

# ÉDITORIAL

Ce numéro spécial constitue une première. Pour la première fois, en effet, depuis leurs créations respectives – 1987 pour la *Revue d'économie financière* (*REF*), 1990 pour *Risques* –, deux revues françaises de référence en matière de finance ont pris la décision d'unir leurs forces pour structurer un numéro spécial consacré à un thème dont l'importance leur est simultanément apparue comme exceptionnelle : la crise financière.

La *REF* et *Risques* – chacune avec ses spécificités – ont déjà abordé des thèmes qui prennent aujourd'hui une actualité nouvelle. Pour ne citer que deux exemples parmi d'autres, la *REF* a, en 2006, consacré un numéro spécial au « risque opérationnel » et *Risques*, en mars 2005, a consacré un dossier au thème « Quelles exigences pour la notation financière ? ». Ceci explique peut-être cela. À la jonction entre la sphère académique et la sphère professionnelle, ces deux revues peuvent s'honorer d'avoir souvent traité, avant les autres, des sujets qui ont par la suite fait la « une » de l'actualité financière.

Cela posé, qu'avons-nous voulu faire ? Depuis l'éclatement de la crise des « *subprimes* » en juillet 2007, depuis quelques semaines surtout, un certain nombre de revues en Europe et aux États-Unis ont elles aussi consacré un numéro spécial à la crise financière. Tenant compte de ces publications récentes et des inévitables – et indispensables – publications à venir, nous avons mis l'accent sur ce qui fondait l'originalité même de notre entreprise commune et qui peut se décliner à quatre niveaux : une approche globale, une perspective historique, un éclairage « chirurgical », une constante recherche de solutions.

D'abord, une approche globale. La *REF* et *Risques* éclairent une même réalité sous un double regard : plutôt tourné vers le monde de la banque pour la *REF*, plutôt tourné vers le monde de l'assurance pour *Risques*. Or, la crise actuelle est une crise globale. Contrairement à ce qui a été dit et écrit à de multiples reprises, la crise actuelle n'est pas seulement une crise des crédits « *subprimes* » américains. Certes, c'est sur ce marché relativement étroit (1 300 milliards de dollars au grand maximum) que la crise a éclaté. Cependant, celle-ci s'est très rapidement propagée à la plupart des marchés de titrisation et, surtout, bien au-delà des frontières des États-Unis. C'est ainsi l'ensemble de la finance mondiale qui se trouve alors concerné. D'où la nécessité, si l'on veut comprendre les mécanismes de cette crise et, plus encore, si l'on veut proposer des réformes adaptées à cette situation exceptionnelle, de porter un regard panoramique sur la réalité économique.

Ensuite, une perspective historique. Rien n'est plus ridicule et plus malsain que de vouloir faire de la crise actuelle une répétition de telle ou telle crise antérieure. Bien qu'elle partage certains traits communs avec la crise des « *savings and loans* » américaines des années quatre-vingt-dix ou avec la bulle « internet » du début des années 2000, la crise actuelle est d'une ampleur et d'une configuration toutes différentes. Ce n'est pas une crise localisée, en termes de territoire ou de marché, comme les crises précédentes. L'assimilation à la crise de 1929 – que certains médias se complaisent à proposer à l'envi – n'en est pas plus justifiée pour autant. S'il est une chose que l'histoire apprend, à ceux qui la pratiquent sérieusement, c'est qu'elle peut parfois bégayer mais ne peut jamais se répéter à l'identique. Cela n'empêche pas, bien au contraire, l'existence d'invariants historiques qui nous font obligation, pour éclairer l'avenir, de se servir de la lumière du passé. D'où la nécessité que nous avons ressentie de mettre en perspective historique, de manière aussi complète que possible, la réalité de la crise actuelle.

Puis, un éclairage « chirurgical ». « *Le diable est dans les détails* » écrivait Nietzsche. La crise en cours aussi. Les bienveillantes généralités ont très vite épuisé dans les circonstances actuelles leur pouvoir analytique et, plus encore, prédictif. Nous ne nous en tirons pas en nous focalisant uniquement sur des « concepts » aussi flous que ceux de « financiarisation » ou même de « titrisation ». Une des particularités de la crise présente tient à ce que celle-ci met en cause des mécanismes et des opérateurs extrêmement diversifiés. Qui connaissait très précisément le rôle des rehausseurs de crédit il y a de cela quelques mois ? Qui avait pris la mesure exacte des mécanismes de « diffusion - dilution - dissimulation » des risques dont étaient porteurs les CDO (*collateralized debt obligations*) et *a fortiori* les SPV (*special purpose vehicles*) porteurs de CDO ? Une des originalités principales de cette livraison est d'être rentré dans le détail des mécanismes de la finance contemporaine afin d'en éclairer d'une manière plus précise les rouages et les ressorts.

Enfin, une constante recherche de solutions. Quand ce numéro spécial parviendra à ses lecteurs, nous espérons que les propositions de réforme pour sortir de la crise actuelle seront plus nombreuses que celles mises sur la table aujourd'hui. Car il faut bien reconnaître que, à ce jour, si la désignation de boucs émissaires va bon train, en matière de réformes – autres que cosmétiques – le silence est... assourdissant. Un des objectifs de cette livraison conjointe de nos deux revues a été, depuis le démarrage de ce projet d'éclairer l'avenir et, pour ce faire, de demander aux auteurs que nous avons sollicités d'enrichir leur lecture de la crise de propositions de réformes permettant de nous rapprocher aussi vite que possible de l'issue de celle-ci. Et ce, aussi bien au niveau microéconomique (les entreprises) que mésoéconomique (les métiers et les industries) et macroéconomique (les États et les organisations supranationales). C'est en articulant les réformes à ces trois niveaux que pourront être dénoués les dysfonctionnements qui, aujourd'hui, remettent en cause le rythme même de la croissance mondiale dont témoignent, entre autres, les dernières prévisions du Fonds monétaire international (FMI).

Cette quadruple exigence éditoriale nous permet d'offrir au lecteur un numéro spécial sans équivalent à ce jour. La tonalité d'ensemble n'est ni fataliste ni exagérément pessimiste. La situation actuelle est grave, sans réel précédent historique. Ne pas le reconnaître, se voiler la face dans ce domaine, conduit – nous semble-t-il – à aggraver le mal. Mais, si les réformes qui s'imposent – et auxquelles ce *compendium* de textes ouvre des pistes, souvent détaillées avec précision – sont mises en œuvre rapidement, nul doute que l'économie mondiale retrouvera le *trend* de croissance de long terme que l'économie de marché a, de ses propres forces, généré.

Sans attendre le jugement des lecteurs, que nous espérons bien sûr nombreux et auxquels, seuls, il revient de décider de la réussite de notre projet, nous tenons à remercier les équipes de rédaction et nos collègues des comités de rédaction des deux revues qui n'ont pas ménagé leurs efforts pour parvenir à cette publication. Notre reconnaissance s'adresse, aussi, aux auteurs – à chacun d'entre eux – qui ont répondu à notre appel et ont fourni une contribution malgré la brièveté des délais que nous leur avons fixés.

Un dernier mot... Nos deux revues ont découvert à l'occasion de cet événement exceptionnel les joies de la collaboration. Si nous ne collaborons qu'à l'occasion de chaque crise mondiale, espérons que notre prochain numéro commun ne sorte pas avant plusieurs décennies... Dans le cas contraire, on peut espérer que « l'appétit vienne en mangeant »... ou plutôt en pensant ensemble – chacun avec son point de vue original – à l'avenir de la finance qui, si elle doit se réformer, doit aussi poursuivre ses progrès qui sont, nous en sommes convaincus, nécessaires à ceux de l'économie.

Thierry Walrafen  
Directeur de la publication  
*Revue d'économie financière*

Jean-Hervé Lorenzi  
Directeur de la rédaction  
*Risques*

Olivier Pastré  
Conseiller scientifique  
*Revue d'économie financière*

Jean-Marc Boyer  
Délégué général de la FFSA et membre du comité éditorial  
*Risques*