

Discussion de la session : « Les causes de la crise »

Discutant : **Gunther Capelle-Blancard**
Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Président de session : **Christophe Blot**

Gunther Capelle-Blancard : Les papiers de cette session ont tous un point commun : ils sont très critiques vis-à-vis des marchés financiers. Je partage beaucoup de ces critiques, mais pour l'occasion je vais me faire un peu l'avocat du diable. Mes remarques renvoient à quatre de vos critiques : sur la titrisation, sur le rôle des intermédiaires, sur le concept de valeur actionnariale et sur le concept d'efficience des marchés.

Vous avez tous été très critiques vis-à-vis de la titrisation et, plus généralement, à propos de la sophistication des produits. Avant d'en venir au fond du problème, j'aimerais rappeler qu'avant la crise, tout le monde considérait la titrisation comme une bonne chose. À l'époque, aucun article ne dénonçait la titrisation qui était vue comme un moyen de diminuer le risque de système. Ce qu'on redoutait alors, c'était la concentration des risques et on pensait que la titrisation permettait de répartir ces risques. On sait aujourd'hui que c'était une fausse bonne idée.

Au-delà de la titrisation, vous critiquez surtout la sophistication des produits. Sur ce point, je ne peux être qu'en phase avec vous. Je vous trouve toutefois quelque peu « schizophrènes ». Globalement, vous considérez — à juste titre d'ailleurs — que les produits structurés issus de la titrisation sont de véritables usines à gaz. Mais, en même temps, vous critiquez l'hypothèse de normalité des lois de probabilité sous-jacente à la plupart des modèles en finance et plaidez pour l'utilisation de lois de probabilités non-gaussiennes. On ne peut pas à la fois critiquer la complexité des produits et demander d'utiliser des lois non-gaussiennes, certes beaucoup plus réalistes, mais aussi beaucoup plus sophistiquées !

Il y a eu, ces dernières années, une véritable dérive vers toujours plus de complexité. Et cela s'est traduit — consciemment ou non — par toujours plus d'opacité. Cette dérive n'a d'ailleurs pas épargné la réglementation. À trop vouloir raffiner les modèles, on perd en robustesse. C'est pour moi une des grandes leçons de cette crise ; et j'ai l'impression que cette leçon n'a suffisamment pas été bien intégrée. La réponse à la crise n'est pas dans la sophistication des modèles d'évaluation ou de contrôle des risques. Il faut rompre avec ce scientisme.

Je ne suis pas sûr d'avoir compris la position d'Henri Sterdyniak sur l'intermédiation. Il critique l'essor des marchés tout en mettant en cause la domination des intermédiaires. Il veut donner davantage de poids aux banques, mais en même temps il critique leur comportement. Ceci devrait être approfondi. Sterdyniak est aussi critique vis-à-vis du

private equity, mais le *private equity* n'est-il pas une solution aux errements de la Bourse ? En tout cas, les défenseurs du *private equity* tiennent le même discours qu'Henri Sterdyniak : la bourse est erratique, incapable d'évaluer complètement les entreprises de façon satisfaisante.

Henri Sterdyniak et Éric Bryis dénoncent l'idée de valeur actionnariale. Sterdyniak regrette que le pouvoir ne soit plus entre les mains des dirigeants mais soit passé entre ceux des actionnaires. Quand le pouvoir était dans les mains des dirigeants qui n'étaient pas propriétaires, on a assisté à de graves dérives. Vous n'insistez pas assez sur les problèmes que cela posait alors. Pour Sterdyniak, si j'ai bien compris, l'entreprise doit avoir pour objectif de grossir. Mais renforcer le pouvoir des dirigeants au détriment du pouvoir actionnarial serait une erreur. Sterdyniak critique également les stocks options : ceux-ci récompensent davantage la chance que le talent, ce avec quoi je suis globalement d'accord. Mais c'est parce que l'instrument a été perverti, il n'est pas mauvais en lui-même. Il faudrait notamment que les stock-options récompensent, non pas la performance absolue, mais la performance relative.

Vous avez beaucoup critiqué le concept d'efficience mais les différentes présentations ne définissent pas le concept d'efficience de la même manière. Pour Henri Sterdyniak, l'évolution complètement erratique des cours boursiers est la preuve que les marchés sont inefficients. Mais pour les partisans de l'efficience, c'est justement l'imprévisibilité des cours boursiers qui témoigne de l'efficience des marchés ! Et même si Antoine Bouveret et Gabriele di Fillipo ont fait un gros effort pour définir différents concepts d'efficience, à mon avis certaines ambiguïtés persistent.

André Cartapanis : Ce qui doit nous préoccuper, c'est non seulement le déclenchement de cette crise — après tout, on a observé des crises de façon récurrente depuis plusieurs siècles, y compris depuis la fin des années cinquante — ; mais c'est surtout le passage d'une crise financière à une très grande crise, à la fois financière et réelle.

Comme Jean-Luc Gaffard et Francesco Saraceno, je suis convaincu moi aussi qu'on ne peut pas s'arrêter à la dimension purement financière. On est en présence de phénomènes macroéconomiques ; il ne faut pas oublier le rôle fondamental joué par la globalisation et, notamment, les rapports entre pays à excédent d'épargne et les pays à déficit d'épargne, compte tenu de l'absence d'ajustement par les taux de change. Mais il faut tenir compte aussi de la déconnexion que l'on observe dans les années 2000 entre l'extension de la liquidité et les politiques monétaires. Dans ces années 2000, il n'y a plus aucun lien entre les politiques monétaires et l'évolution de la liquidité, qui semble être devenue totalement autonome, autant en Europe qu'aux États-Unis ou à l'échelle globale.

Un autre phénomène me paraît également très important : depuis 20 ou 30 ans, le rapport entre le montant des patrimoines et celui de la valeur ajoutée a fortement augmenté. Le stock d'épargne qu'il convient de rémunérer grâce à la création de valeur ajoutée devient de plus en plus important ; et les gains de productivité ne sont pas à même de répondre à cette augmentation des patrimoines à rémunérer. D'où une ponction accrue sur les salaires. Les analyses plus structurelles, plus macroéconomiques, de la crise, doivent intégrer ces deux volets : l'augmentation des patrimoines et les rapports entre l'Asie et les États-Unis, à l'origine d'une évolution accélérée de la liquidité globale.

Jean-Luc Gaffard : Pour moi, il y a un lien étroit entre les déséquilibres internes et des déséquilibres globaux dont Cartapanis fait état. Les déséquilibres internes qui démarrent aux États-Unis sont des déséquilibres de répartition qui ne sont pas sans rapport, même s'il n'y a de relation univoque, avec les déséquilibres internationaux les importations depuis la Chine ont autorisé le maintien d'une certaine capacité de consommation aux États-Unis.

André Cartapanis : Ce qui est bizarre, c'est l'asymétrie entre la Chine et les États-Unis du point de vue des rapports entre inégalités et taux d'épargne net. Les inégalités n'ont pas réellement été réduites parmi les pays asiatiques et elles se sont matérialisées par des excédents d'épargne. Aux États-Unis, au contraire, par des déficits d'épargne. Cela a induit une sorte de compatibilité globale qui paraît fragile...

Jean-Luc Gaffard : Une compatibilité qui est très instable certes. On a pensé longtemps que c'était stable, cela ne l'est pas. Lorsque l'on regarde l'histoire de l'analyse économique la relation répartition-croissance a toujours été quelque chose de délicat à traiter. Ce n'est pas une raison pour ne pas s'y atteler de manière très sérieuse

Christophe Blot : Quelle est l'incidence des différentes formes d'efficience définies par Bouveret-Di Filippo sur l'équilibre du taux de change ? Peut-on montrer que selon le type d'efficience, le marché est dans un équilibre stable ou dans une multiplicité d'équilibre, ou dans une situation où il y a un seul équilibre qui est éventuellement instable ?

Antoine Bouveret : Le fait que l'évolution du taux de change soit imprévisible n'implique pas la notion d'efficience au sens macroéconomique. L'efficience au sens de Fama, repose sur ce qu'Orléan appelle la rationalité fondamentaliste, l'existence d'un vrai modèle basé sur les fondamentaux. Il ne suffit pas d'observer que le taux de change est imprévisible, qu'il suit une marche aléatoire, une martingale. Il faut définir ce modèle fondamental.

Effectivement, selon le type d'efficience qu'on arrive à établir se pose le problème de la stabilité de l'économie. On trouve sur le marché des changes une des conséquences de la loi de Walras et de l'incomplétude des marchés. Si on suppose que l'efficience financière est vérifiée, les variations anticipées du taux de change correspondent aux différentiels de taux d'intérêt ; par contre, tout ce qui est équilibre externe, à savoir le niveau du taux de change tel que les positions extérieures nettes sont stabilisées est finalement hors modèle. Le premier modèle moderne de détermination des taux de change, celui de Dornbusch de 1976, comporte cette condition de parité des taux d'intérêt non couverte, mais évacue, par une règle comptable, la question du déficit extérieur. Il vérifie l'efficience financière mais ce type de modèle, si on ne lui adjoint pas de mécanisme stabilisateur qui permet de stabiliser l'équilibre externe, considère comme équilibrée une trajectoire qui aboutirait à un endettement extérieur infini. Dans ce cas, l'efficience financière ne permet pas d'obtenir l'efficience macroéconomique, contrairement à ce qui était défendu par Friedman et tous les défenseurs de la flexibilité des changes.

Henri Sterdyniak : La question de l'efficience, effectivement est traitée en détail dans le papier de Bouveret et di Filippo. La notion d'efficience financière diffère de celle d'efficience macroéconomique. De nombreux travaux testent l'efficience financière et concluent que les marchés sont efficaces du point de vue financier parce qu'il n'y existe pas de possibilité de profits. Du point de vue macroéconomique, cela ne peut nous

satisfaire puisque cela implique que les évolutions de taux de change ou des cours de bourse sont totalement explicables même *ex post*. On ne peut considérer comme macro-économiquement efficient un marché qui alterne des périodes de hausses euphoriques suivies de krachs retentissants. Aussi, serait-il souhaitable de définir un concept d'efficience macroéconomique qui exigerait que les évolutions des cours de change et des taux de change soient explicables macroéconomiquement *ex post* (même s'ils ne sont pas prévisibles *ex ante* en raison de l'incertitude sur l'évolution des fondamentaux). On ne peut pas considérer qu'un marché est efficient, lorsqu'il est instable comme le sont effectivement le marché des changes et le marché boursier, que l'instabilité est endogène et ne provient pas des nouvelles imprévisibles.

En ce qui concerne la titrisation, je pense que durant toutes ces années, les économistes ont mis en garde sur le risque de dégradation de la qualité des crédits et sur le problème de la symétrie d'informations. Certes, ces mises en garde ont été fortes au début, il y a vingt ans. Puis, les Cassandres se sont tues, puisque le système semblait fonctionner. Il a fallu un certain temps pour qu'effectivement cette dégradation de la qualité apparaisse et provoque la catastrophe.

La crise a montré qu'il est vain de valoriser des actifs financiers à partir de distributions de probabilité sommaires, testées sur un passé trop court. Je ne milite pas pour l'utilisation de lois de distribution plus complexes, qui seraient de pur artefact. Il faut intégrer la possibilité d'événements non probabilisables.

L'intermédiation bancaire n'a pas joué son rôle dans la période récente. Les banques doivent retourner à leurs fondamentaux qui est de financer les activités productives et de fournir une rentabilité faible mais assurée aux épargnants. Une des causes de la crise est que les banques ont changé de métier ; elles spéculent, ou financent la spéculation sur les marchés financiers ; elles deviennent des intermédiaires financiers. Elles contribuent ainsi fortement à la bulle financière.

En ce qui concerne la *private equity*, je suis d'accord avec ce que Gunther Capelle-Blancard a dit, mais son analyse dénonce les LBO qui ne visent pas à créer des structures de financement pérennes, mais à monter des opérations temporaires, dont le gain repose d'abord sur la rupture de contrat implicite entre les salariés et l'entreprise qui permet des gains de rentabilité amplifiés par la valorisation boursière, et surtout par la croissance de la bourse.

Enfin, il me semble les dirigeants des entreprises doivent avoir le souci de faire croître l'activité de leur entreprise, en particulier de faire croître l'emploi. On est allé trop loin dans le fait que les entreprises sont gérées dans le seul intérêt des actionnaires. Il faudra réfléchir, c'est sans doute le principal de la crise, aux réformes nécessaires pour que les entreprises soient gérées en fonction de l'intérêt des actionnaires certes, un peu, mais aussi des clients et des salariés.

Éric Briys : Je vais rappeler quelques principes. La titrisation consiste finalement à créer une nouvelle entreprise, avec un bilan, donc des actifs, et un passif et des investisseurs. Créer une entreprise et la coter en Bourse, c'est aussi la titriser. Il faut donc remettre les choses d'équerre : la titrisation n'est pas quelque chose de complètement exotique par rapport aux pratiques qui consistent pour un entrepreneur à mobiliser actifs et intelligence pour ensuite les mettre sur le marché. Il ne fait pas autre chose que les titriser. André Orléan appelle cela la transgression, rendre liquide ce qui est illiquide. Il n'y a rien de néfaste à créer une nouvelle entreprise, une filiale. En fait, deux

phénomènes se conjuguent, qui posent problème, le premier que Henri Bourguinat a dénoncé pendant longtemps avec son analogie du génome de la finance : les risques se dispersent et aujourd'hui, les banques sont muettes, elles ont d'ailleurs intérêt à l'être, sur le contenu précis de leurs portefeuilles. Le second est : qu'ont-elles effectivement conservé de la titrisation ? Qu'est-ce qui n'a pas vraiment été titrisé, pas vraiment mis sur le marché ? En tant que tel, créer un nouveau bilan, n'est pas plus toxique qu'autre chose.

La complexité est un faux problème, la simplicité, c'est compliqué aussi. Une action est un actif assez simple. Ce n'est pas un produit, caractérisé par des clauses de déclenchement avec des prix d'exercice dans tous les sens. Il y a des choses qui sont très compliquées avec lesquelles on vit très bien : un contrat d'assurance — dommages, multirisques-habitation ou autres —, c'est un contrat compliqué : il comporte des clauses, des prix d'exercice, des franchises, ainsi de suite. Cela marche parce qu'on dispose en général d'institutions qui sont correctement capitalisées, qui ont des bijoux de famille, c'est-à-dire des fonds propres. Le problème, ce n'est pas tant la complexité, c'est de savoir si on a la technologie bilancielle de fabrication de ce qu'on met sur le marché. Le problème est que, depuis des années, on n'arrête pas de dire aux institutions financières : économisez sur les bijoux de famille, mettez le moins de fonds propres possible en jeu et créez par exemple des titres hybrides, le fameux *Tier one*, qui ont l'avantage de ressembler à des actions, comme on dit en Anglais — *walk and talk like equity but it is not equity*. En outre, vous pourrez déduire fiscalement les coupons. Les institutions sont donc considérablement fragilisées sur le plan de la musculature par rapport à ce qu'elles mettent sur le marché. Ce n'est pas tant un problème de complexité des équations ou du produit, c'est de savoir si on a des bilans à la hauteur pour pouvoir faire ce que font très bien, depuis des lustres, des compagnies d'assurance, depuis les marchands génois qui eux déjà manipulaient des options dans les contrats d'assurance. Aujourd'hui les institutions sont sous-capitalisées.

Pour revenir sur la titrisation, j'ai été frappé par une statistique donnée par le patron de Goldman-Sachs, ces jours-ci. En septembre 2008, il y avait douze entreprises dans le monde qui étaient triple A, et 64 000 structures titrisées classées, 64 000 triple A. Un papier récent de Caballero¹ montre que l'épargne asiatique a cherché à s'investir dans des titres AAA ; l'industrie financière américaine, les banques d'affaires ont donc confectionné du triple A pour répondre à cette demande.

1. R. J. Caballero et A. Krishnamurthy, 2008 : « Global Imbalances and Financial Instability », <http://econ-www.mit.edu/files/3662>

