

## Marché, dette et crise de confiance

Article rédigé par *Pierre de Lauzun*, le 15 octobre 2008

La crise de confiance généralisée est l'élément nouveau de la crise actuelle ; elle n'a pas de précédent. Les banques ne se prêtent plus entre elles, et les investisseurs ne les financent plus ou peu ou très cher. Mais qu'est-ce que la confiance en finance ?

Concrètement elle consiste à ne pas hésiter à prêter avec une marge pour risque qui reste modérée. Sur quelle base prête-t-on ? En théorie ce devrait être à partir d'une analyse raisonnée des chiffres. Mais justement on a prôné la plus grande transparence, et un marquage de tous les actifs au prix du marché : toutes les données devraient donc être disponibles. Et même être trop rigoureuses puisque les marchés sont déprimés et donc les chiffres trop prudents. Si la théorie de la transparence était vraie, on devrait avoir une vraie confiance. Ce n'est pas le cas. C'est donc qu'une ou plusieurs des hypothèses sous-jacentes sont fausses.

### Confiance n'est pas transparence

S'agit-il des chiffres ? Quand il n'y a plus de marché, les banques utilisent des modèles d'évaluation : on peut les contester. Mais d'une part ces modèles sont supposés se baser sur les données de marché (pessimistes comme on l'a vu) et être contrôlés par les commissaires aux comptes. D'autre part, dans le passé on a eu de graves crises (ainsi la crise de la dette latino-américaine en 1982) après quoi le niveau de provisionnement dans les comptes était nul, alors même que cette perte était manifeste et majeure. Or la confiance des banques entre elles n'a pas disparu. D'où une conclusion : *plus de transparence n'entraîne pas automatiquement plus de confiance ; c'est souvent le contraire*. Dans le cas d'espèce chacun soupçonne que l'autre cache quelque chose, que ses chiffres sont faux et/ou trop optimistes. On peut aussi incriminer le jeu des normes comptables, qui a conduit à une spirale descendante des prix, ravageuse pour les comptes. Ces normes ont montré leurs limites et se sont avérées carrément perverses. Mais si on les remise un temps au placard, on doit recourir à d'autres modes de comptabilisation, ce qui revient à la question précédente : le marché ne sera pas sûr non plus de ces nouveaux chiffres. En fait, au fond il ne se fie pas aux comptes pour apprécier l'avenir.

On est tenté alors de dire qu'on a affaire à un mouvement psychologique, une forme d'hystérie collective : c'est vrai en un sens ; mais cela se prolonge depuis plus d'un an, et donc ne suffit pas. On soupçonne donc que même si les chiffres sont justes, ils ne reflètent pas l'avenir possible.

Deux explications alors : soit le marché (y compris les banques) pense que les banques cachent quelque chose. Mais cela signalerait que la situation comptable ne remplit pas sa fonction : elle n'est pas jugée crédible. Pourtant ce sont ces mêmes banques que tout le monde finançait sans hésiter deux ans plus tôt, car on les considérait comme des valeurs sûres. Si on ne croit plus en elles aujourd'hui, c'est que donc *les règles du jeu ont changé*.

Soit on s'attend au pire alors même que les comptes sont corrects : les chiffres ne garantissent donc pas la survie. Quel genre d'évènement est alors anticipé ? Une crise de trésorerie ? De fait les établissements les plus dépendants du marché de gros pour leur financement se sont avérés les plus vulnérables. Un effondrement sur le marché boursier ? La Bourse jouerait la chute d'un établissement parce qu'on y raconte à tort ou à raison qu'il est surexposé à tel ou tel risque : besoins de fonds propres élevés, risques indirects etc.

Cela veut alors dire que, l'environnement étant changé, ce qui pouvait être accepté précédemment ne l'est plus : *le marché n'a plus les mêmes règles, il ne considère plus comme acquis certains résultats ou sûres certaines situations admises auparavant, il questionne tout et ne peut se satisfaire*. Mais ce n'est pas qu'il demande de nouveaux chiffres : en fait, il veut être sûr qu'on est arrivé au bout du rouleau, et il faudra du temps pour qu'il le croie. Qu'est-ce à dire, sinon que *l'image des établissements (ou des titres) que se fait un marché, ce qui fait qu'il a confiance en eux ou pas, n'est pas seulement le fait de chiffres, mais exprime un jugement d'ensemble dépendant du consensus du moment sur les critères applicables* ? Un jeu complexe de perceptions, fondées sur une idée de l'acceptable qui peut varier considérablement et ne se traduit pas aisément en chiffres.

Si on considérait un titre noté AAA comme sûr auparavant et qu'on le décote massivement, ce n'est pas parce qu'on aurait analysé de façon différente les mêmes flux de chiffres : c'est qu'avant on le considérait *a priori* au-dessus de tout soupçon, et qu'après, on sait qu'on peut y perdre beaucoup d'argent au moins comptablement, le marché étant en chute libre. *Au delà des chiffres disponibles, c'est le jeu collectif auto-entretenu qui n'est plus le même*. D'où évidemment l'intérêt de l'entrée en force des États : elle introduit

un facteur majeur de changement de ces perceptions, en mettant en jeu la sécurité maximale que peut connaître un marché, la signature publique.

### **Le marché n'a pas son équilibre en lui-même**

Il en résulte qu'on ne peut se fier au seul jeu du marché pour permettre d'attribuer des valeurs, même appuyé sur des règles comptables ou prudentielles. Le mythe libéral est que chacun analyse à tout moment de façon complète, autonome et sans *a priori* la valeur intrinsèque et les risques de chaque titre, la confrontation de ces analyses donnant un prix. Bien sûr c'est nécessaire, et normalement efficace pour corriger une déviation individuelle. Mais pas pour arbitrer entre la réalité actuelle d'un marché et une réalité future fondée sur des perceptions différentes. D'où une conclusion pratique : la vision libérale dominante en finance début 2007, selon laquelle on pouvait diffuser et mieux répartir les risques par une titrisation suivi d'un retraitement permettant de vendre à chaque investisseur le couple risque/rendement qu'il souhaite, s'est avéré fausse. Elle supposait une analyse exhaustive et autonome de ces risques, qui n'existe pas. Le processus a marché tant qu'il n'y a pas eu de choc significatif, mais l'énorme bêtise qu'a été l'incorporation des *subprimes* (crédits à taux révisables accordés à des ménages modestes) sans filtrage sérieux (et plus généralement la bulle immobilière américaine) a fait voler en éclat cet édifice, montrant qu'il se basait sur une conception erronée du marché. Un tel glissement généralisé des perceptions, attentes et règles du jeu peut être considéré comme *un changement de paradigme*, la période de transition étant particulièrement douloureuse. Nous y sommes. Mais ceci nous fait percevoir un fait central : si le marché juge à l'intérieur des règles du jeu du moment, qui peuvent changer et parfois radicalement, il est de l'intérêt général, et notamment, paradoxe, de celui du marché lui-même, que cette réalité soit prise en charge par quelqu'un qui le regarde de l'extérieur.

C'est-à-dire qui, d'une part, analyse la situation pour juger si elle est tenable ou pas, bienfaisante ou pas ; et d'autre part, impose des règles du jeu canalisant les perceptions et possibilités d'action. Sans règles, pas de marché tenable ; le marché financier est naturellement instable, et plus que tout celui de la dette. Il faut donc une surveillance générale exercée par des autorités, et une réglementation qui ne peut se limiter aux règles prudentielles (ratios de fonds propres) : elle doit aussi apprécier, marché par marché, ce qui peut déraiper, notamment en fonction d'hypothèses alternatives ou de scénarios de basculement. En d'autres termes *le marché sait faire des prix dans un contexte donné, bien mieux que n'importe quelle autorité du moins sur la durée ; il sait favoriser et récompenser l'innovation ; mais il ne sait pas réguler et stabiliser son propre fonctionnement. Comme les mathématiques selon le théorème de Gödel, il ne sait pas s'autoréférencier*, se construire de façon lisse et exhaustive sur ses propres postulats. Cela ne supprime pas son rôle central mais en qualifie le fonctionnement.

Mais, dira-t-on, ne peut-on pas aussi attribuer le dérapage à des défaillances d'ordre moral ? L'avidité par exemple, combinée au cynisme, a conduit à prendre des risques disproportionnés, d'autant que les gains étaient rapides et énormes. Bien évidemment cela a été un facteur essentiel dans la dérive : si les acteurs avaient eu à cœur de ne prêter qu'à bon escient, de ne titriser que des crédits sûrs et lisibles, de façon compréhensible, de les noter de façon prudente en intégrant des hypothèses de risques suffisantes, et de n'acheter que des titres dûment analysés, le risque aurait été bien moindre, sinon nul. On ne saurait assez répéter que *la moralité est un facteur puissant de qualité des marchés*. Mais en même temps on ne peut s'y arrêter. Car cela ne prend pas en compte l'importance déterminante des mouvements collectifs. Celui qui serait seul vertueux le paierait cher à court terme, car il s'exclurait du marché et devrait arrêter son activité. Être plus vertueux ne change le marché dans lequel vous travaillez que si vous êtes une majorité à penser ainsi. Sauf conversion générale, cela renvoie à nouveau au besoin de réglementation. Ou plus exactement, c'est *le couple moralité/régulation* qui est essentiel.

### **L'endettement, tentation suprême de l'économie voire du politique**

A cela s'ajoute un fait essentiel qui est que l'on parle ici de titres de créance, ou, s'agissant des banques, de bilans constitués à l'actif et au passif pour l'essentiel de créances. Car les actions ne présentent pas le même problème. Si en effet quelqu'un finance des actifs (actions ou dette) par des fonds propres (des actions), il peut perdre de l'argent voire disparaître ; mais comme il ne doit rien à quelqu'un d'autre, en soi cela ne crée pas d'effet domino. Lors du grand krach boursier de 1987, aucun établissement financier n'a été en risque (moyennant soutien temporaire de la Fed à la trésorerie) ; de même lors de l'éclatement de la bulle de la 'nouvelle économie' en 2000. En revanche, la dette repose sur la confiance : quand on prête, on ne récupère que sa mise plus les intérêts et on parie donc sur un risque de défaillance très faible.

La question de la confiance est centrale non seulement pour la tenue des cours, mais pour la survie du système. On s'efforce donc de la créer, notamment par les notations des agences etc. Mais apparaît alors un effet pervers : si cette confiance est établie, on se sent à l'aise pour développer les opérations puisqu'elles sont supposées sans risque ou presque. Et on finance chacun de ces placements par des emprunts ; d'où un risque d'effet domino si cela se retourne : une défaillance frappe immédiatement tous les autres acteurs. C'est

ce qui explique que les grands drames (crise latino-américaine de 1982, crise des *savings & loans* américains de 1990, crises immobilières des années 90, voire crise de 1929 dans sa vraie gravité) ont tous été des crises de la dette, des crises de la confiance. *Un bon escroc est celui qui a l'air honnête et sûr ; une vraie grande crise se produit toujours sur des valeurs supposées sûres, de père de famille, des AAA.*

La confiance est un facteur central dans une économie d'endettement ; mais inversement une expansion de la dette est rendue perversement possible par une sécurisation collective illusoire. En d'autres termes, *l'endettement (les effets de levier) est une drogue dangereuse, d'autant plus dangereuse qu'il s'accompagne d'un sentiment de sécurité illusoire.* Nous retrouvons ici un élément de vérité essentiel de l'antique prévention de l'Eglise à l'égard du prêt à intérêt : la sécurité que donne le fait d'avoir une créance, juridiquement exigible, peut être une terrible tentation si ces créances dépassent un niveau acceptable, si de simple instrument raisonné d'anticipation d'un avenir probable, elles se transforment en outil illusoire de maîtrise du risque et, pire, de martingale. En d'autres termes, *l'avenir étant imprévisible, seule la partie raisonnablement probable peut être financée par endettement, et elle est limitée ; au-delà c'est une drogue dangereuse, la tentation diabolique de la sécurité.*

Le seul financement possible du vrai risque est en fonds propres : un argent que l'on possède et dont la perte peut être envisagée. L'oublier est dévastateur. Du *hedge fund* qui dope ses résultats par un effet de levier et qui doit aujourd'hui vendre ses actifs en catastrophe parce que ses lignes de refinancement ne sont plus assurées, au particulier américain acheteur d'une maison qu'il ne pouvait en fait pas se permettre, et à l'État américain lui-même finançant sa politique de puissance à crédit (mais sommes-nous mieux lotis en Europe ?), tout le monde s'est accommodé de la facilité du pari sur l'avenir, du pile ou face cynique (pile je gagne, face cela retombe sur les autres, et notamment les générations suivantes) que la tentation perverse de la dette suscite. L'endettement est comme l'alcool : très agréable à petites doses, à doses fortes il tue horriblement.

### **Perspective**

D'où un éclairage pour l'avenir. D'abord, il faut rétablir la confiance sur les marchés, ce qui ne saurait passer par le grand soir des créances, type assignats, mais par l'intervention d'un facteur extérieur de sécurisation qui est l'État, suivi d'un processus de déconstruction de l'empilement des dettes et effets de levier, probablement très pénible et accompagné de pertes et de baisses fortes, au moins momentanées, des cours de bourse. C'est en cours.

Ensuite il faut repartir sur d'autres bases, une véritable philosophie du marché et de ses limites remplaçant la mythologie libérale (comme la tentation étatique), et comportant prise en compte de la norme éthique comme du besoin de la régulation par l'autorité en charge du bien commun. Ce qui pose un redoutable problème lorsque le marché est international.

Enfin il faut une vraie réflexion critique sur les effets ravageurs que peut avoir la dette lorsqu'elle est transformée en drogue dure et ravage toute une société, comme aux États-Unis. Mais aussi des risques suicidaires de l'endettement d'État, comme chez nous, peut-être plus pervers encore, parce que c'est alors l'instance centrale en charge de la société qui se met en risque.

\* Pierre de Lauzun est directeur général-adjoint de la Fédération française des banques.

### **La chute de Mammon ?**

Je ne répondrai pas à l'analyse de notre ami F. de Lacoste, dont je ne partage pas les conclusions ([Décryptage](#), 10 octobre). Qu'il y ait eu défaillance collective va de soi. Mais attribuer cette catastrophe à une erreur conceptuelle, à une escroquerie colossale, ou à la construction d'un énorme édifice virtuel est une erreur qui empêche de comprendre comment cela a pu se produire.

L'édifice d'empilement des dérivés de crédit se basait sur une prétention *a priori* défendable : loin de créer des instruments vides superposés, on transférait des créances et les risques correspondants à de nouveaux véhicules supposés redistribuer le risque pour le faire prendre en charge de façon appropriée à qui pouvait le faire. Ce qui n'était pas absurde en soi. L'erreur est ailleurs. Outre les effets de la perversion ou de l'avidité, elle est d'une part dans l'incapacité du marché à contrôler ces opérations (comme l'introduction sans résistance de ces créances pourries que sont les *subprime* le prouve) ; et d'autre part dans le danger que représente en soi l'accumulation de dettes et surtout d'une dette supposée sûre dans le consensus du moment. Que cette dette soit titrisée ou, à l'ancienne, détenue par les banques, n'importe pas. Ce qui compte est qu'on ait eu assez confiance pour aller très loin dans cette voie. C'est pour cela qu'ensuite la rupture de confiance s'est avérée dure à remédier.

P.L.

