle accroît la volatilité dans les situations exceptionnelles. En période de fléchissement économique, cette méthode tend à aggraver la situation, puisque les banques sont contraintes par les normes sur les fonds propres de vendre des actifs, ce qui accélère la spirale descendante des prix. De même, la crainte d'une baisse des cours et d'une dépréciation peut inciter les entreprises à vendre des titres, et à accentuer par là même le courant baissier. Pour les marchés illiquides où les prix ne peuvent pas se former, les banques doivent recourir à des modèles d'évaluation fondés sur des hypothèses<sup>26</sup>.

Certains produits financiers ne sont devenus attractifs qu'à la faveur de nouvelles réglementations officielles

Certaines prescriptions concernant le capital propre apparaissent également contreperformantes. Beaucoup d'instruments du marché financier n'ont commencé à devenir intéressants qu'à la faveur de ces prescriptions. En l'occurrence, c'est pour s'y conformer que les « véhicules hors bilan » cités ci-dessus ont été créés, qui permettent de sortir les fonds et les risques des bilans. Le marché des dérivés sur défauts de crédit (« credit-default swaps » ou CDS), a permis, par exemple, de ne plus devoir afficher au bilan des placements risqués qui auraient exigé un volume élevé de capital propre. Le problème est qu'il n'est pratiquement plus possible d'évaluer les produits financiers qui en découlent ni les risques afférents. On estime que les instruments de placement des banques non inscrits au bilan ont créé un volume de fortune bancaire parallèle qui correspond approximativement à celui de la fortune bancaire mondiale figurant au bilan. A cet égard aussi, ce n'est pas une nouvelle vague de réglementations schématiques qui s'impose, mais une amélioration des réglementations existantes.

<sup>22</sup> Kodres, Laura, op. cit. ; Emmenegger, Susan, Die Regulierung von Rating-Agenturen, in : Revue suisse de droit des affaires et du marché financier SZW/RSDA 1/2006, p. 32ss.

<sup>23</sup> Comité de Bâle pour la supervision bancaire, 2004, Convergence internationale pour la mesure des fonds propres et normes de fonds propres, Accord cadre révisé, chiffre 60 ss., 538 ss.

<sup>24</sup> Emmenegger, op. cit. p. 33s.

<sup>25</sup> Kodres, Laura, op. cit.

<sup>26</sup> Frühauf, Markus, 2009, « Fair value » – Das Dilemma in der Bilanzierung, 12 mars 2009

**Conclusion**

On est toujours plus intelligent après coup... Les considérations ci-dessus montrent que toute une conjonction de facteurs a permis à une crise aussi importante que celle que nous connaissons aujourd'hui d'éclater. Un des enseignements majeurs du débat actuel est que les réglementations publiques, loin d'empêcher les problèmes, les ont même en partie provoqués. Le solennel verdict de « l'échec de l'économie de marché » que l'on entend dans certaines bouches est tout à fait simpliste. Par ses réglementations fautives, l'État est pour beaucoup dans la présente crise. De même, incriminer unilatéralement l'avidité des banquiers est plutôt court, puisqu'il est évident que la course au rendement a été un véritable phénomène de société: les actionnaires exigeaient du capital propre des rendements toujours plus élevés, les travailleurs de confortables bénéfices pour leurs caisses de pensions, l'État encaissait de fortes rentrées au titre de l'imposition des entreprises et les épargnants eux-mêmes ne se satisfaisaient plus de la faible rémunération de l'épargne.

Pour définir le remède, il faut tenir compte de cette réalité: en dépit des réglementations officielles les plus diverses, des bulles spéculatives se sont toujours formées par le passé. Si la mise en place d'un corset de règles rigoureuses peut empêcher aujourd'hui la formation d'une bulle sur tel marché sectoriel, le capital trouvera d'autres chemins et la bulle finira par se former sur un autre marché peu ou pas réglementé. Il serait naïf d'exiger une réglementation du marché capable d'empêcher désormais la formation de toute bulle spéculative. Les législateurs doivent surtout veiller à faire en sorte que le système financier ne soit pas mis en danger par l'éclatement de ces bulles. Ils doivent accorder toute leur attention aux mesures dirigées contre les risques systémiques afin de s'assurer que la faillite de tel ou tel établissement financier ne risque plus d'entraîner un effondrement général.

Ce n'est pas par une vague de réglementations supplémentaires que l'on empêchera la prochaine bulle spéculative de se former. Il serait bien plus utile d'améliorer, si faire se peut, la coordination internationale dans la mise en œuvre des réglementations existantes<sup>27</sup>. Le respect des « règles d'or bancaires » par les établissements ainsi que la publication, le contrôle et la restriction des risques à tous les niveaux jusqu'à l'investisseur individuel sont cruciaux.

**Pour toute question :**[rudolf.minsch@economiesuisse.ch](mailto:rudolf.minsch@economiesuisse.ch)[philipp.bauer@economiesuisse.ch](mailto:philipp.bauer@economiesuisse.ch)

<sup>27</sup> Voir, par exemple, les travaux en cours du Comité de Bâle pour la supervision bancaire ([www.bis.org](http://www.bis.org)) et du Forum de stabilité financière (<http://www.fsforum.org>)