



LEÇONS DES TURBULENCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS : MIEUX RESPONSABILISER LES DIFFÉRENTS ACTEURS

XAVIER MUSCA*

Depuis août 2007, les marchés internationaux font face à de violentes turbulences qui ne sont toujours pas arrivées à leur terme. La crise de confiance des participants des marchés s'est traduite par une crise de liquidité qui a pu paralyser le marché interbancaire. Ces phénomènes, toujours d'actualité, ont eu pour déclencheur la crise du marché immobilier américain. Mais l'ampleur et la diffusion des perturbations s'expliquent par certaines caractéristiques dans l'évolution des marchés financiers sur ces dernières années.

À court terme, des mesures sont prises pour permettre le rétablissement de la confiance nécessaire au retour à une situation normale sur les marchés financiers. Au-delà, la situation actuelle

a mis à jour plusieurs dysfonctionnements de la sphère financière et notamment une relative déresponsabilisation de certaines de ses parties prenantes. Dans ces conditions, il revient d'abord aux professionnels de prendre pleinement conscience de la situation et d'en tirer les conséquences. Mais parallèlement, les acteurs publics doivent également s'assurer que les réglementations génèrent les incitations adéquates.

Après avoir pris la mesure de l'ampleur des difficultés actuelles et des dysfonctionnements qu'elles révèlent, nous évoquerons les dispositifs et mesures pertinents pour gérer les crises financières puis les réponses structurelles qui auraient besoin d'être apportées au fonctionnement du secteur financier.

* Directeur général du Trésor et de la politique économique.

LE MARASME INITIAL DU SECTEUR IMMOBILIER AMÉRICAIN A ÉTÉ AMPLIFIÉ PAR CERTAINES IMPERFECTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS

Au cours des dernières années, l'abondance de liquidités au niveau mondial a poussé les taux d'intérêt à la baisse et le prix de nombreux actifs à la hausse, conduisant à des prises de risque plus élevées pour l'investissement de ces liquidités. Du fait de la structure actuelle des marchés financiers, cette situation a particulièrement profité aux États-Unis. La valeur des actifs immobiliers américains notamment a connu une hausse soutenue, ce qui a entretenu la dynamique du secteur. Les ménages étaient d'autant plus encouragés à emprunter que généralement, les prêts ne portaient pas immédiatement intérêts. Enfin, il s'avère qu'aux États-Unis, les organismes spécialisés dans les prêts immobiliers sont peu ou pas régulés, donc guère incités à sélectionner correctement leurs risques. Dans ces conditions, des prêts ont été massivement consentis à des ménages insuffisamment solvables - les prêts dits *subprime*. Quand la conjoncture a commencé à se retourner, nombre de ces ménages ont fait défaut sur leurs crédits.

Dans la mesure où les prêts en cause étaient très majoritairement titrisés, les défaillances des emprunteurs initiaux se sont répercutées sur les marchés de dette ; dès le mois de juillet 2007, plusieurs véhicules adossés à des prêts *subprime* ont vu leur note dégradée de plusieurs crans. Fin août 2007, la

liquidité s'était tarie même sur le marché interbancaire, où les banques rechignaient à se prêter même au jour le jour. Progressivement, les investisseurs se sont retirés des différents segments liés aux prêts *subprime*, puis des autres marchés de la titrisation. Aujourd'hui, les conditions de refinancement demeurent tendues : les spreads des marchés monétaires et obligataires restent significativement supérieurs à leur niveau d'avant août 2007. Ces difficultés ont déjà fait quelques victimes notables parmi les institutions financières.

LEÇONS CONCERNANT LES MODALITÉS ET L'ORGANISATION DE LA GESTION DES CRISES INTERNATIONALES

La manifestation la plus immédiate des perturbations financières a été une crise de liquidité qui, à partir du marché de la titrisation des prêts immobiliers américains, s'est rapidement généralisée à l'ensemble des marchés de dette, jusqu'au marché interbancaire. Face à cette situation, dès le début du mois d'août, les principales banques centrales occidentales (Réserve Fédérale et BCE notamment) ont procédé à des injections de liquidités très substantielles et répétées, qui ont permis d'éviter la paralysie complète des marchés.

Il semble toutefois que, dans un premier temps au moins, ces interventions n'ont pas donné leur pleine mesure du fait d'une coordination imparfaite entre les banques centrales.



Il a ainsi fallu attendre le mois de décembre, à la veille du passage critique de la fin d'année, pour que les banques centrales européennes et américaines annoncent et mettent en œuvre une action pleinement concertée. Ces difficultés tiennent sans doute d'abord au fait que chaque institution a ses propres modalités d'intervention (collatéral accepté en contrepartie, conditions des appels d'offres), pour partie justifiées d'ailleurs par les caractéristiques des systèmes financiers qu'elles supervisent. Au passage, on peut souligner que le SEBC n'a pas eu besoin de modifier ses règles d'intervention sur les marchés, qui se sont avérées suffisamment adaptées et évolutives pour faire face à la situation. En tout état de cause, l'intégration des marchés nécessite sans aucun doute une meilleure coordination des interventions des banques centrales voire une plus grande harmonisation de leurs outils. De ce point de vue, les travaux qu'elles ont engagés en ce sens dans le cadre du Forum de Stabilité Financière, sur mandat du G7, apparaissent particulièrement bienvenus.

Mais les autres autorités publiques concernées, ministres des finances et superviseurs, ont certainement des efforts également conséquents à fournir s'agissant de coopération internationale en cas de crise. Sur ce sujet, une approche internationale est évidemment nécessaire. La France est ainsi pleinement partie prenante des travaux mis en œuvre au sein du FMI pour développer des dispositifs internationaux d'alerte précoce s'agissant du secteur financier. Toutefois, c'est sans doute des travaux européens en cours actuellement au sein du

Comité économique et financier qu'on peut espérer les avancées les plus substantielles à brève échéance en matière de gestion de crise. Un rapport d'octobre 2007 a permis de dégager des principes s'agissant du partage du fardeau budgétaire éventuel en cas de crise transfrontière (« *burden sharing* ») ainsi que des modalités pratiques de coopération entre les autorités compétentes dans les différents États-membres concernés. Un accord-cadre européen (« *Memorandum of understanding* ») signé par les ministres des finances, les gouverneurs des banques centrales et les présidents des autorités de supervision, viendra prochainement compléter ces travaux. Nul doute que ces acquis substantiels obtenus au niveau européen pourront très utilement nourrir les réflexions internationales sur le sujet.

En outre, pour la prévention des crises financières, il apparaît tout aussi essentiel de renforcer significativement la coopération entre les superviseurs en temps normal. Là encore, si une approche internationale mérite d'être développée, les travaux européens sont sans doute pour l'heure les plus prometteurs.

Enfin, les événements récents ont mis en lumière l'importance du rôle du secteur privé pour limiter les effets d'une crise. En effet, le déficit de confiance du côté des investisseurs est dû principalement à l'incertitude concernant le niveau réel d'exposition des différents acteurs aux risques découlant des prêts *subprime*. La rapidité et la qualité de la communication des institutions financières à ce titre s'avèrent donc un élément essentiel de la sortie de crise.



Plus généralement, la situation actuelle montre que les investisseurs manquent d'information sur les produits structurés qu'ils achètent, qu'il s'agisse de la structure de ces produits ou de leurs sous-jacents. Parallèlement, les institutions financières ne donnent pas une image suffisamment précise et complète de leurs expositions sur les produits structurés et la titrisation en général, que les risques soient ou non à leur bilan. Dans les deux cas, il y a un besoin de plus d'informations, mais aussi d'une information plus lisible et comparable d'un émetteur et d'un établissement à l'autre. En effet, il n'est actuellement pas aisé pour les investisseurs et pour les autorités de se faire une idée pertinente de la situation globale du secteur financier. À ce titre, les travaux en cours des professionnels et des superviseurs pour développer des standards internationaux revêtent une importance toute particulière, qu'il s'agisse des formats de publication ou des méthodes de valorisation.

LEÇONS CONCERNANT LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS DU CRÉDIT

Dans les perturbations actuelles, il ne faut pas perdre de vue les avantages considérables pour le financement de l'économie qu'a apportés la montée en puissance des mécanismes de marché dans le secteur du crédit, et notamment la titrisation des prêts. Le transfert des risques de crédit du bilan des banques vers les marchés a permis une meilleure distribution et une plus grande mutualisation de ces risques.

Cette évolution améliore fondamentalement la résilience du système financier et permet aux banques de dégager des capacités à prêter supplémentaires. Ainsi, il serait tout à fait dommageable que la conjoncture présente conduite à remettre en cause le fonctionnement des marchés du crédit ou même gèle l'innovation dans ce secteur.

Pour éviter cet écueil, il faut tirer pleinement les conséquences des événements actuels et apporter les corrections nécessaires dans le fonctionnement des autres acteurs des marchés ainsi que des marchés eux-mêmes. À ce titre, chacun doit jouer son rôle : les professionnels concernés sont en première ligne pour proposer des solutions ; il serait notamment souhaitable qu'ils s'interrogent sur la soutenabilité du rythme actuel de développement et d'innovation sur les marchés. Parallèlement, les autorités concernées (superviseurs, ministères des finances, banques centrales) devront mettre en place les incitations pertinentes, y compris par voie réglementaire, s'agissant notamment de la transparence et du degré d'information des investisseurs sur les marchés du crédit et du traitement prudentiel des opérations de titrisation. En outre, il s'est avéré que dans certains pays, dont les États-Unis, les différents intervenants du marché du crédit n'étaient pas suffisamment régulés ou encadrés.

En la matière, il est essentiel de faire preuve de pragmatisme : l'intervention publique ne doit pas être un réflexe mais les gouvernements et les institutions internationales devront intervenir là où cela s'avère nécessaire.



Surtout, il est primordial que face aux difficultés actuelles, les acteurs publics et privés agissent dans une concertation étroite, à l'instar de l'esprit de place qui anime le secteur financier français.

LEÇONS CONCERNANT LA GESTION DES RISQUES ET L'INCERTITUDE ATTACHÉE AUX ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Chaque phase de turbulence ou de crise rappelle la même leçon : les périodes fastes ne durent pas toujours ; les conditions économiques favorables génèrent une sous-estimation et une moindre attention aux risques, sources des difficultés ultérieures. Il faudrait donc que les événements en cours soient l'occasion d'une prise de conscience durable du caractère fondamentalement risqué et incertain des activités financières.

Ce constat vaut plus spécifiquement pour les activités financières : le recours croissant à des modèles, l'usage de plus en plus marqué d'outils mathématiques ont pu donner à tort à des agents qui ne les comprennent pas ou mal une trompeuse impression de maîtrise, de sécurité et de certitude. Là encore, il n'est pas question de remettre en cause en tant que tels ces outils : les acquis qu'ils apportent sont indéniables, et ils ne cessent de s'améliorer à l'usage. En revanche, il y a très certainement beaucoup à faire s'agissant de leurs conditions d'utilisation : trop souvent, ils constituent pour leurs utilisateurs de complètes « boîtes noires » voire des

instruments garantissant la rentabilité tout en éliminant le risque.

Dans la continuité des analyses développées par le ministère de l'économie depuis l'été 2007, et en particulier de l'article publié par Christine Lagarde dans le *Financial Times* en octobre dernier, la réponse à ces défaillances repose fondamentalement sur une plus grande responsabilisation des acteurs de la sphère financière, au travers de deux axes principaux : des exigences de transparence accrues permettant de faire jouer autant que possible la discipline de marché ; des pratiques de gestion des risques renforcées. Il n'est pas question ici de revenir en détail sur les nombreux travaux européens et internationaux en cours, qui font aujourd'hui l'objet d'un large consensus. Il apparaît cependant utile de dégager certaines priorités et d'apporter des éclairages complémentaires.

En premier lieu, les turbulences actuelles ont mis en lumière des risques jusqu'ici sous-estimés ou difficiles à mesurer. Le premier d'entre eux est certainement le risque de liquidité, dont le changement de nature est apparu très clairement : les institutions financières dépendent de plus en plus des marchés financiers pour leur refinancement ; elles sont donc particulièrement sensibles à la volatilité de ces marchés. Cet état de fait doit se traduire du côté des établissements par des pratiques de *stress-testing* (scénarios de crise) fiables et la mise en place de plans d'urgence conséquents. En outre, les événements actuels ont mis l'accent sur les risques extrêmes à impact fort mais de probabilité réduite (risques dits « de queue de distribution ») comme

le risque de concentration : ainsi, les banques ont sans doute trop négligé la corrélation entre leurs diverses expositions au risque *subprime* américain. Enfin, il s'est avéré que des risques peu quantifiés, comme le risque de réputation, pouvaient avoir des impacts financiers très significatifs, par exemple lorsque des banques se sont portées contreparties des clients de leurs activités de gestion d'actif.

En outre, bien que la gestion des risques soit une fonction bien identifiée dans la plupart des institutions financières, elle ne s'applique pas toujours avec l'effectivité nécessaire à toutes les activités. Cela semble vrai en particulier des salles de marché, qui génèrent une part très significative des revenus mais aussi des risques des banques. En particulier, les instances dirigeantes des établissements devraient sans doute s'impliquer de manière plus substantielle dans le suivi de l'ensemble des risques. Il serait ainsi souhaitable que les bonnes pratiques de gouvernance mises en place pour les problématiques comptables soient systématiquement étendues au suivi des risques, qui doit être pleinement intégré aux travaux des organes de direction. L'importance de la gestion des risques devrait être mieux intégrée dans l'organisation des établissements et mieux prise en compte dans les politiques de gestion des ressources humaines ; comme le montre la période actuelle, elle est un facteur important pour garantir une croissance et une profitabilité durables des institutions financières.

Par ailleurs, les turbulences actuelles montrent a contrario qu'en temps normal, les investisseurs ont tendance

à se satisfaire d'un faible niveau d'information ou surestiment la fiabilité des informations reçues. À ce titre, le recours aux notes émises par les agences de notation a montré ses limites : la relativité de leur fiabilité est apparue lors des dégradations massives de notes de produits structurés intervenues au cours de l'été. Elles ne devraient donc être considérées par les investisseurs que comme un élément de leur propre analyse de risque, et non s'y substituer. Plus généralement, il s'avère essentiel que les acteurs de la sphère financière fassent preuve d'un plus grand recul et d'une plus grande exigence concernant les informations dont ils disposent, ou non et - cela devrait être une évidence - n'investir que dans des produits qu'ils comprennent.

Enfin, il ne peut y avoir de véritable transparence que si la valorisation des instruments financiers est suffisamment fiable. Or, du fait de la rareté des transactions sur les produits structurés, il est devenu très difficile voire impossible de constater sur les marchés un prix qui ait un sens (*mark-to-market*) ; dans ces conditions, les valeurs données par les modèles (*mark-to-model*) constituent un indicateur très utile mais insuffisant. Il faut donc que les investisseurs, les établissements, les auditeurs s'informent et exercent leur jugement. Cependant, force est de constater que les standards comptables internationaux en la matière sont très peu opérationnels, ce qui ne favorise ni la fiabilité ni la convergence des valorisations opérées. Il s'avère donc particulièrement essentiel que l'IASB et les autres autorités comptables délivrent des recommandations précises sur le sujet, et s'interrogent



sur les règles de classification des actifs.

Suite aux turbulences actuelles, des organisations devront être revues, des modèles corrigés et des réglementations amendées. Même si nous ne pouvons encore tirer toutes les leçons, il convient d'y travailler sans attendre.

Mais, le bon fonctionnement des marchés financiers repose avant tout sur les comportements des individus qui y participent : si chacun exerce continûment son jugement et assume pleinement ses responsabilités, la stabilité du système financier sera certainement consolidée.



