

La crise et les Cassandre

Ceux qui avaient annoncé la crise et les raisons pour lesquelles ils n'ont pas été entendus



Par **Alexandra ROULET**

Diplômée de l'École d'Économie de Paris, élève à l'École Normale Supérieure, chercheur associé à l'Institut Thomas More.

Nous n'avons pas encore atteint le point bas de la crise. A la débâcle financière succède une crise économique d'une ampleur encore difficile à mesurer. Presque chaque jour, de nouveaux chiffres ou de nouvelles annonces nous imposent de faire le dur constat que la crise est plus « grave » encore que prévue... Nous allons de (mauvaises) surprises en (mauvaises) surprises, comme si les diverses phases de cette crise allaient toujours au-delà des anticipations de la plupart des acteurs.

Pourtant, s'il est vrai que rare sont ceux qui ont véritablement mesuré à quel point l'économie serait affectée par l'effondrement du système financier tel qu'il s'était développé depuis une dizaine d'années, il serait faux d'affirmer que personne n'avait vu se profiler l'explosion du système. Au contraire, au sein même des banques et des sociétés financières ou de crédits, beaucoup sentaient, de façon plus ou moins précise, que des erreurs étaient commises et que les risques pris étaient excessifs. Certains de ces analystes clairvoyants ont tôt porté leurs inquiétudes à la connaissance du public. Comment expliquer que ces avis n'aient pas été pris au sérieux et que, malgré les avertissements à la fois de praticiens et de théoriciens, rien n'ait été fait pour empêcher la crise de survenir ?

Après avoir présenté cinq économistes qui ont dénoncé ouvertement depuis plusieurs années les limites d'un système fondé sur l'endettement excessif et sur une titrisation mal maîtrisée et qui ont anticipé son effondrement, nous évoquerons ensuite les nombreux praticiens ayant eu des intuitions clairvoyantes avant de s'interroger, dans un troisième temps, sur les raisons pour lesquelles, malgré ces avertissements, le système a continué de foncer droit vers la catastrophe.

Des avertissements récurrents par des figures jouissant d'une forte notoriété

En 1998 déjà, **Maurice Allais**, seul Prix Nobel d'économie français, esprit exigeant et solitaire, avertissait : « Sans aucune exagération, le mécanisme actuel de la création de monnaie par le crédit est certainement le "cancer" qui ronge irrémédiablement les économies de marché de propriété privée [...] » (1). En effet, selon lui, le « développement hyperbolique du crédit et de l'endettement » ainsi que le financement d'investissements à long terme par des fonds empruntés à court terme semaient dans l'économie les germes d'une crise. Par ailleurs, Allais s'inquiétait déjà de ce que « les bourses soient devenues de véritables casinos, où se jouent de



gigantesques parties de poker » et mettait en garde contre les dangers d'une volatilité excessive : « Les fluctuations générales des cours [engendrent] de profondes vagues d'optimisme et de pessimisme, qui influent sur l'économie réelle. Là apparaît le caractère déraisonnable et nocif du cadre institutionnel actuel des marchés boursiers ». Il proposait une réforme du système du crédit et de la régulation bancaire et financière mondiale. Force est de constater que sa voix pertinente a peu porté.

De l'autre côté de l'Atlantique, des inquiétudes analogues étaient partagées et exprimées par Robert Schiller, professeur d'économie à Yale et éditorialiste au *New York Times*, et Nouriel Roubini, professeur à la New York University et Senior Economist au Council of Economic Advisers de la Maison Blanche en 1998-1999.

En 2005, dans la deuxième édition de son livre *Irrational Exuberance* (2), **Robert Schiller** mettait clairement en garde contre la possibilité d'un effondrement catastrophique du marché immobilier et du marché financier : selon lui si ces marchés continuaient d'augmenter, cela déboucherait à terme sur de fortes baisses, induisant des défauts de paiement des particuliers puis des faillites d'institutions financières et en bout de chaîne, éventuellement, une récession : un scénario qui rappelle les derniers mois que nous venons de vivre. Déjà entre 1990 et 2004, Schiller évoquait les bulles immobilières et financières, notamment devant le Conseil économique de la Réserve fédérale de New York dont il était membre, et préconisait des politiques monétaires plus restrictives. Il reconnaît s'être parfois exprimé plus timidement qu'il aurait dû par peur de voir son alarmisme critiqué car, comme il l'explique dans son article « Challenging the Crowd in Whispers, not Shouts » paru dans le *New York Times* le 1^{er} novembre 2008, les voix dissonantes tendent toujours à être marginalisées... Le panurgisme des marchés fondait un consensus inattaquable.



Nouriel Roubini, quant à lui, mit au point dès 2006 sur son blog, www.rgemonitor.com, un baromètre de la récession qui recensait le nombre d'occurrence du mot « récession » dans la presse (à partir du moteur de recherche *Google News*) et tira la sonnette d'alarme dès le 24 juillet 2006. Ce même jour dans l'*International Herald Tribunes*, Michael Mussa, ancien chef économiste au FMI, estimait à 25-30% la probabilité d'une récession aux Etats-Unis en 2007. En septembre 2006, Roubini annonce, lors d'un débat au FMI, une crise imminente : éclatement de la bulle immobilière, choc pétrolier, chute de l'indice de confiance des consommateurs, problèmes de solvabilité et effondrement du système financier international. Son pessimisme ne fut pas pris au sérieux. En septembre 2007, invité à nouveau au FMI, Roubini « est revenu en prophète alors qu'en 2006, il était passé pour un fou » (3). Pendant les trois dernières années, son blog n'a pas cessé de publier des articles de mise en garde et d'annonce d'une récession.



La récession américaine fut aussi pressentie et annoncée très tôt par **Martin Wolf**, chief economics commentator au prestigieux *Financial Times*, qui signa le 17 août 2004 un article intitulé « America on the comfortable path to ruin ». Wolf s'appuyait alors lui sur les chiffres exorbitants du déficit extérieur américain pour conclure que l'augmentation de la demande des consommateurs américains ne reposait pas sur des mécanismes sains et ne pouvait donc pas être soutenable à terme. En février 2008, il publiait un second article limpide, intitulé « America's economy risks mother of all meltdowns », dans lequel, en lui rendant hommage, il se rangeait à la justesse d'analyse des vues de « l'authentique pessimiste » qu'était Nouriel Roubini : « La connexion entre l'éclatement de la bulle immobilière et la fragilité du système financier a donné naissance à des dangers considérables, pour les USA et le reste du monde. Les pouvoirs publics américains, au premier rang desquels la Fed, ont commencé à agir. Au bout du compte, ils réussiront. Mais cette histoire risque d'être affreusement pénible » (4).



Autre figure phare de ces analystes clairvoyants : **Nassim Nicholas Taleb**, trader à New York pendant vingt ans, surnommé « le dissident de Wall Street », expert en mathématiques financières spécialisé dans le risque d'événements rares et imprévus et professeur à l'Université de New York et du Massachussets. Dans son livre *Fooled by Randomness*, il montre comment l'esprit de chacun le conduit à voir le monde, et en particulier les mécanismes de la bourse, comme beaucoup plus prévisible qu'il ne l'est (5). Il dénonce la mathématisation de la finance et les modèles de probabilités sophistiqués destinés à duper les investisseurs. Pour lui, l'univers de la finance est dominé par des événements rares et y réussir dépend du hasard, comme à la roulette russe, et non d'un talent quelconque.



Ces hommes, longtemps passés pour des Cassandre alarmistes, sont désormais cités par tous les commentateurs et dans tous les médias comme des prophètes éclairés. Pourtant leur mérite ne tient pas tant au fait qu'ils ont annoncé un scénario, qui a en effet eu lieu, mais plutôt au fait qu'ils ont su développer une pensée autonome à contre-courant de l'opinion dominante, remettre en question les outils techniques utilisés par tous et interpréter les indicateurs économiques et financiers de façon critique et indépendante du consensus politico-médiatique en vigueur.

Des intuitions clairvoyantes ponctuelles parmi des acteurs du système financier

La clairvoyance n'a pas été l'apanage des analystes et des économistes qui réfléchissent, hors du champ de bataille, avec du recul et moins d'intérêt en jeu. Quelques praticiens ont aussi vu venir le danger. Dès avril 2004, alors que s'engageait chez Freddie Mac un débat sur l'idée de commercialiser des *subprimes* pour conquérir des parts de marchés, David Andrukonis, chef du département de gestion du risque, mettait en garde ses collègues contre ces produits qui avaient été catégorisés, en 1990, comme dangereux et écartés du marché pour cette raison précise. De même, Enrico Dallavecchia, son homologue chez Fannie Mae, avertissait son supérieur dans un e-mail daté de juillet 2007, qu'il n'avait jamais vu dans toute sa carrière de procédures de contrôle aussi faibles que celles de Fannie. Pourtant ces conseils de prudence sont restés lettre morte.

Pour d'autres, méfiance et clairvoyance ont porté leurs fruits. Ainsi John Paulson, baptisé le « sultan des *subprimes* » a fait réaliser à son fonds Paulson & Co un bénéfice de 3 milliards de dollars dès 2007, en créant des fonds spéculatifs couvrant le risque de défaillance des crédits hypothécaires.

La plupart des praticiens étaient conscients des fragilités du système et du caractère excessif des « risques prix » et des effets de levier utilisés. Mais presque tous ont, à un moment ou à un autre, commis des erreurs et continué à investir dans des produits qu'ils pressentaient comme trop risqués et dangereux à terme. Pourquoi ? Parce qu'il n'est pas facile d'avoir raison avant tout le monde. Imagine-t-on un gestionnaire de fortune expliquant à ses clients, en pleine période d'euphorie boursière, que le système est vicié et que mieux vaut ne pas investir et avoir un portefeuille liquide comportant majoritairement du cash, car, même si l'argent liquide ne rapporte rien, au moins cela permettra d'éviter de grosses pertes dans le futur ?!... Evidemment non.

Il est intéressant dès lors d'analyser les raisons pour lesquelles, malgré une conscience parfois assez nette des dangers inhérents aux pratiques financières de ces dernières années, les comportements n'ont pas été modifiés en conséquence et la crise est quand même survenue.

Les raisons qui expliquent le faible impact de ces avertissements et de ces intuitions

Les causes profondes de la crise sont bien évidemment multiples. Ce qui nous intéresse ici est de déterminer les facteurs qui ont neutralisé les discours clairvoyants et les mises en garde prudentes. Trois grands types de facteurs se dégagent.

Une mauvaise réglementation et des autorités défailtantes

Le premier touche à la régulation des marchés financiers et les règles techniques d'évaluation des risques mises en place au cours des dix dernières années. Trois points principaux méritent d'être traités ici : d'abord ce qu'il convient d'appeler la partialité des agences de notation, ensuite la faillite des autorités de régulation des marchés financiers et enfin la réglementation prudentielle des banques et les nouvelles normes comptables. Il faut en premier lieu souligner les enjeux liés à la révocation en 1999 du Glass Seagall Banking Act de 1933, qui a mis fin à la séparation étanche qui prévalait jusqu'alors entre les banques d'investissement et les banques commerciales et a induit une collusion d'intérêt entre les agences de notation et les banques d'investissement. En effet, les analystes, bien que censés conseiller les investisseurs des banques commerciales, ont vu leur rémunération dépendre de leur contribution au chiffre d'affaire des banques d'investissement et ont ainsi été amenés à conseiller l'achat de titres émis par la banque d'investissement même si les anticipations de résultats n'étaient pas forcément bonnes. Cela a été à l'origine de nombre de décisions financières qu'on peut juger déraisonnables.

On peut ensuite pointer les défaillances des principaux acteurs de la régulation financière que sont les autorités de tutelles comme la SEC (*Securities and Exchange Commission*) aux Etats-Unis ou certains de ses homologues européens. Comment ne pas stigmatiser en effet l'incompétence – voire la corruption – du régulateur qui n'a pas été capable de repérer l'escroquerie Madoff... ou qui a fermé les yeux ? En effet comment expliquer l'absence d'anticipation de la SEC alors que dès en 2005, Harry Markopolos, spécialiste des produits dérivés pour un fonds concurrent (6), lui envoie une note de dix-neuf pages intitulée « Le plus gros hedge fund du monde est une escroquerie » (7) ? Ce rapport fait état de témoignages accablants de professionnels reconnus du monde des dérivés, dont il fournit les coordonnées, et recense 29 « drapeaux rouges » permettant de douter de l'honnêteté de Madoff : absence de structure de hedge fund, rémunérations uniquement sur le trading, volume de fonds gérés par rapport à la taille réduite du marché où il prétend intervenir, performances peu plausibles, liquidation des positions en fin d'année, détention interne des titres, cabinet comptable obscur, proximité de la famille Madoff avec les autorités du Nasdaq, etc. Comment expliquer, malgré cela, que la SEC, qui aura mené en tout huit enquêtes différentes sur les activités de marché et de gestion de fortune de Bernard Madoff, n'ait jamais rien détecté ni dénoncé ? Incompétence ? Complaisance ? Cette seconde hypothèse semble d'autant plus plausible que Madoff disposait d'un réseau de relations incomparable dans le monde de la finance et qu'il avait siégé dans des commissions techniques de la SEC. Sa nièce, chargée du respect des règles chez Madoff Investment Securities LLC, avait par ailleurs épousé un ancien agent du département de la répression de la SEC... En Europe aussi, certains comportements étonnent. En France par exemple, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) aurait fermé les yeux, malgré plusieurs mises en garde remontant à 2003 de Jean-Pierre Mustier, PDG de la Société Générale, qui avait confié à une de ses équipes la mission d'étudier le modèle de gestion utilisé par Madoff, et avait décidé, au vu de leur rapport, de ne pas investir dans ses fonds.

Cette faillite des régulateurs et la collusion d'intérêts favorisée par certains actes de déréglementation ne doivent pas pour autant donner l'impression que la crise a été le fruit d'une absence de règles. Au contraire, loin d'être le résultat d'une déréglementation, la crise s'explique plutôt par une mauvaise réglementation. De nombreuses règles ont été édictées dans les années 2000 mais, au lieu d'encadrer les pratiques financières, elles ont poussé le métier de banquier et la

politique financière des entreprises dans le sens d'une plus grande instabilité et ont ainsi contribué à l'émergence de la crise. Un nombre croissant d'acteurs, raisonnant sur un horizon temporel toujours plus court, ont été amenés à intervenir sur les marchés financiers, alors même que ça n'était pas toujours leur cœur de métier et qu'ils ne maîtrisaient pas forcément parfaitement les outils sophistiqués utilisés. A ce titre, il faut d'abord citer les Accords de Bale II qui ont favorisé la titrisation des crédits bancaires. De prêteur, le banquier est devenu un intermédiaire financier, c'est-à-dire qu'au lieu d'évaluer les risques – ce qui était jusque là son cœur de métier –, il s'est contenté de les transférer. Les accords de Bale II, élaborés en 2004 et applicables depuis 2007, viennent modifier les normes prudentielles des banques décidées lors des accords de Bale I de 1988, et remplacent notamment le ratio Cooke par le ratio Mac Donough. Le ratio Cooke imposait aux banques d'avoir des fonds propres supérieur à 8% des risques de crédits qu'elles engageaient. Le ratio Mac Donough modifie cette exigence en intégrant deux risques supplémentaires : les fonds propres doivent désormais être supérieurs à 8% d'une moyenne pondérée de trois risques différents : les risques de crédits, les risques opérationnels (risques de pertes liées à des systèmes ou des personnes inadéquats ou défaillants) et les risques de marché. Ainsi si les cours de bourse chutent, le ratio Mac Donough exige que les banques réduisent leurs stocks d'actifs risqués, aggravant ainsi la baisse de la valeur de marché de ces actifs. Par ces normes de Bale II, le comportement des banques ne peut que suivre et amplifier les mouvements du marché, accentuant ainsi sa volatilité. Les nouvelles normes comptables dites IFRS, généralisées à l'ensemble de l'Union Européenne en 2006, ont elles aussi joué un rôle. Elles obligent à valoriser dans la comptabilité des entreprises les actifs non pas à leur coût historique d'acquisition, comme c'était le cas avant, mais à leur valeur de marché. Ainsi, toute baisse des cours se traduit immédiatement par de fortes dépréciations du bilan des entreprises, qui se retrouvent contraintes, pour maintenir un bilan équilibré, soit de vendre les actifs dont les cours baissent, là encore aggravant la spirale à la baisse, soit de lever du capital. La politique financière devient donc fortement dépendante des fluctuations quotidiennes des cours et l'horizon temporel des décisions se raccourcit fortement.

L'affaiblissement de certains standards éthiques

Le deuxième grand type de facteurs qui ont neutralisé les intuitions clairvoyantes que nous avons signalées tient à l'affaiblissement de certains standards éthiques et à des phénomènes psychologiques de base, comme les comportements moutonniers ou encore l'excessive confiance en soi résultant de la réalisation de gains monétaires très importants. En effet, toute une série de règles comportementales tacites (goût du risque, valorisation de la performance, banalisation des rémunérations exorbitantes) se sont développés ces dernières années dans le monde de la finance et ont également neutralisé l'attention accordée aux avertissements clairvoyants.

Le mode de rémunération des acteurs du système financier, avec les fameux bonus ou primes à la performance, ont favorisé les comportements déraisonnables. D'une part, les montants en jeu étaient considérables, d'où un très fort effet incitatif, et d'autre part les primes étaient indexées sur le rendement des produits à court terme, ce qui amenait inmanquablement les acteurs à négliger la prise en compte des risques de long terme. De plus de nombreuses études de neurosciences ont montré comment la réalisation de gains monétaires trop importants génère un excès de sûreté de soi et un sentiment d'invulnérabilité.

Par ailleurs, les dirigeants ont eu tendance à privilégier la confiance entre pairs au détriment de celle qui doit normalement irriguer verticalement une entreprise. Ainsi les conseils des « risk manager » étaient négligés, tandis que les décisions prises par les autres patrons étaient davantage prises en compte. Ces phénomènes de mimétisme peuvent expliquer que certains gestionnaires, partant du principe que le prestige social et la taille des fortunes investies chez Madoff par exemple était un gage suffisant, aient placé de l'argent dans ses fonds sans effectuer les vérifications rigoureuses habituelles. Ce conformisme social s'applique aussi, selon Robert Schiller, aux experts. Ceux ci appartiennent aussi, selon lui, à un groupe social où se conformer au consensus en vigueur est valorisé. Les voix dissonantes ne trouvent que très difficilement leur place. Cette logique tend

d'ailleurs à inhiber ceux qui défendent une idée minoritaire et a pu amener certains économistes convaincus de l'imminence d'une crise à ne pas oser afficher cette position tout simplement mal vue.

Un consensus politique et médiatique aux effets pervers

Enfin la volonté politique, soutenue aux Etats-Unis par le consensus des médias et des banques centrales, de promouvoir l'idéal démocratique de l'accès du plus grand nombre à la propriété et de soutenir la demande intérieure par l'endettement plutôt que par la hausse des salaires, a contribué à imposer une économie de l'argent facile et de négligence des risques. Sur la scène publique, les informations relatives à l'actualité financière ont saturé ces dernières années l'espace médiatique, sans que les véritables questions économiques – la soutenabilité du déficit public, la solvabilité des ménages et des entreprises endettés – soient abordées avec sérieux.

Ainsi, dans son ouvrage *Irrational Exuberance* qui traite de l'irrationalité des marchés financiers, Robert Schiller consacre un passage à ce qu'il appelle l'*exuberant reporting*, c'est-à-dire la place excessive accordée par les médias au traitement de l'actualité financière – et sportive par ailleurs... Il explique que les marchés financiers fournissent des « nouvelles » quotidiennes, en raison des variations des cours, et permettent d'aborder des sujets spectaculaires et « vendeurs », comme la constitution des grandes fortunes ou la ruine de telle personnalité. Mais cette surenchère médiatique, cette saturation d'informations financières, aboutit selon Schiller à donner aux lecteurs une image un peu confuse de la réalité économique. Il devient difficile d'identifier les nouvelles véritablement importantes. Par ailleurs, les lecteurs, au lieu d'évaluer eux-mêmes les données quantitatives disponibles, tendent à s'en remettre aux interprétations d'experts qu'on leur propose. Cette attention excessive portée à la finance semble s'opérer au détriment des véritables enjeux économiques. Ainsi, Daniel Altman, économiste diplômé d'Harvard et éditorialiste, déplore dans le *New York Times* du 24 septembre 2006 qu'« en dépit d'un ralentissement économique imminent qui pourra coûter des millions d'emplois, les questions de politique économique et la situation économique en général ont rarement été aussi absents des journaux télévisés, de l'agenda du Congrès et des plateformes électorales ».

Pourquoi ? On peut avancer que les autorités politiques américaines aient pu avoir tout intérêt à ce que soient entretenues l'euphorie boursière et la facilité d'obtention des financements. Cela évitait toute critique de la politique budgétaire, toute inquiétude par rapport aux déficits, toute réclamation salariale puisque de toute façon on pouvait emprunter facilement l'argent dont on avait besoin et que, en conséquence, la demande intérieure était forte, stimulant ainsi l'économie mondiale. La prolifération des crédits bancaires a non seulement permis aux Américains de consommer beaucoup sans que les salaires n'aient besoin pour cela d'augmenter, mais surtout cela leur a permis de devenir plus facilement propriétaire de leur logement. Cette démocratisation de l'accès à la propriété a été un enjeu politique majeur, électoralement très porteur. Ainsi cette volonté politique de promouvoir une nation de propriétaires explique, selon Alan Greenspan, que « le Congrès ait concédé [à Freddie Mac et Fannie Mae] un privilège pour les aider à garantir les crédits immobiliers. Elles se sont vues accorder une subvention de fait sur les marchés financiers sous la forme de taux d'intérêts incluant des primes de risques très réduites sur leur dettes, grâce à quoi les marchés ont présumé que l'Oncle Sam les renflouerait en cas de cessation de paiement ». Et l'ancien patron de la FED de conclure : « Fannie et Freddie ont utilisé cette subvention pour gonfler leur profit et se développer. Elles employaient d'habiles lobbyistes et avaient de puissants appuis au Congrès. Le président Bush n'avait pas grand-chose à gagner politiquement en soutenant des mesures énergiques contre elles » (8). Les banques centrales étaient elles aussi de la partie. L'endettement massif des ménages fut entre autre rendu possible par la politique monétaire expansionniste menée par le même Alan Greenspan pendant près de 20 ans, avec des taux d'intérêt extrêmement bas et l'injection constante de liquidités en cas de problèmes.

Ce bref tour d'horizon l'aura montré : si la crise financière en a surpris plus d'un, elle en aura conforté d'autres dans leur pressentiment qu'un système économique reposant sur un endettement privé croissant des ménages et des entreprises n'était pas viable. Quant aux responsabilités, il ne faut en accabler ni seulement les Etats et les régulateurs, ni seulement les marchés, mais chacun pour une part. La question qui divise désormais les esprits est celle de la durée de la crise et de ses conséquences. Doit-on prévoir une sortie de crise pour 2010 ou 2011 ? Ou bien « la » crise n'est-elle pas seulement « une » crise ? Autrement dit, sommes-nous engagés dans une véritable rupture dont nous ne « sortirons » pas à proprement parler mais que nous « dépasserons » avec l'émergence d'un nouveau paradigme économique, où l'endettement privé sera remplacé par l'endettement public, où la répartition de la valeur ajoutée se rééquilibrera au profit des salaires et où une réglementation financière plus indépendante du marché et plus efficace sera mise en place ?

Alexandra ROULET

- (1) *La Crise mondiale d'aujourd'hui. Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires*, éditions Clément-Juglar, 1999.
 - (2) Deuxième édition, Princeton University Press, 2005.
 - (3) Propos de Prakash Loungani, l'économiste du FMI qui l'a convié en 2006 comme en 2007.
 - (4) Traduction française de l'article sur <http://contreinfo.info>.
 - (5) Random House, 2005 (traduction française : *Le Hasard sauvage. Des marchés boursiers à notre vie : le rôle caché de la chance*, Paris, Les Belles Lettres, 2005).
 - (6) Le fond *Renaissance* de Boston.
 - (7) Titre original : *The world's biggest hedge fund is a fraud*.
 - (8) Alan Greenspan, *Le temps des turbulences*, Hachettes Littératures, collection Pluriel, 2008, p. 316.
-