

LES CAHIERS

***DE LA CRISE DES SUBPRIMES
A LA CRISE FINANCIERE***

N° 35

Michel Fried

Avril 2008

SOMMAIRE

GLOSSAIRE -----	5
SYNTHESE -----	7
INTRODUCTION -----	9
1. LA MUTATION DU SYSTEME FINANCIER -----	10
2. DE LA CRISE DES SUBPRIMES A UNE CRISE FINANCIERE GENERALE ----	15
3. LA GESTION DE LA CRISE PAR LES BANQUES CENTRALES -----	20
4. UN RENFORCEMENT DE LA REGLEMENTATION POUR PREVENIR LE RISQUE DE CRISE SYSTEMIQUE -----	22
5. UN RETOUR PARTIEL AU MODELE BANCAIRE TRADITIONNEL -----	27

GLOSSAIRE

ABS (Asset Back Securities) – Créances adossées à un pool (portefeuille) d'actifs. Le sigle français, peu utilisé, est TAA (Titre adossé à des actifs).

Appels de marge (margin call) – Sur les marchés organisés, en cas de baisse des cours, les investisseurs sont exposés à un risque de perte. Les intermédiaires de marché doivent alors déposer pour le compte de leurs clients une « marge initiale » (dépôt de garantie) de l'ordre de 7 à 10 % du montant de l'ordre, marge qui est ensuite réajustée en fonction de l'évolution des cours (appel de marge proprement dit).

CDO (Collateralized Debt Obligation) – Obligation émise par un véhicule de titrisation et découpée en tranches de risques différents. Le sigle français peu utilisé est TGC (Titre garanti par des créances).

CFTC (Commodities Futures Trading Commission) – **Organisme de régulation des marchés à terme.**

Coefficient d'exploitation – Part (en %) des charges d'exploitation (salaires et amortissements principalement) dans le produit net bancaire (total des marges d'intérêt et des commissions).

Contrats à terme (ou futures) – Contrats engageant une partie à l'achat futur d'un produit (financier ou marchandise) à un prix fixé aujourd'hui.

Crise systémique – Une crise systémique est une crise financière qui affecte le bon fonctionnement de l'ensemble du système financier ; elle survient lorsque les difficultés d'un nombre significatif de banques se propagent à l'ensemble des banques soit du fait de leur interdépendance provenant de leurs engagements financiers réciproques, soit du fait d'une crise de confiance généralisée.

Dérivés – Ensemble des produits financiers permettant de changer les caractéristiques d'un titre financier, pour l'abriter d'un risque de taux d'intérêt, de change ou d'un autre prix. Ces marchés sont utilisés à des fins de couverture ou dans un but spéculatif.

Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal National Mortgage Corporation). Fannie Mae a été créée en 1938 pour soutenir le marché immobilier américain. Financée par des émissions d'obligations publiques, elle rachetait les créances immobilières de bonne qualité des établissements prêteurs. Le privilège d'émission de Fannie Mae a été supprimé en 1968, et, pour lui susciter un concurrent, a été créé Freddie Mac. Les deux agences semi-publiques (government sponsored enterprise) qui disposent d'une ligne de crédit garantie par le gouvernement, se sont orientées vers la titrisation de crédits immobiliers de qualité. En 2003, elles étaient à l'origine de 76 % des émissions de titres adossés à des créances hypothécaires, à la mi-2006 de 57 % seulement, du fait de la montée des crédits *subprime*.

FED (Federal Reserve Bank) – Banque centrale des Etats Unis

Hedge fund – Littéralement fonds d'arbitrage. Fonds spécialisés dans les investissements à haut risque, se donnant un objectif de rentabilité élevé.

Intermédiaires de marché – A l'origine, il s'agissait uniquement de *brockers* (courtiers), chargés de rapprocher l'offre et la demande sur un marché. Leur rôle s'est progressivement élargi, et ils sont devenus contrepartie pour la réalisation des transactions. Leur solvabilité est alors devenue une condition de leur activité, réservée, en général, à de grands établissements financiers.

Investment grade et speculative grade – Classes de notation de la probabilité de défaut attribuées par les agences de notation. Certains investisseurs ne peuvent acquérir que des titres classés investment grade.

Probabilité (%) de défaut selon la note (moyenne 1985-2006)

	à 1 an	à 5 ans	A 10 ans
Investment grade	0,043	0,314	0,415
Speculative grade	5,131	21,326	31,355

(Source : Moody's)

Marchés OTC (over the counter) ou marchés de gré à gré – Marchés non organisés, dépourvus notamment d'intermédiaires agréés et de chambre de compensation.

Options – Contrat où une partie accorde à une autre partie le droit, mais non l'obligation, d'acheter (« call ») ou de vendre (« put ») demain un produit à un prix fixé aujourd'hui.

OPCVM (Organisme de placement Collectif en Valeurs Mobilières) – Ils comprennent les SICAV (sociétés à capital variables) et les FCP (Fonds Commun de Placement), plus souples juridiquement. Ce sont des instruments de gestion collective permettant à leur détenteur de bénéficier d'un portefeuille diversifié de titres de toutes natures géré, de façon plus ou moins sophistiquée, par des professionnels.

RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) – Créances adossées à un pool de crédits immobiliers accordés aux particuliers.

SIV (Special Investment Vehicle) – Entité indépendante et non régulée qui acquiert un pool de créances cédées par les banques

Structuration – Un produit est dit structuré lorsque ses caractéristiques sont conçues pour répondre aux besoins spécifiques d'une catégorie particulière de clients. Les moyens de structuration vont des plus simples (ordre d'imputation des pertes selon les catégories de titres) aux plus complexes (combinaison de swaps, options, futures ...).

Swap – Opération permettant par un enchaînement de contrats à terme, de transformer la nature d'un produit financier, par exemple de transformer un emprunt à taux variable en emprunt à taux fixe.

VaR (Value at Risk) – Modèles utilisés par les banques pour évaluer leur perte potentielle maximum sur un actif avec un intervalle de confiance élevé (en général 99 %).

SYNTHESE

Les premières conséquences de la crise dite des subprimes sont déjà visibles sur la croissance et l'inflation. Ce seul aspect justifie l'ouverture d'une réflexion sur les causes de cette crise et sur les réformes du système financier qu'il serait souhaitable d'effectuer afin d'éviter qu'elle ne se reproduise.

L'origine de la crise est à rechercher dans le développement des marchés financiers, qui a ouvert la porte à toutes les innovations financières, et a modifié en profondeur le modèle bancaire traditionnel. A côté de l'activité traditionnelle de crédits, conservés dans les bilans bancaires jusqu'à leur remboursement, un nouveau modèle bancaire, à fort contenu d'ingénierie financière, mobilisant les possibilités offertes par les marchés financiers est apparu. Ce nouveau modèle, beaucoup plus rentable que le modèle traditionnel, permet d'adapter finement l'offre bancaire à la demande des clients et laisse la possibilité à la banque prêteuse de transférer tout ou partie de ses risques sur les investisseurs finaux opérant sur les marchés financiers.

L'opposition entre les activités bancaires et l'offre des marchés financiers tend donc à s'estomper, la sphère bancaire mobilisant fortement les produits de marché, et l'équilibre des marchés financiers dépendant de la solvabilité des banques qui en sont désormais des acteurs importants. Dès lors, les difficultés qui surgissent dans l'une des sphères ne tardent pas à se répercuter dans l'autre. Cette interpénétration des deux sphères n'a pourtant pas entraîné l'extension à la sphère financière d'une régulation, de normes prudentielles en particulier, comparable à celles qui s'appliquent à la sphère bancaire.

A l'origine, une crise très localisée sur un segment mineur du marché immobilier américain

La crise financière actuelle est la première crise due aux limites du nouveau modèle bancaire. Elle est la conséquence d'une crise très localisée, survenue sur un segment mineur du marché du crédit immobilier américain. Cette crise a été provoquée par le refus des établissements de crédit de croire à la réalité de la bulle immobilière, et à leur recherche de l'extension de leurs activités de prêt, fort rentables, sans considération de la solvabilité des emprunteurs. Cette dernière caractéristique, inconcevable selon le modèle bancaire traditionnel, a été rendue possible par l'existence d'une demande importante de titres financiers, adossés aux créances immobilières accordées à l'origine par les banques (titrisation) ; ces dernières ont cru alors pouvoir négliger l'examen de la solvabilité de leurs emprunteurs, puisque les défauts de paiement étaient supportés par les investisseurs finaux des marchés de titrisation et ces investisseurs, séduits par le rendement important de ces titres, ne se sont pas inquiétés de la mauvaise qualité de l'information qu'ils recevaient sur les risques attachés à ces titres.

Lorsque la hausse des taux d'intérêt américains n'a plus permis aux ménages les moins aisés de faire face à leurs charges de remboursement, les titres émis par des entités de titrisation indépendantes des banques se sont effondrés, entraînant la vente forcée des logements et accélérant encore leur dévalorisation. Dans un premier temps, l'illusion que les conséquences de cette crise immobilières pourraient être supportées par les seuls investisseurs finaux des marchés de titrisation, a dominé. Mais il est vite apparu que les établissements à l'origine des crédits subprime ne pouvaient s'exonérer de ces pertes. A ce stade, l'opinion dominante était encore que l'on n'était pas en présence d'une crise majeure, mais d'une crise qui resterait localisée, touchant surtout les banques américaines, et qu'elle pourrait être aisément surmontée.

Dans un second temps, la crise s'étend hors des Etats Unis et sur des marchés non immobiliers à faible risque

Dans un second temps, les conséquences de la globalisation des marchés financiers et les liens entre les différents marchés, ont étendu la crise hors des Etats Unis, et hors des marchés immobiliers à risque, touchant même des marchés non immobiliers réputés à faible risque. La réticence des banques à extérioriser leurs pertes a créé un climat de défiance généralisée sur leur solvabilité réelle, entraînant un blocage des possibilités de financement du marché interbancaire, ainsi que la disparition de la liquidité sur nombre de marchés financiers. De crise locale, la crise des subprime est devenue une crise majeure dont le coût est évalué à la fin du premier trimestre 2008 à 1000 Md\$ environ, entraînant le besoin pour les banques les moins capitalisées, surtout américaines, de procéder dans l'urgence à des augmentations de capital.

Le risque de voir dégénérer cette crise en une crise systémique, affectant le fonctionnement de l'ensemble du système financier, a alors obligé les banques centrales, agissant à l'occasion de façon coordonnée, à intervenir comme prêteur en dernier ressort, pour sauver de la faillite des acteurs financiers essentiels et pour restaurer la liquidité de marchés où la demande avait disparu. La banque centrale américaine a accompagné ces mesures de sauvegarde par une baisse vigoureuse de ses taux directeurs, ce à quoi s'est refusée la Banque Centrale Européenne, préoccupée par les risques inflationnistes. Toutefois, les interventions des banques centrales semblent avoir trouvé leurs limites, en sorte que toute aggravation ultérieure de la crise pourrait nécessiter, à l'avenir, un soutien étatique, afin de sauver les établissements en difficulté, ou pour racheter les créances les plus dévalorisées.

L'ampleur et la nature de la crise relancent le débat sur la nécessité de la régulation des marchés et de tous les acteurs

L'ampleur et la nature de cette crise a suscité un renouveau de la réflexion sur les moyens de prévenir le retour de crises de cette nature. Les axes de réforme sont multiples :

- il est devenu évident que les banques centrales ne pouvaient plus se désintéresser de l'équilibre des marchés financiers et que les acteurs des marchés financiers devaient, comme les banques être soumis au contrôle de leur solvabilité et de leur trésorerie ;
- les biais favorables en faveur des opérations à risque devraient être réduits, qu'ils proviennent des normes comptables ou de la définition des ratios prudentiels ;
- les méthodes d'évaluation des risques qu'elles soient le fait des agences de notation ou des établissements financiers eux-mêmes devraient être revues, notamment pour mieux incorporer les risques d'assèchement des liquidités sur les marchés. Toutefois, l'aboutissement de ce dernier chantier paraissant particulièrement incertain, deux propositions allant dans le sens d'une amélioration de l'analyse des risques semblent devoir s'imposer, celle de l'instauration d'une obligation pour les banques cédant leurs risques, à en conserver une partie significative afin de les inciter à se préoccuper de les mesurer, et celle de l'instauration d'une règle de provisionnement des risques, non plus à partir de leur évaluation instantanée, mais à partir de leur évaluation sur l'ensemble d'un cycle économique ;
- enfin, il conviendrait de remédier à l'absence de transparence des marchés financiers, absence qui a joué un rôle important dans la diffusion de la crise, en standardisant les produits financiers qui pourraient ainsi s'échanger sur des marchés organisés, moins sujets à la défaillance des opérateurs. S'ils aboutissaient, ces projets de réforme, techniques en apparence, diminueraient l'attrait du nouveau modèle bancaire, et auraient donc toutes chances de provoquer un regain de l'intermédiation bancaire traditionnelle, au détriment du nouveau modèle bancaire. Le nouveau modèle bancaire perdant de son attrait, les activités de banque de financement et d'investissement seraient réduites, conduisant les banques à des restructurations douloureuses, comme le montrent les importantes suppressions d'emplois déjà réalisées par certaines banques américaines.

INTRODUCTION

Comment une crise concernant, au départ, une activité qui ne représentait que 13 % de l'encours des crédits immobiliers américains a-t-elle pu ébranler les plus grandes banques et provoquer une crise financière mondiale ? Comment un battement d'aile de papillon a-t-il provoqué un cyclone ?

Le fonctionnement du marché du crédit immobilier américain est aujourd'hui bien connu. Sa crise résulte de la conjonction de deux facteurs : la croyance dans une poursuite presque infinie de la hausse du prix des logements et l'émergence d'un nouveau modèle d'activité financière affranchi de l'examen de la solvabilité des emprunteurs. Les failles de ce nouveau modèle ont contaminé l'ensemble du système financier mondial (1).

Cette crise financière se produit alors que la croissance mondiale donne des signes de faiblesse et que l'inflation mondiale rebondit. Même si ses conséquences sur la croissance sont difficiles à évaluer avec précision, les précédentes crises de grande ampleur, comme celle de la défaillance du système financier japonais dans les années 1990 qui a été à l'origine de quinze ans de quasi-stagnation de l'économie de ce pays, ont montré l'importance des enjeux.

Dores et déjà, les premiers signes inquiétants des effets de la crise sont perceptibles ; ils concernent notamment le crédit bancaire qui subit les conséquences de l'aversion accrue au risque des établissements prêteurs, même si les conséquences de ce durcissement affectent, pour l'instant, plus les conditions débitrices que le volume des crédits ; ils concernent également le report des capitaux spéculatifs sur les marchés de l'énergie et des matières premières qui aggrave l'envolée des cours provoquée par des causes spécifiques à ces marchés. Pesant à la fois sur la croissance et l'inflation, cette crise affaiblit la capacité d'action des politiques économiques, du fait des signaux contradictoires reçus par les autorités monétaires, et, tout au moins selon la doctrine dominante, du blocage des possibilités de relance budgétaire pour les pays les plus endettés.

Les Etats Unis semblent être, pour l'instant, le pays le plus touché, alors que le débat sur l'ampleur des conséquences macroéconomiques de la crise sur les pays européens reste ouvert, bien que la thèse du découplage total des économies américaines et européennes ne semble pas la plus vraisemblable. En conséquence, le surgissement de cette crise financière appelle à un réexamen des politiques économiques, non seulement aux Etats Unis, qui viennent de décider de soutenir leur croissance en augmentant leurs dépenses budgétaires, mais aussi en Europe.

L'objet de ce Cahier Lasaire n'est pas de traiter des conséquences de la crise sur la croissance, l'emploi et l'inflation, mais de décrire les mécanismes à l'œuvre et d'esquisser les pistes de réformes vraisemblables, susceptibles d'éviter qu'elle ne se reproduise ou, à tout le moins d'en réduire les conséquences, et donc d'ouvrir le débat sur un thème qui ne relève pas exclusivement des techniques financières.

(1) La définition des termes techniques est donnée par le glossaire. La première fois que le terme est cité, sa présence dans le glossaire est signalée par un astérisque.

1. LA MUTATION DU SYSTÈME FINANCIER

La banque traditionnelle

La banque traditionnelle remplit deux fonctions principales, d'une part, elle finance la croissance indépendamment de la constitution d'une épargne préalable (les crédits font les dépôts), et d'autre part, elle rend compatibles les caractéristiques des ressources collectées par les banques (exigences de liquidité et de sécurité) avec les caractéristiques de crédit souhaitées par les emprunteurs (engagements longs et risqués). Ce modèle bancaire jouait le rôle d'un accélérateur de croissance.

Pour remplir leurs fonctions, les banques disposaient d'un privilège qui les différençiaient des autres agents économiques : le monopole de l'accès à la monnaie émise par la banque centrale ; La contrepartie de ce privilège est la soumission des banques à une réglementation publique spécifique portant sur leurs conditions d'accès à la monnaie émise par la banque centrale et la préservation de leur solvabilité, ce qui permet d'assurer sans défaillance le financement des transactions. Les banques sont donc impactées par la politique monétaire suivie par la banque centrale et par le contrôle prudentiel des autorités publiques de régulation.

La réglementation prudentielle des banques

La prise de conscience du rôle particulier des banques dans la stabilité de la croissance date de la crise de 1929. 9000 banques ont alors fait faillite selon un processus en cascade, entraînant le risque d'un blocage total des transactions. La prévention d'un tel risque dit risque « systémique » est l'objectif de la réglementation prudentielle. A la suite de cette crise, le cumul des activités de banque commerciale et de banque d'affaires intervenant sur les marchés financiers a été interdit (en 1933, aux Etats Unis par le Glass Steagall Act, et, en France, par la loi bancaire de 1945). Ce cantonnement de l'activité bancaire n'a été totalement supprimé aux Etats Unis qu'en 2000, et, en France que progressivement (lois Debré) puis totalement par la loi bancaire de 2004. Mais l'exigence de stabilité du système bancaire a suscité l'émergence d'une réglementation prudentielle qui, au départ, visait surtout à éviter les conséquences des défaillances des emprunteurs (risque de contrepartie) en proportionnant les fonds propres des banques à ce risque évalué forfaitairement selon la nature du créancier (Etat, entreprise, ménage...).

Le Comité de Bâle a été créé à cette fin en 1974, par les grands pays industriels (G10), sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux, afin de donner une portée internationale à cette réglementation. Le ratio Cooke (Bâle I) a été défini dans ce but en 1988 et étendu en 1996 aux risques de marché. Bâle 2, totalement applicable en Europe à compter de 2008 (mais seulement à compter de 2012 aux Etats Unis) renforce les exigences de fonds propres (« pilier I ») en remplaçant l'approche forfaitaire par une analyse individualisée des risques, réalisée soit selon des modèles internes validés par l'autorité de contrôle, soit de façon externe par les agences de notation. De plus les banques doivent prendre en compte de façon explicite leurs risques opérationnels, c'est-à-dire les risques imputables aux personnes ou à leur organisation provenant d'une inadaptation ou d'une défaillance de la gestion. Par ailleurs, la supervision des banques est renforcée (pilier 2) notamment en donnant compétence au superviseur pour évaluer le système de contrôle interne des banques et en lui permettant de fixer un niveau de fonds propres supérieur au minimum exigé par le pilier I (faculté fortement contestée par les banques). Enfin, le pilier 3 renforce les exigences de communication financière des banques et harmonise leur réglementation comptable avec les normes IFRS.

Il convient d'observer que les exigences en apparence accrues de fonds propres imposées par Bâle 2 se sont paradoxalement traduites par leur allègement par rapport à Bâle I. Pour éviter que les fonds propres « excédentaires » ainsi dégagés n'incitent les banques à amplifier anormalement leurs risques, Bâle 2 a prévu que ces fonds propres « excédentaires » ne pourraient être utilisés que progressivement (10 % en 2008, 20% en 2009 ...).

Au milieu des années 1980, cette conception de l'intermédiation bancaire a été érodée par la croyance devenue progressivement dominante que les marchés, eux mêmes libéralisés, étaient mieux à même que les banques de réaliser une allocation optimale des financements, en confrontant sans intermédiaire l'offre d'épargne et la demande de financement. Tous les verrous qui limitaient le développement des marchés ont alors été progressivement levés, permettant la prolifération des innovations financières. La concurrence entre les financements de marché et les financements intermédiés est devenue la règle, notamment pour le financement des grandes entreprises, alors même que les banques, comme les autres entreprises, étaient soumises à des exigences accrues de performance au profit de leurs actionnaires (dictature des ROE).

Les banques ont répondu à la concurrence des marchés financiers en internalisant les activités de marché, en investissant pour leur compte sur les marchés, et en concevant des produits complexes pour le compte de leurs clients. Ce tournant stratégique leur a été favorable, en apparence du moins, puisque leur rentabilité, inférieure à celle des autres entreprises jusqu'à la fin des années 1980, leur est devenue nettement supérieure.

Le nouveau modèle bancaire

Les banques ont pu développer ce nouveau modèle en s'appuyant sur leur capacité d'ingénierie financière ; celle-ci leur a permis de renouveler leur offre en concevant de nouveaux produits utilisant les possibilités des marchés. Ces produits sophistiqués leur donnaient un avantage concurrentiel sur les produits plus simples, directement disponibles sur les marchés. Ce nouveau modèle a pris toute son ampleur lorsque les marchés financiers (organisés ou de gré à gré *) ont été en mesure de recevoir tout ou partie des risques jusqu'alors supportés par les banques grâce à l'extension des marchés de dérivés * (contrats à terme, options, swaps) et surtout en leur permettant d'extérioriser leurs risques de contrepartie en titrisant leurs concours (voir ci-après). Ces caractéristiques expliquent la dénomination de ce nouveau modèle bancaire « originate and distribute ».

Ce nouveau modèle perd certains des avantages spécifiques de l'intermédiation bancaire traditionnelle. La solvabilité des banques devient tributaire de la variation des prix des actifs financiers, du fait de la « marchandisation » (2) de leurs bilans. Elles deviennent également plus sensibles aux chocs de liquidité. Les marchés financiers ne sont pas des marchés parfaits : les prix des actifs financiers ne résultent pas seulement de leurs « fondamentaux », c'est-à-dire de la somme actualisée des revenus futurs qu'ils procureront, ainsi que le postulent les modèles d'évaluation ; sur les marchés organisés*, ces prix dépendent aussi de la liquidité des marchés sur lesquels ils s'échangent. En période de crise, la liquidité de ces marchés peut disparaître, déconnectant alors le prix de l'actif de sa valeur fondamentale et contraignant la banque, pour faire face à ses échéances, à les brader, amplifiant ainsi la crise ; sur les marchés de gré à gré, les prix dépendent des modèles d'évaluation qui, pour l'essentiel, déterminent le prix qui s'établirait sur un marché parfait.

(2) Cette expression signifie que les actifs et les passifs bancaires contiennent désormais une part importante de produits de marché, exposant les banques à un risque de prix plus important que celui pesant auparavant sur les crédits (conservés en général jusqu'à leur terme) et les dépôts (peu ou pas rémunérés), composantes principales des bilans bancaires traditionnels.

Crise de solvabilité ou crise de liquidité sur un marché

La crise de solvabilité sur un marché surgit lorsque la valeur des titres échangés s'effondre parce que les émetteurs de ces titres ne sont plus en situation de faire face à leurs échéances. La crise de liquidité surgit, même si les émetteurs sont solvables, lorsque la demande de titres se réduit brutalement, entraînant, comme dans le cas d'une crise de solvabilité, un effondrement des cours.

La théorie financière dite « moderne » considère que, si les marchés sont « parfaits » ou au moins « efficaces », il existe toujours une demande au prix déterminé par le marché, prix qui correspond à la somme actualisée des revenus futurs que devrait procurer le titre selon toutes les informations disponibles et accessibles à l'ensemble des investisseurs.

Toutefois, l'expérience des crises révèle que la demande d'un titre peut s'effondrer, même lorsque ce titre est échangé sur un marché efficace, comme sont censés l'être les marchés organisés ; dans ce cas, le propriétaire du titre ne peut le vendre, sauf à provoquer un effondrement de son cours sans rapport avec sa valeur fondamentale. Une telle situation peut provenir soit des comportements mimétiques des investisseurs (provoquant une hausse des cours en cas de bulle financière, ou un effondrement des cours en cas de panique), soit de l'insolvabilité d'une partie significative des détenteurs de titres (alors contraints de les vendre) ou des acquéreurs potentiels (alors incapables de les acheter).

Si la distinction théorique entre les crises de solvabilité et de liquidité est facilement compréhensible, elle est, en pratique, difficile à diagnostiquer, la plupart des investisseurs justifiant rationnellement leurs décisions d'achat ou de vente, comme ce fut encore le cas lors de la bulle immobilière américaine, dont l'existence était contestée jusqu'à ce qu'elle se dégonfle.

La titrisation au cœur du nouveau modèle bancaire

La titrisation est une opération de cession d'un portefeuille d'actifs plus ou moins homogènes, notamment de crédits, à une entité juridique ad hoc (construite dans ce but), dite « véhicule » (ou conduit), indépendante en principe du cédant. Les revenus de ce portefeuille vont lui permettre de rémunérer les titres (fonds propres et surtout obligations) qu'il émet pour le financer (3).

Pour la banque, la titrisation de ses crédits présente deux avantages : elle lui donne accès à un flux de ressources immédiates, et surtout, elle la dégage du risque de défaillance de ses créanciers, allégeant ainsi ses besoins de fonds propres, au grand profit de ses actionnaires. L'indépendance juridique des véhicules n'implique pas une absence totale de lien avec la banque initiatrice, car celle-ci, pour rendre l'opération séduisante pour les investisseurs, est amenée à prendre des engagements hors bilan (garanties partielles et lignes de crédit).

Les titres émis par les véhicules vont donc supporter les risques portés initialement par la banque. Ils sont en général structurés pour répondre au profil des investisseurs, en faisant supporter prioritairement les risques à certaines catégories de titres qui, en contrepartie, sont mieux rémunérés. Les titres les plus risqués sont surtout souscrits par des *hedge funds** ou des OPCVM* désirant doper leurs performances, les titres les moins risqués sont plutôt souscrits par des fonds de pension ou des compagnies d'assurance.

(3) En pratique, il existe deux types de titrisation, l'une dite « parfaite », lorsque les actifs sont cédés avec le risque qui leur est attaché, et l'autre dite « synthétique » lorsque le risque seul est cédé.

Lors du montage de l'opération de titrisation, l'« originateur » peut choisir de réduire le risque du portefeuille cédé, soit en surdimensionnant ce portefeuille, c'est-à-dire en transférant plus d'actifs que ne le nécessiterait la rémunération stricte des titres adossés à ces actifs, soit en faisant supporter le risque de défaut par un assureur spécialisé (dit « monoline » aux Etats-Unis). Dans les deux cas, la diminution du risque inhérent au portefeuille d'actifs a pour contrepartie une moindre rémunération des investisseurs.

Les véhicules de titrisation portent deux types de risques : le risque de contrepartie inhérent à son portefeuille, et un risque de trésorerie, c'est-à-dire un risque de désajustement entre les flux de revenus apportés par les actifs, et les rémunérations qu'ils doivent contractuellement verser aux investisseurs. De plus, les paiements contractuels dus par les véhicules ont en général une durée de 4 à 5 ans, alors que leurs ressources sont à court terme. La faiblesse des capitaux permanents de ces entités, des capitaux propres en particulier, est un moyen (risqué) d'accroître encore le rendement offert aux investisseurs, en jouant sur l'effet de levier de l'endettement, et sur la différence entre les taux de leurs recettes (à long terme) et ceux de leurs financements (à court terme). Dans le cas de la titrisation de crédits immobiliers, le risque de trésorerie est encore accru par la possibilité offerte aux emprunteurs de rembourser leurs prêts par anticipation

La titrisation expose donc les investisseurs à des niveaux de risque très différents selon le véhicule. Il est d'usage de distinguer les véhicules les moins risqués, appelés « conduits », des véhicules les plus risqués dénommés SIV*. Il faut souligner que ces véhicules, n'étant pas des banques, ne sont soumis à aucune contrainte prudentielle, et que l'hétérogénéité de leur portefeuille, dont la composition n'est pas publique, ne facilite pas l'appréhension du risque pris par les souscripteurs des titres qu'ils émettent. Le seul élément d'information public n'est souvent que la note accordée par l'agence de rating. De plus, cette opacité est encore renforcée par les pratiques de titrisation en cascade : les titres émis à l'occasion d'une première opération de titrisation peuvent rentrer dans les actifs d'autres fonds, avant d'être finalement souscrits par des investisseurs finaux. Le premier véhicule de titrisation finance ses achats de créances hypothécaires en émettant des obligations dénommées RMBS* qui sont, soit souscrites par des investisseurs finaux, soit cédées à d'autres fonds spécialisés dits CDO*, qui se financent à leur tour en émettant des obligations ; celles-ci peuvent à nouveau être achetées par des investisseurs finaux ou par des fonds spécialisés dits CDO 2. On conçoit que les investisseurs aient quelques difficultés à mesurer leurs risques

La titrisation aux Etats Unis et en France

La titrisation est née aux Etats Unis à la fin des années 1960, afin de soutenir le marché hypothécaire, menacé par les difficultés des établissements spécialisés dans le crédit immobilier. Organisée d'abord avec le concours des deux agences fédérales, Fannie Mae et Freddie Mac. Les possibilités de titrisation ont progressivement été étendues à tous les types de prêts immobiliers, puis aux catégories de crédit les plus variés : dès 1983, la titrisation de crédits immobiliers non garantis par des agences gouvernementales est autorisée, en 1985, la titrisation de crédit à taux variables est permise et, à partir de 1988, tous les titres d'actifs sont éligibles ; les cartes de crédit, les crédits automobiles et les crédits à la consommation sont les supports les plus utilisés.

En France, la titrisation a été permise par la loi du 23/12/88, qui donnait la possibilité de créer des véhicules, dénommés FCC (Fonds Commun de Créances). Cette loi a fait l'objet d'assouplissements multiples, les FCC ont été successivement autorisés à acquérir, postérieurement à leur création, de nouveaux actifs (rechargement), puis à structurer les titres qu'ils émettaient, et enfin ils ont obtenu toute liberté quant à la durée des créances titrisées. Aujourd'hui les opérations de titrisation bénéficient d'un degré de liberté comparable à celui des Etats Unis.

Le développement de la titrisation a suscité le débat. Trois critiques principales lui sont faites, d'une part, elle incite les banques à alléger leur analyse des risques qui ne sont pas destinés à rester dans leur bilan ; elles diffusent ainsi dans l'économie, dans des proportions non identifiables, des risques rendus opaques qui, si ils n'avaient pas été titrisés, n'auraient pas trouvés preneurs. La titrisation ne se limite donc pas, comme on l'affirme souvent, à faire porter des risques par des agents plus enclins à les prendre que la banque initiatrice, mais elle tend à accroître le niveau global de risque et, par là, elle accroît l'instabilité de la croissance. D'autre part, les titres émis à l'occasion de ces opérations ne s'échangent pas sur des marchés organisés, mais sur des marchés de gré à gré, sans chambre de compensation, ni market maker (4) ; en conséquence, la liquidité de ces marchés n'est pas assurée lorsque la valeur des titres devient incertaine. Enfin, il est reproché à la titrisation de diminuer l'efficacité des politiques monétaires en affaiblissant, dans les situations de déséquilibre des marchés, la relation de la quantité de monnaie et de crédit avec l'inflation et le niveau d'activité.

Les partisans de la titrisation font valoir, au contraire, que, en reportant les risques sur des agents qui ne fonctionnent pas à partir de ressources empruntées, elle contribue à la stabilité du système financier. Par ailleurs, du fait de la stabilité qu'elle instaure entre la croissance et la quantité de monnaie, elle rendrait plus efficaces les politiques monétaires. Enfin, les titres émis à l'occasion des opérations de titrisation étant largement souscrits hors de leur pays d'origine, elle permet au pays émetteur de ces titres de capter l'épargne étrangère, et de rendre soutenable un régime de croissance reposant sur l'endettement des agents privés ; elle aurait ainsi été l'un des ressorts de la croissance américaine de ces dernières années. Toutefois les avantages ainsi attendus de la titrisation reposent sur l'hypothèse que les marchés financiers sont profonds et liquides et sont donc à l'abri de toute crise de liquidité.

Ce débat, sans avoir été véritablement tranché de façon consensuelle, explique que la titrisation, à ses débuts, ait pourtant été contenue par des limitations réglementaires. Mais il est vite apparu que ces limitations pouvaient facilement être contournées en délocalisant les véhicules dans des pays plus permissifs (plus particulièrement en Irlande, Luxembourg et Pays-Bas), en sorte que les obstacles réglementaires ont progressivement été levés, et cela, d'autant plus facilement que les opérations de marché bénéficiaient d'un a priori idéologique de plus en plus favorable.

(4) Intermédiaires qui définissent un prix, qu'ils garantissent aux vendeurs, en se portant acheteur si nécessaire.

2. DE LA CRISE DES SUBPRIMES A UNE CRISE FINANCIERE GENERALE

La crise des subprimes

La crise financière actuelle trouve son origine dans la crise qui a affecté au début de l'été 2007, un segment particulièrement rentable — et risqué — du marché du crédit immobilier américain, celui des crédits aux ménages à faible revenu, dit « subprime » (5). La plupart des crédits subprime sont des crédits à taux variables, supportant une prime de risque élevée (de 100 à 400 points de base au dessus des crédits prime). Le poids des premières mensualités de prêt était rendu moins lourd pour les emprunteurs, par l'usage des banques de consentir, pour les deux ou trois premières annuités, un taux fixe très bas, souvent de 1 à 3 %.

L'accroissement de la production des crédits subprime, ainsi déconnectés des capacités de remboursement des emprunteurs, a permis aux établissements de crédit américains, lorsque les taux d'intérêt ont commencé à monter, de continuer à faire progresser à un rythme soutenu leur encours : la part de ces crédits est ainsi passée, de 2002 à 2007, de 8 % à 20 % de la production totale de crédits immobiliers. Les ménages les moins solvables s'étant endettés surtout dans une période de taux d'intérêt faible (à la mi-2004, les taux au jour le jour étaient tombés à 1 %), lorsque les taux ont brutalement monté (ils vont atteindre 5,25 % à l'été 2007), leurs mensualités vont progresser de 25 % à 50 %. Les défauts sur les crédits subprime ont alors explosé. Les banques américaines ont, dans un premier temps, cru pouvoir négliger la montée de l'insolvabilité de leurs emprunteurs en ne conservant dans leurs bilans que moins de la moitié de ces crédits, titrisant facilement le solde, en profitant de la forte demande des investisseurs, friands de ces produits à fort rendement.

Toutefois, au début de l'été 2007, les anticipations de durcissement de la politique monétaire américaine ont accentué la baisse du prix des logements, et donc amenuisé la garantie qu'ils constituaient. En conséquence, la valeur des crédits détenus par les véhicules de titrisation s'est effondrée. Cependant, la crise était encore considérée comme mineure, car les pertes bancaires n'étaient évaluées qu'à 100 Md \$, soit à peine plus de 4 % des fonds propres (tier one*) des grandes banques.

Mais la situation s'est dégradée brutalement, en fin d'année 2007, lorsque les agences de notation se sont décidées à baisser les notes des crédits immobiliers, notamment de ceux détenus par les SIV. Dans un premier temps, les banques initiatrices de ces fonds ont accepté de leur apporter un soutien temporaire et partiel sous forme de garanties, d'activation des lignes de crédit, et d'achat du papier commercial émis par les fonds pour se financer..., non seulement pour éviter leur faillite, mais surtout pour éviter que la vente des logements garantissant les actifs en défaut, n'approfondisse la crise immobilière. Mais cette attitude conciliante des banques n'a pas suffi à restaurer la confiance des investisseurs. En novembre 2007, l'estimation des pertes dues à la crise a bondi à 400 Md \$. La crise a alors changé de nature : de crise localisée à un segment limité du marché du crédit américain, elle est devenue une crise de dimension internationale compromettant la solvabilité des plus grandes banques mondiales. Dans ces conditions, la prévention du risque systémique* est devenue une préoccupation majeure.

(5) Plus précisément le marché du crédit hypothécaire américain est divisé en trois segments, selon le niveau du risque de défaut des emprunteurs : le segment « prime », le plus sûr, le segment « alt A », de qualité moyenne et le segment « subprime », le plus risqué.

En mars 2008, Goldman Sachs estime les pertes dues à la crise à 1 156 Md\$, dont 500 Md\$ dus directement à la crise des prêts immobiliers et 656 Md\$ provenant de l'extension de la crise hors de son foyer d'origine. Le Fonds Monétaire International aboutit en avril à une estimation voisine : les pertes totale s'élèveraient à 945 Md\$ dont 565 Md\$ provenant directement de la dévalorisation des titres adossés aux crédits subprime ; la moitié environ de ces pertes serait supportée par les banques commerciales, et l'autre moitié par les compagnies d'assurance, les fonds, et les hedge funds*.

La crise financière

Ce changement de nature de la crise est dû à sa diffusion en tache d'huile, à des marchés non concernés a priori. L'un des vecteurs majeurs de contamination a été l'incapacité dans laquelle se trouvaient les investisseurs de faire le partage entre les bons et les mauvais risques. Les banques, avant la clôture de leurs comptes 2007, avaient, pour la plupart, minimisé leur exposition à la crise des subprimes. Les pertes finalement extériorisées à la fin de l'exercice 2007, encore accrues après le premier trimestre 2008, ont jeté le doute sur leur solvabilité, entraînant l'assèchement du marché monétaire interbancaire (les banques ne voulant plus se faire crédit entre elles), alors même que les marchés financiers, faute d'investisseurs, n'étaient plus en mesure de relayer leurs problèmes de liquidité et de solvabilité (6).

La rapidité de la diffusion de la crise, hors de son marché d'origine, a surpris. La diminution de la qualité de la signature des banques, les ventes d'actifs comme réponse aux difficultés de trouver des investisseurs ou des prêteurs, la fuite devant les opérations à risque expliquent la généralisation de la crise (7). Trois marchés ont été ainsi mis en difficulté depuis le début 2008 : les crédits aux collectivités locales américaines, les crédits immobiliers bénéficiant d'une garantie quasi étatique et les fonds à risque.

- En janvier 2008, les agences de notation, tirant les conséquences de la crise des subprimes, ont dégradé, ou envisagé de dégrader, la note des monolines, le tiers des garanties qu'elles avaient accordées concernant ces crédits (8). Les autres garanties, pour l'essentiel des crédits aux collectivités locales dont le risque est pourtant très faible, ont alors été mécaniquement déclassées. La valeur des créances bénéficiant de ces garanties s'est effondrée, entraînant une hausse exorbitante des taux d'intérêt des obligations municipales (jusqu'à 20 %) et bloquant toute émission nouvelle.
- La fragilisation des deux agences fédérales américaines, Fannie Mae* et Freddie Mac* a commencé à compromettre même le marché des crédits immobiliers prime. En mars 2008, pour soutenir le marché des créances immobilières saines, ces deux agences ont été autorisées à racheter 200 Md\$ de créances immobilières ; mais celles-ci ne disposant pas des fonds nécessaires, leur autorité de tutelle a réduit leur ratio prudentiel de fonds propre d'un tiers, alors qu'elles avaient besoin d'être recapitalisées.

(6) Cf Peter R FISHER : « Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ? » Revue de stabilité financière n°11 – février 2008.

(7) La fuite devant les investissements risqués et le repli des investisseurs sur des produits plus sûrs (le « fly to quality ») ont été d'une telle ampleur que le prix des obligations d'Etat a baissé au point de faire tomber les taux à 10 ans en dessous des taux au jour le jour.

(8) Il existe, aux Etats Unis, une dizaine de ces compagnies d'assurance spécialisées. Les deux principales sont MBIA et AMBAC. Deux d'entre elles sont des filiales de banques françaises, FSA (groupe DEXIA) et CIFG (groupe Natixis). Selon une étude de Barclay's, si toutes les monolines perdaient leur note AAA, cette dégradation coûterait aux banques jusqu'à 140 Md\$, à comparer aux 400 Md\$ de la crise des subprimes.

Cette mesure, qui revient, pour boucher un trou, à en creuser un autre, montre la difficulté des autorités publiques américaines à trouver une thérapie de fonds à la crise.

- Les fonds à risque, et plus particulièrement les SIV, les hedge funds et les fonds LBO (9) (du moins pour les opérations concernant les grandes entreprises) sont eux aussi touchés par ce climat d'aversion et d'incertitude aux risques. En effet, ces fonds, pour faire face au retrait des investisseurs, ont dû tirer les lignes de crédits que leur avaient consenties les banques (10), entamant encore plus leurs maigres fonds propres pour répondre aux appels de marge entraînés par ces tirages. Leur fragilité en a donc été accrue.
- Enfin les banques, pour maintenir leur crédibilité (risque de réputation) ont été contraintes de réintégrer dans leur bilan, bien qu'elles n'y fussent pas tenues juridiquement, les risques qui avaient été titrisés (11), et d'assurer la liquidité des fonds qu'elles avaient parrainés et vendus à leurs clients qui, inquiets, demandaient le rachat de leurs parts (12).

L'approfondissement de la crise des marchés financiers, a donc fini par rattraper les banques, les affectant par quatre canaux :

- celui des investissements pour compte propre réalisés afin de doper leur rentabilité,
- celui des garanties et des lignes de crédit accordées à des entités à risque,
- celui de leur incapacité à titriser des financements risqués qu'elles n'avaient pas l'intention de conserver,
- et enfin, celui de l'obligation où elles se sont trouvées, de préserver la confiance de leur client, en se substituant aux marchés défaillants.

Les banques ont été acculées à une véritable réintermédiation des financements et des risques que les marchés financiers avaient pris en charge, à la suite de la généralisation du nouveau modèle bancaire (« originate and distribute »). Pour tenter de restaurer leur signature, certaines grandes banques, américaines d'un côté, européennes de l'autre, avaient envisagé de mettre en place deux « super-fonds » spécialisés qui auraient repris les actifs les plus compromis, afin d'éviter de devoir les « brader ». En décembre 2008, faute d'avoir réuni une force de frappe suffisante, ces deux projets ont dû être abandonnés.

(9) J P Morgan Chase évaluait à la fin 2007 l'encours de la dette LBO détenue par les banques américaines à 162 Md\$. Une grande partie de ces crédits avaient vocation à être repris par les fonds LBO, mais ceux-ci les refusant, les banques ont été contraintes de les conserver dans leur bilan.

(10) A titre d'exemple, la banque suisse UBS a admis avoir ainsi consenti 100 Md€ à des hedge funds et la filiale du Crédit Agricole, Calyon a accordé 24 Md€ à quatre conduits de titrisation.

(11) Ainsi la Société Générale a annoncé en décembre 2007, qu'elle avait rapatrié dans son bilan 4,3 Md\$ d'actifs logés dans des SIV que Moody's avait dégradé, HSBC annonçant 4,5 Md€ de rapatriement, Citibank 15 Md\$... Toutefois, lorsque ces rapatriements deviennent trop coûteux, les banques initiatrices jettent l'éponge comme ce fut le cas de Carlyle en mars 2008. Cette banque avait initié un fonds spécialisé dans les obligations municipales américaines notées AAA. Les actifs de ce fonds se montaient à 21,7 Md\$, ce qui représentait 32 fois les capitaux propres du fonds. Lorsque le fonds a annoncé qu'il était en défaut de paiement de 16,6 Md\$, Carlyle l'a lâché.

(12) Les exemples de soutien sont nombreux, à commencer par le soutien accordé à certains OPCVM de trésorerie dits « dynamiques » par les banques et les compagnies d'assurances qui les proposaient à leurs clients.

Les principales pertes bancaires (exercice 2007 et 1^o trim. 2008 si connu) (Md \$)*

Banques américaines		Banques européennes					
Merrill Lynch	24,4	Bank of America	5,3	UBS	37,4	Credit Agricole	4,9
Citigroup	18,1	Capital One	4,9	HSBC	17,0	Fortis	4,6
Morgan Stanley	17,0	Wachovia	4,7	Deutsche Bank	7,7	Société Générale	4,5
AIG **	11,5	JP Morgan Chase	3,2	Bayern LB	6,7	Barclay's	3,3
Goldman Sachs	6,4			RBS	5,6	Natixis	2,6

* Les montants indiqués dans ce tableau doivent être considérés comme des ordres de grandeur, les évaluations variant selon les sources.

** Compagnie d'assurance

Les grandes banques européennes, qui, dans un premier temps, avaient annoncé qu'elles étaient moins concernées que les banques américaines, apparaissent aujourd'hui touchées dans des proportions voisines. Toutefois, du fait du comportement plus permissif des autorités de tutelle, les fonds propres des banques américaines, qui, rapportés à leurs engagements étaient plus faibles que ceux des banques européennes, ont dû être reconstitués plus significativement : Citigroup, par exemple, à hauteur de 22 Md\$, RBS à hauteur de 23,9 Md\$ ou UBS à hauteur de 27,7 Md\$. Au total, selon les Echos du 16/1/08, les augmentations de capital ont compensé les pertes des banques américaines à hauteur de 60 %... soulevant une polémique devant l'irruption des fonds souverains comme actionnaires importants (13). Il en a été de même pour les principaux monolines : AMBAC et MBIA, n'ont pu sauver leur notation qu'en se recapitalisant (à hauteur de 3 Md\$ chacun) et en plaçant les garanties données aux crédits les plus risqués, hors de leur bilan, dans des sociétés indépendantes (structures de « defeasance »), dotées de fonds propres suffisants pour faire face aux risques, tout au moins tels qu'évalués à ce moment. On estime que le sauvetage des monolines a évité aux banques de passer 70 Md\$ de provisions supplémentaires.

Toutefois, ces mesures d'urgence n'ont pas permis d'éviter des défaillances bancaires majeures. Trois ont été particulièrement spectaculaires, deux concernent des banques européennes, et une, une banque américaine.

- La banque allemande IKB, filiale à 38 % de la banque publique KfW, a fait défaut en août 2007 ; depuis, son principal actionnaire a dû prendre la tête d'un pool bancaire pour la refinancer à quatre reprises, à hauteur de 9 Md€ et l'a recapitalisé à hauteur de 1,25 Md€. Son sort reste incertain car, souhaitant la revendre, KfW se refuse à la recapitaliser à nouveau.
- La défaillance de la cinquième banque britannique de crédit immobilier, Northern Rock, n'a pas été provoquée directement par la crise des marchés, mais par l'impossibilité où elle s'est trouvée de se refinancer sur le marché interbancaire, bien que ses fonds propres satisfaisaient aux exigences réglementaires ; la Banque d'Angleterre, contrevenant à sa doctrine affichée, a dû lui consentir, en septembre 2007, dans l'urgence, un prêt, qui a provoqué la panique de ses déposants, contraignant le gouvernement à la nationaliser temporairement en février 2008.

(13) Depuis juin 2007, les fonds souverains ont investi 61 Md\$ dans le secteur financier américain : ils ont pris 10 % du capital de Blackstone, 9,7 % du capital de Barclay's, 5 % du capital de Citibank (sous forme d'obligations convertibles), 9,9 % du capital de Merrill Lynch et 10,5 % du capital de UBS.

- La troisième défaillance significative concerne la cinquième banque d'affaires américaine, Bear Sterns (14000 salariés), acteur important des marchés financiers. Les clients de Bear Sterns, pour la plupart d'autres acteurs significatifs des marchés, ont soudainement refusé de traiter avec elle, du fait des rumeurs concernant sa solvabilité, compromettant ainsi la stabilité des marchés financiers, de celui des dérivés* en particulier. En mars 2008, pour la première fois, la FED, pour secourir directement une banque d'affaires, ce qu'elle n'était pas autorisée à faire, a dû recourir à un subterfuge : garantir à hauteur de 30 Md\$ les actifs compromis de Northern Rock, ceux-ci étant transférés dans un fonds de *defeasance*, ce qui a permis ainsi à JP Morgan Chase, d'en devenir le principal actionnaire en acquérant 39,5 % de son capital avec une décote de 85 % sur sa valeur boursière constatée un mois auparavant ...

Panique des déposants, risque d'aggravation des déséquilibres des marchés, défaillances du marché interbancaires, et incertitude sur la solvabilité d'acteurs majeurs de la finance, tous les ingrédients d'une crise financière majeure sont réunis et persistent, malgré l'action des banques centrales.

3. LA GESTION DE LA CRISE PAR LES BANQUES CENTRALES

La crise financière est intervenue dans un environnement économique complexe, source de signaux contradictoires pour les banques centrales. En effet, alors que l'effondrement du dollar (aussi bien contre l'euro que contre la livre et le yen), et la reprise de l'inflation poussent à des politiques monétaires restrictives, la certitude du ralentissement de la croissance, reconnue à la fin 2007, et la nécessité d'agir pour éviter que la crise financière n'étrangle le crédit bancaire (« credit crunch »), ou pire ne dégénère en crise systémique, poussent à un assouplissement de grande ampleur des politiques monétaires.

Ce conflit d'objectifs semble n'avoir été véritablement tranché par la FED. qu'à la fin du quatrième trimestre 2007, la position de la BCE restant infiniment plus nuancée... En conséquence, ce n'est qu'en début d'année 2008 que les interventions des banques centrales ont pris toute leur ampleur, alors que, pour prévenir la propagation de la crise à l'ensemble des marchés financiers, elles auraient dû intervenir massivement beaucoup plus tôt (14). Les décisions de la FED, une fois ce tournant pris, ont été d'un grand pragmatisme, et ne sont pas embarrassées, comme souvent, par des considérations doctrinales.

La FED a ainsi utilisé conjointement ses deux armes majeures : la baisse des taux d'intérêt et les injections de liquidités, alors que la BCE s'est limitée aux secondes ; elle a laissé ses taux directeurs inchangés, considérant que le risque inflationniste restait son objectif principal ; ce choix représente toutefois un changement d'orientation, car elle avait laissé entendre, durant l'été 2007, qu'elle se préparait à accroître ses taux directeurs (15).

Chacune des interventions des banques centrales, devenues indispensables du fait de l'approfondissement de la crise, a été décidée dans l'urgence, le plus souvent hors du calendrier de réunion de leurs instances décisionnelles. Ce processus d'intervention s'est révélé contre-productif, contribuant plutôt à dégrader encore plus la confiance, en laissant supposer que les banques centrales disposaient d'informations non publiques sur la gravité de la crise. L'un des symptômes les plus visibles de cette incapacité des banques centrales à restaurer la confiance est la persistance de taux à court terme anormalement élevés, qui reflètent les tensions du marché interbancaire provenant de la réticence des banques liquides à prêter à des banques dont elles n'étaient pas en mesure d'apprécier la solvabilité réelle.

Depuis août 2007, l'action des banques centrales, de la FED surtout, a pourtant été d'une ampleur inégalée. Son principal taux directeur est ainsi passé de 5,25 % à 2,25 % le 18 mars 2008, soit moins que le taux d'inflation. Par ailleurs, la FED, de façon coordonnée avec les grandes banques centrales, avec la BCE en particulier, a complété son action sur les taux par d'importantes injections de liquidité.

(14) Ce retard d'intervention des banques centrales est notamment critiqué par Anton Brender dans les Echos du 18/03/08. Toutefois ce diagnostic ne fait pas l'objet d'un consensus.

(15) En décembre 2007, le Président de la BCE, JC Trichet, affirmait toujours, dans une interview au Financial Time (10/12/07), que la BCE devait se concentrer sur la lutte contre l'inflation qui venait d'atteindre 3,1% dans la zone euro, et que l'examen des effets de « second tour » de cette hausse des prix serait « décisif » sur ses décisions futures en matière de taux. En janvier 2008, alors que la FED venait de décider dans l'urgence une nouvelle baisse de ses taux directeurs, il renouvelait sa position soutenu par Joachim de Almundia, le commissaire européen aux affaires économiques qui déclarait que la crise financière était le problème exclusif des Etats Unis, et qu'en conséquence, c'était à eux d'agir.

La première intervention était réalisée dès le 10 août 2007, suivie de trois autres interventions le 12 décembre 2007, le 10 janvier 2008 et le 11 mars 2008. De plus, la FED et la BCE, rejointes en avril seulement par la Banque d'Angleterre, ont décidé de créer des fonds spécifiques (200 Md\$ pour la première, 60 Md€ pour la seconde et la troisième) destinés au refinancement des grandes institutions financières, et elles ont élargi à des titres peu liquides, la gamme des titres financiers admis au réescompte auprès d'elles. Enfin, à compter du 23 mars 2008, et pour au moins 6 mois, la FED a permis aux établissements financiers non bancaires de se refinancer auprès d'elle.

Les nécessaires interventions de la FED ont été réalisées au risque d'effets pervers de deux types :

- d'une part, la crise des subprimes étant survenue après une période d'abondance monétaire, à l'origine du gonflement de la bulle immobilière américaine, le dégonflement de cette bulle rapproche les prix des logements de leur « vraie » valeur, et l'attente de leur hausse future est illusoire. Dès lors, le risque existe que les interventions des banques centrales, qui donnent aux banques les moyens de racheter leurs créances, n'aient fait que retarder la constatation des pertes subies par les institutions financières ;
- d'autre part, l'élargissement de la gamme des titres admis au réescompte et le financement direct des banques d'affaires par la banque centrale ont abouti à remplacer dans son bilan 40 % de son portefeuille de bons du Trésor par des titres plus ou moins solides. Les conséquences de la dégradation de son bilan sur la crédibilité de la FED, posent problème, comme l'écrit A. Brender (Echos du 18/03/08) : « La FED avance dans une direction dangereuse qui consiste à mettre du risque à l'actif de son bilan. Une banque centrale ne doit pas le faire, surtout quand sa monnaie est mondiale : elle court le risque de mettre sa valeur en doute ».

Les interventions des banques centrales, de la FED en particulier, semblent donc avoir trouvé leurs limites : l'action sur les taux, parce que la zone des taux réels négatif est atteinte, les injections de liquidités et le soutien direct aux établissements financiers en difficulté, parce qu'il n'est pas concevable que la qualité du bilan d'une banque centrale en soit compromise (16).

Dans ces conditions, toute aggravation ultérieure de la crise ne pourra pas faire l'économie d'une intervention étatique directe, soit en nationalisant provisoirement les établissements les plus touchés (ce que les pays nordiques avaient fait à la fin des années 1980), soit en délestant les banques de leurs actifs les plus compromis, logés dans des fonds publics.

(16) Cette crainte nourrit la thèse selon laquelle il appartient désormais à l'Etat de se substituer à l'action de la banque centrale. Selon le Financial Time (22/03/08), plusieurs banques centrales, dont la FED la BCE et la Banque d'Angleterre, étudieraient la création de fonds garantis par l'Etat qui reprendraient les titres adossés à des crédits immobiliers, assainissant ainsi une fois pour toutes les bilans des banques. Selon Kenneth Rogloff, cité par le Monde (25/03/08), le coût de cette mesure serait de 2000 à 3000 Md\$, dont 500 Md\$ à la charge du contribuable américain.

4. UN RENFORCEMENT DE LA REGLEMENTATION POUR PREVENIR LE RISQUE DE CRISE SYSTEMIQUE

L'action des banques centrales ne saurait suffire à elle seule à prévenir un risque systémique ; l'essentiel de la fonction préventive incombe à la réglementation prudentielle des banques, et aux autorités de régulation des marchés financiers. En dégénérant en crise financière majeure, la crise actuelle a révélé les insuffisances de ces dispositifs préventifs, conçu pour l'essentiel avant le développement massif des marchés financiers. Leur réexamen est à l'ordre du jour. Les propositions en ce sens peuvent être regroupées autour de trois thèmes : la place des banques centrales dans la prévention des crises, l'amélioration du contrôle des institutions financières, et la recherche d'une plus grande transparence des marchés financiers.

Accroître le rôle des banques centrales dans la prévention et la gestion des crises

La mission essentielle des banques centrales est d'assurer l'alimentation adéquate de l'économie en liquidités. Dans ce but, les banques centrales évaluent les besoins de l'économie en fonction des perspectives de croissance et d'inflation, la FED étant sensible à ces deux paramètres, la BCE se préoccupant exclusivement du second. La crise des subprimes a montré qu'un niveau global élevé de liquidités dans l'économie ne garantissait pas la liquidité des marchés financiers (17). En effet, la crise n'a pour origine, ni l'insuffisance de la liquidité globale, ni le manque de liquidité des banques, mais la disparition des investisseurs sur les marchés financiers du fait de leur incapacité à évaluer leurs risques. Cette incertitude a provoqué de fortes tensions sur le marché interbancaires, les banques les plus liquides préférant thésauriser leurs liquidités, plutôt que de financer d'autres banques dont elles considéraient que la solvabilité pouvait être douteuse. Cette crise de la titrisation a donc contaminé le marché monétaire, domaine privilégié de l'action des banques centrales. Même si la doctrine établie considère que les politiques monétaires ne sauraient se préoccuper des marchés financiers, deux propositions de réformes en sens contraire ont été formulées à cet effet (18) :

- permettre aux institutions financières non bancaires (banques d'affaires, fonds, véhicules de titrisation) d'accéder aux refinancements de la banque centrale pour éviter que leurs difficultés ne se répercutent sur les banques ;
- utiliser de façon plus active l'outil des réserves obligatoires que les banques sont tenues de constituer auprès de la banque centrale, en différenciant leur montant (ou sa variation) selon la composition de leurs actifs , les réserves assises sur l'activité de crédit pouvant être moins élevées que celles liées aux activités de titrisation ou de trading. Cette proposition est complétée par la proposition d'une gestion plus fine des injections de liquidités par les banques centrales qui définiraient une enveloppe individuelle de refinancement adaptée aux besoins de chaque banque ; ces modalités de gestion individualisée éviteraient à la banque centrale de valider, ex post, des prises de risque « anormales ».

(17) L. Clerc « A propos des turbulences financières » Banque de France. *Débat économique* n° 4. Février 2008.

(18) M. Castel et D. Plihon « Rudes leçons de la crise financière » *Le Monde* 01/02/08.

Ces propositions sont vivement critiquées par les tenants de la définition traditionnelle des politiques monétaires. Ceux-ci leur reprochent de reposer sur l'idée fautive de l'omniscience des banques centrales, supposées capables de connaître la situation individuelle de chaque établissement financier. Si l'on peut admettre que les capacités d'information des banques centrales sont effectivement limitées, cette limite n'a pour origine que leur manque de coordination avec les instances de contrôle bancaire (en France, la Commission Bancaire) et les instances de supervision des marchés financiers (en France, l'Autorité des Marchés Financiers) ; il ne semble pas insurmontable de remédier à ce cloisonnement.

Deux autres types de critiques, plus fondamentales, sont opposés aux propositions visant à élargir les objectifs des politiques monétaires :

- la première critique repose sur l'argument de « l'aléa moral » : dès lors que les acteurs essentiels du système financier sont quasi-certains de pouvoir bénéficier du soutien de la banque centrale (ou de l'Etat), ils sont incités à prendre des risques excessifs pour accroître leur rentabilité ; cette certitude serait d'autant plus forte que, du fait de leur taille, les conséquences de leur défaillance seraient importantes (« too big to fail »). C'est cet argument qui fonde la position brutale prise par le Président de la Bundesbank au cœur de la crise « Les banques restent au premier chef responsables de la surveillance et de la recherche d'une solution à leurs problèmes. Il n'incombe donc pas plus à la banque centrale qu'à l'Etat, de soutenir un établissement financier en difficulté » (Handelsblatt du 19/03/08).

L'argument de l'aléa moral a une pertinence certaine lorsque les probabilités de diffusion des défaillances sont limitées, mais, en cas de risque de crise majeure, aucune banque centrale ne refuse son soutien à l'établissement en difficulté, comme l'a encore montré la FED, à l'occasion de la crise actuelle ou, en 1998, lors de la crise du hedge fund LTCM (19). C'est ainsi que la Banque d'Angleterre, initialement hostile au soutien des banques en difficulté, a modifié son point de vue et a accepté de venir au secours de Northern Rock ; en revanche, la Bundesbank n'a pas renoncé à son hostilité de principe au soutien individualisé des banques ;

- la seconde critique a un fondement idéologique prononcé. Elle consiste à affirmer que, contrairement à l'évidence, les marchés financiers étant des marchés « parfaits », ils ne sauraient connaître de crise de liquidité ou du moins que, si une telle crise éclatait, elle se résorberait spontanément. En conséquence, il n'appartient pas aux banques centrales de se préoccuper des marchés financiers et elles doivent se cantonner à la gestion de l'équilibre monétaire. Il revient, selon cette approche, à la réglementation bancaire et à celle des marchés de créer des conditions telles que les marchés soient « parfaits ».

Cette vision conservatrice des politiques monétaires laisse de côté le fait que, en période de crise, les banques centrales ne peuvent mettre en œuvre une politique monétaire optimale. En effet, comme on l'a vu, lorsque des crises localisées surgissent, elles finissent par contaminer un nombre suffisamment significatif de banques de dépôt, pour contraindre la banque centrale à injecter des liquidités dont bénéficient des établissements qui n'en ont pas besoin afin d'assurer la solvabilité des établissements en difficulté.

(19) La doctrine classique concernant le domaine d'intervention « légitime » des banques centrales considère qu'elles ont vocation à agir en situation d'illiquidité, sous réserve que leur action soit discrétionnaire et imprévisible, de façon à éviter l'aléa moral.

La probabilité de créer une situation, au mieux temporaire, de surliquidité de l'économie est donc élevée, ce qui laisse présager, lorsque la phase aigüe de la crise sera passée, un durcissement des politiques monétaires pour résorber les liquidités excédentaires et donc une amplification des fluctuations de l'économie (20).

Améliorer le contrôle prudentiel de l'ensemble du système financier

On a vu dans la section précédente que, pour gérer la crise, la FED avait été amenée à soutenir des institutions non bancaires. La contrepartie de cet élargissement de leur rôle serait logiquement la soumission de ces institutions à un contrôle prudentiel de même nature que celui imposé aux banques. Certes, une partie d'entre elles sont déjà concernées indirectement par ce contrôle, dans la mesure où elles appartiennent à des groupes bancaires, et où elles interviennent sur des marchés organisés. La crise actuelle a montré l'insuffisance de ces dispositifs ; il apparaît donc souhaitable de soumettre directement ces institutions (banques d'investissement ou fonds) à des normes minimales de fonds propres et de liquidité (21). Les banques de dépôt, elles mêmes, seraient amenées à améliorer leur capitalisation face au risque de détérioration des marchés financiers, mais un renforcement trop brutal des exigences de fonds propres, risquerait de se répercuter sur leur capacité de production de nouveaux crédits classiques et donc de provoquer un freinage, non souhaité, de l'activité économique.

Les méthodes comptables ne favorisent pas non plus une bonne appréhension des risques de défaut des établissements financiers. Ce constat a suscité aux Etats Unis (mais pas en Europe) un débat sur les effets pervers de l'extension de la comptabilisation à la « juste valeur » (valeur de marché) des actifs et passifs bancaires (22). La SEC a, en conséquence, proposé en mars 2008, que les sociétés indiquent dans leur rapport de gestion, si leur situation réelle est meilleure ou moins bonne que celle que décrivent leurs états financiers, afin de « donner aux investisseurs la meilleure compréhension possible de la variabilité potentielle des situations ». Le FMI, pour sa part, dans son rapport sur la stabilité financière d'avril 2008, se montre très critique sur les nouvelles normes comptables, notamment sur les possibilités, qu'il juge trop laxistes, d'inscription d'opérations en hors bilan et il propose, en cas de chute trop forte des valorisations de marché, de réexaminer les règles de la juste valeur, afin d'éviter les ventes forcées d'actifs par les banques, ventes qui amplifient les conséquences des crises financières.

Par ailleurs, les méthodes d'évaluation des risques par l'ensemble du système financier sont apparues inadéquates. Les banques peuvent choisir entre une évaluation externe faite par les agences de notation, ou l'utilisation de modèles internes validés par leurs autorités de contrôle. Quelle que soit la méthode, selon une étude de l'Institut Credit Sight, citée par les Echos (21/03/08), les écarts de valorisation des CDO apparaissent anormaux, aussi bien sur les tranches mezzanines (les plus risquées) que sur les tranches super senior (les moins risquées). Ainsi, l'institut constate que le taux de dépréciation des premières varie entre 80 % pour la Dresdner Bank et 20 % pour la Société Générale, et celui des secondes, de 70 % pour la Royal Bank of Scotland et 55 % pour Fortis.

(20) Toutefois ce risque serait encore limité, la FED n'ayant pas accru son bilan, mais, comme on l'a noté, surtout substitué des actifs risqués à des actifs sûrs.

(21) En mars 2008, le Secrétaire d'Etat américain Henry Paulson a ainsi proposé un plan de réforme prévoyant, entre autres, d'autoriser la FED à examiner la situation des établissements non bancaires quand leurs pratiques sont dangereuses pour la stabilité du système financier. Il propose la création d'un régulateur ayant compétence sur les banques d'affaires et les fonds et rassemblant les compétences de la SEC et de la CFTC.

(22) M. Fried « La réforme des normes comptables. Un débat trop discret » Cahier Lasaire n° 30 ; janvier 2005.

L'institut conclut que, même si les actifs sous-jacents ne sont pas strictement comparables, de tels écarts sont trop importants et laissent supposer que toutes les pertes n'ont pas été provisionnées.

Si les méthodes d'évaluation des risques, tels que pilotées par Bâle, laissent aux banques une certaine latitude pour moduler leurs fonds propres selon leur degré d'aversion aux risques, ces méthodes souffrent, de surcroît, de leur incapacité à tenir compte de l'éventualité de chocs macroéconomiques de grande ampleur, si ils n'ont pas été incorporés dans les historiques utilisés pour l'évaluation des risques. Or, lorsqu'un tel choc survient, il est susceptible de conduire les acteurs des marchés à solder leurs positions, et donc à provoquer la disparition de la liquidité sur les marchés. Dans ces situations, toutes les éventualités de risque se réalisent simultanément (corrélation des risques).

Les agences de notation ne sont pas plus efficaces sur ce point que les modèles d'évaluation interne des banques ; elles sont jugées très sévèrement par l'Autorité des Marchés Financiers qui écrit dans son rapport 2007 « [les notations] doivent être présentées par les agences et comprises par les utilisateurs comme une constatation du passé et ne pas servir à réaliser des projections en termes de futurs taux de défaut » De plus, leur objectivité peut être suspectée, lorsque les agences sont dans des situations de conflit d'intérêt provenant du fait, qu'à côté de leur activité de notation, elles interviennent, pour le compte des établissements originaires, dans la conception des produits financiers qu'elles notent (notamment pour la détermination de la taille des tranches et de leur niveau de subordination).

L'insuffisance des moyens d'évaluation des risques est une composante importante des enseignements de la crise actuelle ; toutefois les agences de notation (23) ne jugent pas souhaitable de faire évoluer leurs méthodes ; ainsi le Président de Moody's déclarait aux Echos (18/12/07) « La liquidité est quasi imprévisible. Sur des titres comme ceux des subprimes, elle peut disparaître du jour au lendemain. La prendre en considération, nous obligerait à revoir la notation au jour le jour. C'est tout le contraire de ce que nous recherchons, à savoir une appréciation stable de la probabilité de défaut ».

L'amélioration des méthodes d'évaluation des risques semblant particulièrement difficiles à réaliser, deux propositions complémentaires semblent être une alternative : d'une part, pour inciter les banques à adopter une approche plus objective des risques, celles-ci seraient contraintes de conserver une partie des risques qu'elles ont l'intention de céder sur les marchés de titrisation ou de dérivés (CDS) (24) ; d'autre part, le système actuel de provisionnement ex post serait remplacé par un système de provisionnement ex ante, de façon à permettre aux banques d'accumuler un matelas de provisions en haut de cycle, et leur éviterait de constater l'insuffisance de leurs fonds propres lorsque la conjoncture se dégraderait (25), toutefois cette réforme se heurte fortement aux principes des nouvelles normes comptables (IFRS) ...

(23) Les banques sont évidemment également hostiles à toute réforme des modèles d'évaluation des risques qui provoquerait une diminution de leurs fonds propres. Cf. le rapport du groupe liquidité de Bâle – septembre 2007.

(24) Cf. notamment Barry Eichengreen, article cité.

(25) Cf. Michel Castel et Dominique Plihon, article cité. Cette méthode de provisionnement forfaitaire était autorisée en France, jusque dans les années 1980, pour des établissements comme le Crédit National ; elle est encore pratiquée aujourd'hui par les banques espagnoles.

Améliorer la transparence des marchés financiers

Les mesures en ce sens visent à rapprocher les marchés financiers d'une situation de marchés « parfaits », donc de marchés « efficaces » et, par là, insensibles aux crises de liquidité. La réalité du monde financier pourrait alors coïncider avec le monde enchanté de la théorie financière « moderne ». Mais, sans viser un objectif aussi ambitieux, voire inaccessible, deux réformes semblent essentielles pour améliorer la transparence et la sécurité des marchés financiers :

- il conviendrait de remplacer les marchés de gré à gré*, au sein desquels s'effectue la majorité des transactions financières sophistiquées actuelles, par des marchés organisés*, et donc dotés d'une chambre de compensation et d'agents intermédiaires dont la solvabilité serait vérifiée ; ils seraient chargés, sous leur responsabilité, de proposer un prix et d'assurer la liquidité du marché à ce prix (market makers) et de garantir la bonne fin des transactions par la pratique de dépôts de garantie et d'appels de marge* ;
- la qualité des créances logées dans les portefeuilles titrisés, serait homogénéisée, afin de permettre aux investisseurs d'évaluer leurs risques, et, par là, d'éviter que ces derniers ne traitent les bons risques à l'identique des mauvais risques. Ce danger de contamination des bons risques par les mauvais risques avait déjà été mis en évidence en 1970 par C. Akerlof dans son apologue du marché des voitures d'occasion (26) : il observait que, dès lors que les acquéreurs ne sont pas en mesure de porter un jugement informé sur la qualité des voitures, ils déprécient les voitures de bonne qualité, qu'ils assimilent à des « tacots ».

Toutefois, l'amélioration du fonctionnement des marchés ne suffit pas à les rendre efficaces, au sens où le prix des titres échangés sur ces marchés contiendrait toute l'information nécessaire, et serait donc un prix d'équilibre. Les comportements mimétiques des investisseurs restent une source d'inefficacité ignorée par la théorie financière « moderne » (27) .

Ces réformes, là encore, se heurtent à l'hostilité des établissements financiers. Celles-ci reviennent à supprimer non seulement l'avantage d'information dont ils disposent par rapport aux investisseurs directs des marchés financiers, mais aussi la possibilité de concevoir des produits financiers, bien mieux rémunérés sur les marchés de gré à gré que sur les marchés organisés. On comprend, dans ces conditions, que les établissements financiers, soucieux d'éviter le durcissement de la réglementation, aient allumé un « contre feu » sous la forme d'une proposition d'élaboration d'un code de bonne conduite (28), prévoyant la publication d'informations sur les grandeurs caractéristiques des marchés en question (volumes, notations, *spreads*) et la composition des portefeuilles.

(26) « Markets for lemons » *Quarterly Journal of Economics*, n° 3, 1970.

(27) Ce point est souligné par R. Boyer, M. Dehove et D. Plihon dans leur rapport du Conseil d'Analyse Economique, « Les crises financières », La Documentation Française – 2004.

(28) Ce code a été proposé en février 2008 par 8 associations professionnelles, dont la Fédération des Banques Européennes, l'Association Internationale des marchés de capitaux (ICMA) et l'Association de l'Industrie du Titre et des Marchés Financiers.

5. UN RETOUR PARTIEL AU MODELE BANCAIRE TRADITIONNEL ?

Les diverses propositions de réforme destinées à améliorer la prévention et la gestion des crises financières se heurtent, comme on l'a vu, à la résistance des différents acteurs, bancaires ou non. Cette hostilité ne résulte pas d'un tropisme conservateur, mais de leur désir de préserver leur nouveau modèle bancaire ; celui-ci repose sur leur capacité à concevoir des produits financiers complexes combinant les opérations de crédit et l'utilisation des possibilités offertes par les marchés financiers.

Ce nouveau modèle, fort rentable, conforte l'une des caractéristiques de l'intermédiation bancaire traditionnelle : sa capacité à adapter l'offre de crédit aux caractéristiques de l'emprunteur, mais élargit cette caractéristique à sa capacité à élaborer des produits de marché adaptés à la demande des investisseurs. Il sera affaibli par les différents projets de réforme évoqués, qui, pour la plupart, restreignent les possibilités d'individualisation de l'offre bancaire. La tendance à la restauration du modèle bancaire traditionnel, a même été poussée à sa logique extrême par la proposition d'interdire aux banques les activités de banque d'affaires, ce qui les contraindrait à interrompre leurs activités de banques de financement et d'investissement.

Sans préjuger de l'ampleur des réformes qui seront finalement mises en œuvre, elles provoqueront inévitablement un retour partiel vers le modèle bancaire traditionnel, ce qui entravera leurs capacités d'ingénierie financière, et pèsera sur leurs performances. Mais ce système serait plus robuste, car moins sensible à la volatilité des marchés et aux chocs de toute nature. Les banques les plus affectées par le déplacement de leurs centres de profit pourraient alors être contraintes, pour restaurer leurs marges, à des restructurations douloureuses en agissant en priorité sur leur coefficient d'exploitation.

Cahiers Lasaire déjà parus

1	CONCURRENCE DES PAYS A BAS SALAIRES ET EMPLOIS	<i>J. MAURICE</i>
2	SERVICES DE PROXIMITE ET NOUVELLE CROISSANCE	<i>G. CETTE, P. HERITIER, V. SINGER</i>
3	LES NEGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : UNE CHANCE A SAISIR POUR LA CROISSANCE ET L'EMPLOI	<i>J. MAURICE, D.TADDEI</i>
4	QUELS EMPLOIS POUR LES JEUNES NON QUALIFIES	<i>A-M. GROZELIER</i>
5	SALAIRES ET EMPLOIS	<i>D. TADDEI</i>
6	INSTRUMENTATION DE GESTION ET EMPLOI : LES REDUCTIONS D'EMPLOIS DANS LES ENTREPRISES : PERFORMANCE ECONOMIQUE OU DETERMINISME GESTIONNAIRE ?	<i>H. BERTRAND</i>
7	L'EMPLOI DANS LA NOUVELLE ARCHITECTURE DE L'EUROPE	<i>D. TADDEI, B. TRENTIN</i>
8	LA MONNAIE UNIQUE	<i>A. GAURON, D. PLIHON</i>
9	LES ENTREPRISES SONT-ELLES RICHES OU PAUVRES ?	<i>M. FRIED, D. PLIHON, M. SABORD</i>
10	INEGALITES DES REVENUS	<i>P. MICHEL</i>
11	LES POLITIQUES DE L'EMPLOI EN FRANCE	<i>J. FREYSSINET</i>
12	REDUIRE LA DUREE DU TRAVAIL POUR FAIRE RECULER LE CHOMAGE : DE LA MACRO A LA MICRO ECONOMIE, TENIR LES DEUX BOUTS DE LA CHAINE	<i>H. BERTRAND, J. MAURICE</i>
13	LES ENJEUX DE LA NEGOCIATION D'ENTREPRISES SUR LA REDUCTION DU TEMPS DE TRAVAIL	<i>D. TADDEI</i>
14	QUELLES MARGES DE MANOEUVRES POUR LES ENTREPRISES SELON LEUR TAILLE ?	<i>M. SABORD</i>
15	DEVELOPPER LES SERVICES DE PROXIMITE OU L'EMERGENCE D'UN SECTEUR DE LA QUALITE DE LA VIE	<i>P. HERITIER</i>
16	LA DIMENSION DU DEBAT : RETRAITE PAR REPARTITION - RETRAITE PAR CAPITALISATION	<i>M. FRIED</i>
17	NEGOCIATIONS SUR LE TEMPS DE TRAVAIL : ACCROITRE L'EMPLOI OU LES HEURES SUPPLEMENTAIRES ? UNE EXPLORATION DES ASPECTS ECONOMIQUES ET FINANCIERS	<i>J. MAURICE, M. BECHET</i>
18	LE MODELE DE CROISSANCE NORD-AMERICAIN ET LA MONTEE DES INEGALITES SOCIALES	<i>B. BLUESTONE</i>
19	L'AVENIR DES SERVICES PUBLICS. UNE VISION PROSPECTIVE DE SYNDICALISTES	<i>M. BECHET</i>
20	QUELLE REFORME POUR LES RETRAITES ?	<i>M. FRIED</i>
21	L'EPARGNE SALARIALE : CONTRIBUTION AU DEBAT SUR LE PROJET DE LOI	<i>J. MAURICE</i>
22	LES CHANGEMENTS DANS L'EMPLOI ET DANS LES RELATIONS DU TRAVAIL	<i>DEBATS DU COLLOQUE</i>
23	VALEUR ACTIONNAIRE ET NOUVELLES FORMES DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES	<i>M. FRIED, J.P. MOUSSY, D. PLIHON</i>
24	LES INEGALITES DE SANTE : UNE REALITE MECONNUE ET UN DEFI POUR FONDER ENFIN UNE POLITIQUE DE SANTE EN FRANCE ?	<i>J-M. RODRIGUES, B. GARROS</i>
25	RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES ET LEURS CONSEQUENCES SOCIALES	<i>M.FRIED, J. PEYRELEVADE, J.P. AUBERT, D. BACHET</i>
26	EUROPE -EMPLOI-ELARGISSEMENT APPROFONDISSEMENT	<i>7^e RENCONTRE BIENNALE EUROPE-TRAVAIL-EMPLOI</i>
27	RETRAITE: LA REFORME FILLON, UNE REFORME QUI NE GARANTIT PAS L'AVENIR	<i>MICHEL FRIED</i>
28	SANTE ET ASSURANCE MALADIE: QUELLE REFORME POUR UNE SOLIDARITE DURABLE?	<i>LASAIRE ECO AVEC LE CONCOURS D'ANDRE GAURON</i>
29	POUR SORTIR DU CHOMAGE DE MASSE, JALONS POUR UNE STRATEGIE	<i>JOËL MAURICE ET JEAN-LOUIS DAYAN</i>
30	LA REFORME DES NORMES COMPTABLES Un débat trop discret	<i>MICHEL FRIED</i>
31	EUROPE, TRAVAIL, EMPLOI. L'EUROPE ELARGIE ET LA MONDIALISATION	<i>MICHEL AGLIETTA, MARIO DEHOVE, JACQUES FREYSSINET, PIERRE HERITIER, JOËL MAURICE</i>
32	LE RETOUR DES POLITIQUES INDUSTRIELLES	<i>SAÏD IDIR, PAULETTE POMMIER, MICHEL FRIED, ANGELIQUE THOLONIAT, KHALED BOUABDALLAH, JEAN-LUC GIBOU, PIERRE HERITIER</i>
33	EUROPE ET MONDIALISATION : QUEL DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE ET QUELS EMPLOIS ?	<i>ACTES DU SEMINAIRE DE ST ETIENNE DU 20 OCTOBRE 2006</i>
34	SEGREGATION URBAINE, CRISE DES BANLIEUES	<i>JOËL MAURICE</i>

Disponibles sur abonnement : 112 € par an (abonnement à la Lettre inclus) et séparément sur demande