

WORKING PAPER n°32

Juillet 2009

Industrie financière : faut-il revenir aux fondamentaux ?

Rencontre de Lisbonne

Compte rendu des débats du 9 avril 2009

Avec

Bertrand Badré, directeur financier du groupe Crédit Agricole

Patrick Combes, président-directeur général du Groupe Viel

Antoine Jeancourt-Galignani, administrateur de sociétés, ancien président des AGF

Industrie financière : faut-il revenir aux fondamentaux ?

Rencontre de Lisbonne du 9 avril 2009

Benoît Cougnaud, président d'Azurris, introduit le débat. Les origines de la crise actuelle ont jeté un certain discrédit sur les produits financiers complexes, et un consensus s'est élevé en faveur d'un retour à plus de simplicité. Il faut par ailleurs noter que cette question est d'autant plus importante que les banques françaises se sont appuyées sur leur maîtrise des instruments financiers sophistiqués. C'est cet avantage qui avait soutenu leur expansion jusqu'à 2008.

Ce retour de balancier est-il pour autant réel ? Quelle est son ampleur ? Benoît Cougnaud se propose de donner un bref aperçu du phénomène en quelques chiffres.

Des risques sous-estimés et des carences réglementaires importantes

Il rappelle que la crise actuelle vient d'une sous-estimation systématique du risque. Alors que les principaux indices boursiers étaient en hausse, entre 2004 et l'été 2007, la volatilité implicite ne cessait de diminuer. De même les niveaux des *spreads* de crédit des principales entreprises européennes restaient stables et peu élevés jusqu'aux prémices de la crise, signe d'une grave erreur d'évaluation du risque à venir.

Il ne faut pas oublier l'importance des carences réglementaires. Le cadre instauré par Bâle II s'ordonne autour de trois risques : le risque de marché, mesuré par la VaR, le risque de crédit, par l'IRB, et les risques opérationnels, par l'AMA, ce qui impose une exigence minimale de fonds propres. Mais ses lacunes apparaissent au grand jour avec la crise : le système mis en place par Bâle II reste en effet fondé sur une hypothèse de maintien des effets de diversification et favorise une optimisation de la consommation de fonds propres sur les risques de marché ainsi qu'un arbitrage réglementaire certain. Jusqu'à 2006, la VaR a par exemple minoré la prise de risque en ne prenant pas en compte l'intégralité des composantes de celle-ci.

La dérive des dérivés de crédits

Benoît Cougnaud évoque ensuite le rôle majeur des dérivés de crédit. Ceux-ci avaient connu un développement très rapide. Destinés à isoler et transférer (c'est-à-dire couvrir) le risque de crédit, ils ont été incorporés dans certains produits financiers (prêts et obligations en général). Offrant des couples rendements/risques adaptés aux attentes des investisseurs (cf. CDO), ils étaient censés accroître la liquidité et la transparence des marchés obligataires. Mais ils se sont retrouvés au cœur

de la crise des *subprime*. Au lieu de disséminer les risques, ils ont répandu la crise de confiance dans le système financier. La transparence des risques de crédit a vite été contournée par la création de véhicules de transferts opaques et complexes. Le développement de ces nouveaux produits financiers s'est par ailleurs accompagné d'une concentration entre les mains d'un nombre restreint d'acteurs. AIG a ainsi assumé jusqu'aux deux tiers des protections avant la crise... Suivant un modèle de circulation extrêmement complexe (modèle *originate to distribute*), les dérivés de crédit ont alors favorisé la propagation du risque au lieu de la contenir.

Les banques se sont par conséquent retrouvées sous-capitalisées face aux risques. Les arbitrages réglementaires ont eu un effet destructeur tandis que la sous-estimation des risques liés aux produits dérivés, à la liquidité et à la concentration a pu aller jusqu'à affecter leurs *stress-tests*.

Un retour vers plus de simplicité

Les effets de la crise sur les marchés sont patents. On assiste à un retour vers plus de simplicité (*back to basics*). Ainsi la défiance envers les produits complexes s'est vite traduite en chiffres : l'encours des prêts à effet de levier est passé de plus de 80 milliards de dollars mi-2007 à presque 0 en 2008, celui de MBS (*mortgage-backed securities*) a été divisé par 3 depuis 2002, alors que les CDO ont entamé une chute brutale dès juillet 2007. Les émissions globales de produits structurés sont alors passées de plus de 200 milliards de dollars en juillet 2007 à moins de 100 en janvier 2008, le mouvement se prolongeant jusqu'à l'heure actuelle...

Un mouvement de réformes engagé depuis fin 2008

Les organes de régulation ont alors changé leurs normes. Ils ont commencé par agir fin 2008 sur la valorisation des instruments financiers et le pilotage du risque de liquidités. Ils ont ensuite renouvelé en 2009 la mesure des risques de marché, entamé une refonte d'ensemble de Bâle II et révisé les pratiques de *stress-tests*. Ces nouvelles mesures devraient s'appliquer dès décembre 2010 pour les entreprises utilisant déjà une approche modèle interne validée par le régulateur. Les nouveaux établissements souhaitant passer aux modèles internes devront s'y plier immédiatement. Cela aura pour conséquence concrète une augmentation significative des fonds propres alloués à la couverture des risques de marché. Le ROE des activités de marché connaîtra mécaniquement une baisse durable. Enfin les structures et produits les plus complexes se verront pénalisés. Mais la conséquence la plus marquante de la crise reste la hausse du coût du risque de marché du fait des limites données à l'arbitrage réglementaire et du passage d'une mesure pro-cyclique (VaR calée sur les 250 derniers jours ouvrés) à une mesure de mémoire (VaR calée sur les 250 derniers jours ouvrés, VaR stressée calée sur une période de stress de 250 jours ouvrés et, *Incremental Risk Capital* au titre des risques de migration et de défaut).

Une surveillance accrue des opérations de titrisation

La régulation pousse aussi à un certain *back to basics* du fait de la surveillance accrue qu'elle va faire peser sur les opérations de titrisation. La « *resecuritisation* » (retitrisation via des CDO le plus souvent) sera pénalisée. Les fonds propres réglementaires consommés par de telles opéra-

tions devront être augmentés (doublement en approche standard). Enfin les mécanismes de « *self guarantee* » qui permettaient à une banque de profiter d'un *rating* amélioré par l'octroi de garanties de son propre fait (ex. garantie de liquidité) seront prohibés.

La valorisation est également devenue plus conservatrice. En mettant en place une « *prudent valuation guidance* », le régulateur érige le *mark to market* en seul principe et réduit l'approche *mark to model* à l'exception. Des aménagements sont tout de même prévus pour le cas particulier des *less liquid positions*.

Améliorer l'efficacité de Bâle II

Benoît Cougnaud insiste sur les efforts consentis par les autorités régulatrices pour inspirer plus d'efficacité au cadre Bâle II. Tandis que le pilier 1 ne pose que des exigences minimales de fonds propres, le pilier 2 comporte des lignes directrices pour évaluer le juste niveau de capital requis. Grâce à la nouvelle démarche de l'ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*) de nouvelles catégories de risques devront être prises en compte en pilier 2 :

- Risques de concentration des expositions (par zone géographique, secteur d'activité, garant...);
- Risques liés à la titrisation (blocage des conduits et véhicules de titrisation...);
- Risques de réputation et de « risques contingents » (sauvetage et reconsolidation des risques de SIV, détitrisation...);

- Risques de liquidité (en prenant en compte les expositions induites par les conduits, véhicules et mécanismes de titrisation utilisés...);
- Risques de pipeline (cf. supra) à prendre en compte en *stress-tests*.

Benoît Cougnaud conclut en insistant sur la hausse durable du coût du risque. Avec le retour à plus de simplicité, la circulation du risque est freinée, la liquidité diminuée et les produits les plus complexes quasi disparus. Il en résulte une atténuation du risque de pénurie de crédit qui mène à des effets d'éviction pour le financement d'entités privées mais aussi publiques. De grande amplitude, les émissions publiques ont quelque difficultés à trouver preneur ; ainsi des récents déboires de l'État allemand en la matière. L'apparition de marchés organisés sur les dérivés de crédit, avec la création d'une chambre de compensation sur les CDS aux États-Unis en juin dernier et en Europe pour juin 2009, laissent espérer une meilleure situation.

ANTOINE JEANCOURT-GALIGNANI

Administrateur de sociétés, ancien président des AGF

Antoine Jeancourt-Galignani se montre impressionné par la complexité des ressorts de la crise financière. Membre de plusieurs conseils d'administration, il estime avoir vécu les débuts de la crise avec un certain recul. Mais son regard plus distancié ne le pousse pas à excuser les débordements de la finance par des considérations trop lointaines ou des déséquilibres macro-économiques. S'il ne

nie pas ceux-ci, Antoine Jeancourt-Galignani ne voudrait pas pour autant qu'ils servent de prétexte, voire d'excuse aux erreurs de certains acteurs du marché. D'un point de vue pratique, ce sont les défaillances morales et intellectuelles de ces derniers qu'il faut désigner. Pour autant, doit-on tout abandonner ? Il ne s'agit pas de tirer un trait sur l'innovation financière, mais en limiter les excès par une meilleure régulation. Antoine Jeancourt-Galignani distingue alors trois innovations à surveiller.

Renforcer la surveillance des innovations financières : titrisation, LBO et CDS

La titrisation s'est révélée utile puisqu'elle permettait de décupler les capacités de crédit tout en disséminant le risque. Elle apparaît comme le prolongement logique de la traditionnelle syndication. Ce sont ces excès qui ont pourtant précipité la crise actuelle : il faudrait donc songer à l'utiliser de manière plus rationnelle.

- Les opérations de LBO obéissent elles aussi à une logique estimable. Grâce à un bon dosage de dette et de fonds propres, elles favorisent l'optimisation des performances d'entreprise à haut potentiel. Mais le LBO a été victime de son succès. Plus que la méthode en elle-même, ce sont ses excès qui sont là aussi à remettre en cause. On a trop fait de LBO sur des entreprises qui en quelque sorte ne le méritaient pas : on a alors fait la part belle à l'endettement pour compenser par un fort excès de levier le faible potentiel opérationnel. Mais avec le retournement de la conjoncture, les montages les plus risqués n'ont pas tenu le choc.

- Les CDS représentent eux aussi une innovation utile. À leurs débuts aux États-Unis, ils ont permis d'abaisser le prix des emprunts des collectivités locales. En France, les AGF en ont développé très tôt pour mieux assurer les crédits. Mais c'était une erreur de sortir de la protection du risque de qualité pour les étendre à des secteurs sans garantie. Les CDS étaient trop concentrés : AIG conservait ainsi 450 milliards de dollars d'encours qui n'étaient pas réassurés ! Ce qui n'a pas empêché les agences de notation de décerner un triple A à l'assureur américain.

En fait, les agences de notation, les commissaires aux comptes ainsi que les régulateurs n'ont pas su suivre le rythme des innovations financières. Il est certes naturel que les banques sachent prendre des risques : avec des hypothèses prudentes, on n'aurait jamais pu financer la construction du tunnel sous la Manche ! Et parfois même, elles y ont été incitées. C'est une loi votée sous l'administration Clinton qui a obligé le secteur bancaire à accorder des prêts immobiliers aux ménages américains les plus modestes... Sans que les autorités de régulation bancaires n'y trouvent rien à dire. Alan Greenspan ne confesse-t-il pas dans ses mémoires récemment parues qu'il n'a que joué la politique du laisser-faire ? Défenseur ardent des CDS et de l'autorégulation bancaire, il a toujours pensé que quelques interventions de la Banque centrale américaine suffiraient... Quant aux acteurs privés, ils ont montré leurs limites. Les cabinets d'audit gagneraient à se faire aider par des experts financiers, voire des consultants spécialisés ! Il ne faut pas non plus minorer les erreurs des banques. Celles-ci ont eu la fâcheuse tendance de se comporter comme des fonds spéculatifs, y compris les

plus « sages ». En France, c'est la banque la plus régulée qui connaît le plus de difficultés... Quand aux Accords de Bâle II, élaborés par les banquiers eux-mêmes, ils ont été contournés dès leur mise en application...

Rétablir l'équilibre du secteur financier

Pour rétablir l'équilibre du secteur financier, les régulateurs devraient réfléchir à une architecture saine, fondée sur les banques universelles. En France, ce sont elles qui ont le mieux résisté à la tourmente. Ce sont la BNP Paribas et la Société Générale que leurs quatre sœurs coopératives ont tenté d'imiter, et l'on peut saluer les efforts du Crédit Agricole qui semble avoir réussi ce pari. À l'inverse, un trop grand investissement sur les activités complexes et spéculatives a donné les résultats qu'on sait pour le groupe Caisse d'Épargne. Quand au dernier établissement public, la Poste, son comportement reste prudent, mais on ignore sa stratégie future. Ce n'est donc pas un mince travail qui attend le régulateur...

▲ BERTRAND BADRÉ

Directeur financier du groupe Crédit Agricole

Bertrand Badré vient de finir une tournée mondiale de plus d'un mois auprès des investisseurs. Il observe que le retour aux fondamentaux était dans toutes les têtes, des filiales Asiatiques à celles d'Amérique. Et l'on ne peut que déplorer les échecs des systèmes de régulation : IFRS et Bâle II devaient provoquer plus de transparence, et c'est tout l'inverse qui s'est produit... Quant aux outils de cantonnement du risque, ils ont au contraire servi

à le propager. Bertrand Badré s'accorde avec les précédents intervenants pour voir dans la crise actuelle une crise de la régulation, couplée aux excès nés de l'innovation financière. C'est une crise plus profonde qui se dessine en creux, crise de confiance qui touche tous les métiers de la banque, et pas que ses divisions spécialisées en investissement. Qu'on voie les chiffres des incivilités dans les agences bancaires : elles ne cessent d'augmenter.

D'une crise de la régulation à une crise de confiance

Aucun poste ne semble avoir été épargné par le scandale. Si Madoff est le symbole des fautes des gestionnaires, Kerviel incarne celles des auxiliaires. Bertrand Badré cite alors une anecdote : Paul Volker, ancien chef de la FED, qui a conseillé Bill Clinton et Barak Obama, raconte qu'il s'était éloigné d'un petit-fils devenu trader. Avec la crise, celui-ci se rapproche de son grand-père. Il lui dit que pendant les excès spéculatif qui ont mené à la crise, il n'a fait « qu'obéir aux ordres », et Paul Volker de lui répondre que « l'excuse du nazisme ne suffit pas ! » C'est dire la profondeur du malaise...

C'est dans un tel contexte que l'on évoque de manière insistante un « retour aux fondamentaux ». Mais de quoi s'agit-il précisément ? De se recentrer sur certains métiers ? Certains pays ? D'abaisser l'effet de levier dans les bilans d'entreprise en général et de banques en particulier ? Mais comment faire, alors qu'un désendettement rapide n'est pas en vue ? On dit que le *back to basics* est voulu par les États. Leur rôle n'est pourtant pas si clair, et leur démarche ne va pas sans hésitation. Ainsi peut-on voir les *Landers* allemands apporter puis retirer leur garantie à des établissements en danger à quelques mois d'intervalle...

Adapter les instruments prudents

Il est malgré tout certain que des efforts doivent être fait en matière de stabilité, les enseignements du scandale Madoff sont déterminants à cet égard. De même les régulateurs doivent-ils rompre avec leur fâcheuse habitude de se conduire comme la cavalerie dans les westerns, c'est-à-dire d'arriver tout le temps en retard. Il s'agit aussi d'adapter leurs instruments prudents. Sur la question essentielle des *leverage ratios*, les normes s'appliquent indifféremment à des comptes certifiés en US GAAP ou en IFRS. Dans le premier cas, les produits structurés sont compensés, mais pas dans le second, ce qui représente parfois le quart d'un bilan bancaire. Les mesures sont alors faussées à l'avantage des structures en US GAAP... De même ne fait-on pas de différence sur les destinataires des prêts consentis par les banques : un prêt à une collectivité locale pèse autant que des opérations auprès de particuliers, voire de *hedge fund* ! C'est surtout par précipitation que les autorités ont commis ce genre d'erreur. Sans parler des effets parfois pervers des subventions ou nationalisations : ING, aidée par le gouvernement néerlandais, en profite pour proposer des taux plus élevés que ses concurrents en... France ! RBS, que l'on croyait retirée de l'Hexagone, y revient en force après sa nationalisation par les autorités britanniques...

Bertrand Badré conclut sur un constat : l'aspect financier de la crise paraît réglé. Les différents acteurs ont pris conscience de la nécessité d'une solution rapide. Mais c'est là que réside le problème essentiel : on a procédé trop vite, et il faudra veiller à ce que les excès du passé ne ressurgissent pas... Il est à ce titre lamentable que certains responsables de bien des maux actuels comme Alan Greenspan aient le toupet de donner des leçons à tout va...

▲ PATRICK COMBES

Président-directeur général du Groupe Viel

Patrick Combes souhaite apporter le point de vue d'un spécialiste de l'intermédiation financière. Agissant sur les marchés secondaires, les membres du Groupe Viel ont vécu la crise de l'intérieur. Mais ils font partie des rares acteurs à ne pas souffrir des turbulences actuelles. Le chiffre d'affaires de l'ensemble du secteur (où évoluent cinq acteurs majeurs, deux en Grande-Bretagne, deux aux États-Unis et un en France) a ainsi connu une croissance significative en 2008 mais aussi au premier semestre 2009...

Actifs toxiques : aux origines de la crise ?

Grâce à cette position privilégiée, Patrick Combes peut apporter certaines précisions sur les « actifs toxiques » tant évoqués pour expliquer les origines de la crise. Or ceux-ci ne sont pas à proprement parler des produits de... marché ! En effet, les CDS, CDO... s'échangent de gré à gré, bien souvent hors de toute structure réglementée. En réalité, ce sont surtout les banques qui ont manqué de bon sens en s'engageant dans ce secteur particulier. Pour un bilan global de 85 trillions de dollars, celles-ci n'enregistrent que 4,4 trillions de dollars de fonds propres, et ont accumulé les positions dangereuses jusqu'à 2007. Les risques ont surtout pesé sur les CDS ainsi que sur les opérateurs utilisant les effets de levier : 4 trillions de dollars pour les *hedge funds*, 1 trillion pour les *LBO*. Au début, la crise ne porte que sur quelques centaines de milliards, puis de bancaire, elle devient financière et concerne alors 10 trillions de dollars d'actifs. Traitée trop tard, elle prend l'ampleur que l'on connaît.

Si l'on se penche sur les actifs toxiques, on voit que ceux-ci n'incluent pas que des CDS, et créer des chambres de compensation ne suffira pas à restaurer la confiance. Mais la crise a pour corollaire positif le retour vers le marché de produits qui s'échangeaient de gré à gré : ainsi, les CDS et l'ensemble des produits OTC deviennent des enjeux de compétition pour les marchés listés. Il faut en effet garder à l'esprit que la crise est principalement issue d'échanges bilatéraux, souvent opaques et peu réglementés, comme les CDO.

Du rôle macroéconomique des marchés

Les régulateurs ont trop concentré leur surveillance sur les enjeux microéconomiques. Ils n'ont pas pensé à réguler le système dans son ensemble, ni à sa cohérence globale. Or les marchés ont un rôle macroéconomique, puisqu'ils assurent la fonction de transaction et permettent la valorisation des actifs qui est nécessaire pour susciter de la croissance. Sans parler des montants en jeu : le marché des changes représente ainsi près de 750 trillions de dollars de transaction par an ; les SWAPS, marchés OTC, etc., 483 trillions par an ; les marchés centralisés, 2,2 quadrillions par an. Par comparaison, la crise n'a détruit que quelques trillions. Mais les régulateurs ont indirectement favorisé le placement en hors bilan des actifs de marché risqués, d'autant plus que ces produits sont créateurs de commissions. Avec des effets dévastateurs en cas de crise systémique : Citigroup a vu sa capitalisation divisée par quinze en quelques mois, et 4 trillions de dollars ont été perdus depuis l'été 2008 sur les marchés. C'est alors un risque qui pèse cette fois sur de bien plus grands montants, de l'ordre des 40 trillions de dollars.

Dans ce contexte de crise, certains signes indiquent un retour à plus de simplicité. Le marché de la liquidité interbancaire a disparu. Les CDS ont vu leurs transactions chuter, plus à cause de la situation d'AIG que par réelle défiance envers le produit lui-même. Une convergence entre marchés OTC et marchés centralisés pourrait s'envisager, puisque la crise a assaini les échanges de CDS, et ce pourrait être le cas tant sur EUREX que sur le LIFFE. La crise favorise aussi les mouvements de consolidation entre acteurs, qui généreraient plus de visibilité en en réduisant le nombre.

Réformes : passer des bonnes intentions à une réelle régulation

Les tentatives actuelles de réforme visent à instiller un peu de bon sens dans le fonctionnement des marchés. Est-ce vraiment le cas ? Ainsi, le G20 a l'ambition de rendre plus prudentes les banques, mais cela ne l'empêche pas d'assouplir les normes comptables ! De même le passage du *best price* à la *best execution* ne favorise pas la liquidité. On annonce un train de mesures sur les CDS, mais rien sur les CDO. De même l'instauration de chambres de compensation centrales ne va pas sans risque, car sans fonds propres suffisants celles-ci pourraient démultiplier les risques et en favoriser la propagation. Quant au souci de transparence, il importe de l'imposer à tous les niveaux : formation des prix, report sur la transaction et la position. Il faut par ailleurs se rappeler que les modèles d'évaluation du risque sont fondés sur des hypothèses qui ne sont jamais sûres à 100 %. Les questions de dissymétrie de l'information pourraient s'avérer déterminante : l'éventuelle chambre de compensation centrale serait contrôlée par les acteurs de marché eux-mêmes... Les États se sont malgré tout donné les moyens d'agir, en agissant

avec leurs propres budgets, via les banques centrales et en allouant plus de 500 milliards aux instances du FMI et du G20. Mais en contrepartie, c'est vers eux que le risque a été transféré, et certains analystes comparent déjà bilans publics et PIB...

En conclusion, Patrick Combes estime qu'en prônant une réforme des marchés, les pouvoirs publics reconnaissent l'importance de ceux-ci dans le processus économique. Les marchés permettent une meilleure gestion des risques, une valorisation optimale des actifs, et *in fine* la croissance. Pour Patrick Combes, il faudrait compléter les mesures envisagées actuellement par des dispositions sur les faillites, ainsi qu'un raccourcissement des délais de livraison. Avec des OTC à deux niveaux bien définis entre courtiers et clients finaux, le monde pourrait être plus « plat » et plus clair. La solvabilité reste en effet aussi importante que la liquidité.

■ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

Imposer plus de transparence aux banques

Un participant demande à Bertrand Badré pourquoi les banques ne communiquent pas l'étendue de leurs actifs garantis ? Pourquoi ne pas rendre publiques les garanties accordées à d'autres sociétés ?

Bertrand Badré se veut rassurant. Les banques finissent toujours par révéler les étendues de leurs garanties, mais elles ont des raisons pour ne pas se presser de le faire. Il convient d'abord de le faire le plus tard possible, car le premier qui y procède

paie souvent pour les suivants... L'idéal est donc de le faire de manière concertée et simultanément : c'est ce qui a été fait sous l'égide de la Banque de France pour la publication des comptes du premier semestre 2009. Concrètement, les rapports annuels seront élargis et pourraient poser les mêmes problèmes qu'avec Bâle II : souvent, l'excès d'information empêche les analystes de voir l'essentiel. Se concentrer sur l'exhaustivité de l'information à fournir est souvent un prétexte pour ne pas se poser les bonnes questions sur la santé d'une société. C'est l'écueil de tout formalisme que d'endormir la vigilance des acteurs...

Des connexions entre sphère financière et économie réelle

Michel Taly, avocat-associé au sein du Cabinet Arsene Taxand, s'interroge sur la dichotomie entre « économie financière » et « économie réelle ». Prêter de l'argent à un client solvable, n'est ce pas réel ? Et du reste, l'économie « réelle » n'a-t-elle pas profité de la bulle financière ? À l'inverse, la crise des *subprime* n'a-t-elle pas affaibli la croissance du reste de l'économie ? C'est donc l'ensemble de notre économie qui s'avère étroitement liée à la sphère financière, et pourra-t-elle se perpétuer sur ce modèle ?

Patrick Combes confirme le point de vue de Michel Taly, et rappelle l'utilité macroéconomique des banques en raison de leur rôle de multiplicateurs de crédit. Dans la même ligne, des créances mal logées dans le système bancaire suscitent un effet richesse négatif en dépréciant des actifs, qui déprime la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Il n'y a donc pas de séparation entre sphères financière et réelle.

Antoine Jeancourt-Galignani préfère quant à lui le terme d'économie « physique » à la place de « réelle », pour ne pas négliger les effets macroéconomiques des facteurs financiers. Ceux-ci sont bien réels, comme le montre la faillite de la banque Lehmann : après celle-ci, on est passé d'une crise financière à une crise économique pure et simple.

Une implication grandissante des États

Les relations entre économie financière et réelle ne cessent de s'approfondir, selon **William Emmanuel**, et ce sont les États qui sont désormais tributaires des soubresauts financiers comme le montre l'exemple islandais.

Patrick Combes observe que les *spreads* de crédit sur les emprunts d'États comme l'Irlande ou l'Espagne commencent à se resserrer. Même la Suisse est concernée ! Mais c'est aux États-Unis que le problème pourrait prendre le plus d'ampleur : si la dette publique reste raisonnable (moins de 70 % du PIB américain en 2008), son équivalent privé représente 1,5 fois le PIB mondial...

Bertrand Badré termine sur un rappel historique : pour liquider la considérable dette de l'Ancien Régime, les Révolutionnaires avaient proclamé la Banqueroute des deux-tiers... En cas de difficulté à régler la dette due à la crise, les États auront peut-être le choix entre cette solution et l'inflation... Les États-Unis semblent avoir choisi la deuxième option : alors que les taux d'intérêt y ont été ramenés sous les 2 %, l'inflation atteint des pics de 6 %... Les Européens sont plus indécis du fait de l'aversion allemande pour cette voie.

Industrie financière : faut-il revenir aux fondamentaux ?

Touchée de plein fouet par la crise des *subprime* et sa propagation au reste de l'économie à l'automne 2008, l'industrie financière doit aujourd'hui repenser son modèle.

Si avant la crise, leur croissance a pu être nourrie par l'innovation financière, le recours à la titrisation et un effet de levier important, la suspicion qui pèse désormais sur leurs produits financiers les plus complexes et la nécessité de réduire leur endettement conduit les banques à revenir sur leur cœur de métier. Les autres acteurs – *hedge funds*, *private equity*, *asset managers* et autres intermédiaires financiers – doivent aussi se réinventer pour ne pas disparaître. Dans l'environnement nouveau qui se dessine, nul doute que la façon de gérer son bilan, d'appréhender les risques, d'intégrer ses activités sera bouleversée.

Pour autant, certaines activités sont-elles condamnées ? Le rééquilibrage des banques universelles vers leur activité de réseau sera-t-il durable ? Est-on allé trop loin dans la sophistication des produits financiers ?

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par
Auxence Denis.



29, rue de Lisbonne
75008 Paris
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01
www.institut-entreprise.fr