

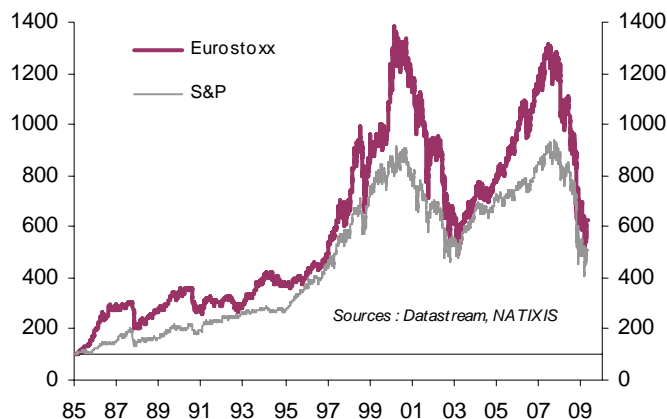
Essayer d'éviter la crise suivante, au lieu de se contenter de réagir à la crise précédente

Nous craignons que la régulation financière mise en place après chaque crise soit seulement une réponse à la crise qui vient d'avoir lieu. Même si, de ce fait, des progrès sont accomplis, les causes fondamentales des crises futures subsistent, par exemple l'insuffisance de l'information financière, la concentration de la régulation sur les banques, l'absence d'investisseurs pouvant avoir un vrai horizon de long terme, l'excès de création monétaire mondiale.

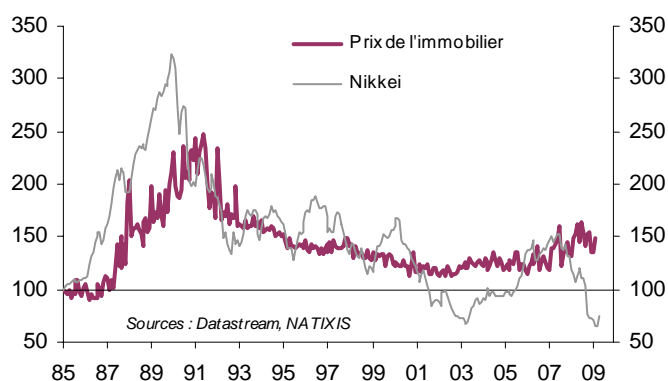
Des crises financières répétitives qui ont des caractéristiques communes

Depuis la seconde moitié des années 1980, le Monde est secoué de crises financières à répétition : crise boursière en 1987 (**graphique 1**) ; crise immobilière (et boursière au Japon, **graphique 2**) de 1990 à 1992 ; crise des pays d'Amérique Latine (qu'on a appelé la "crise tequila" puisqu'elle est partie du Mexique **graphique 3 a**) en 1994-95 ; crise des émergents d'Asie, puis en Russie, au Brésil en 1997-98 **graphiques 3 b/c**, doublée de la faillite de LTCM ; nouvelle crise des émergents en 2000-2001 (Argentine, Turquie **graphiques 3 a/b**) ; crise des sociétés des Nouvelles Technologies de 2000 à 2002 **graphique 4** ; doublée de la crise "Enron", des scandales financiers touchant un certain nombre d'entreprises ; crise globale mais partant de la crise immobilière aux Etats-Unis depuis 2007 : le recul des prix de l'immobilier (**graphique 5**) entraîne celui des prix des ABS en raison de la titrisation (**graphique 6 a**), puis la crise se transmet aux banques et aux autres marchés (crédit, **graphique 6 b**, émergents **graphique 6 c**) en raison des ventes forcées d'actifs par certaines investisseurs et des conséquences de la crise bancaire.

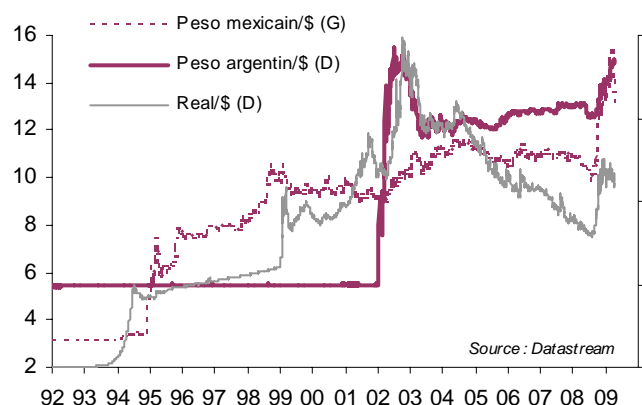
Graphique 1
Indices boursiers (100 en 1985:1)



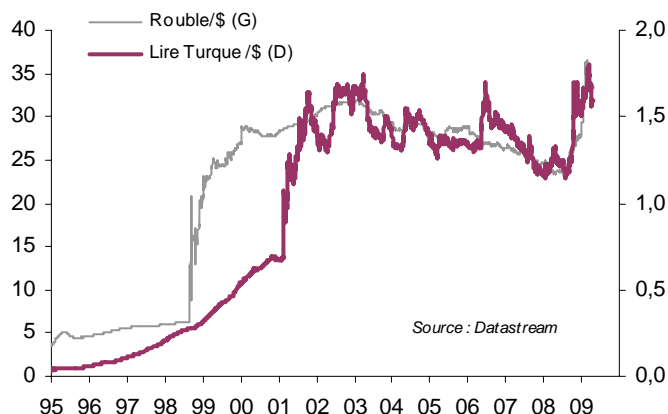
Graphique 2
Japon : Prix de l'immobilier et Indice boursier (100 en 1985 : 1)



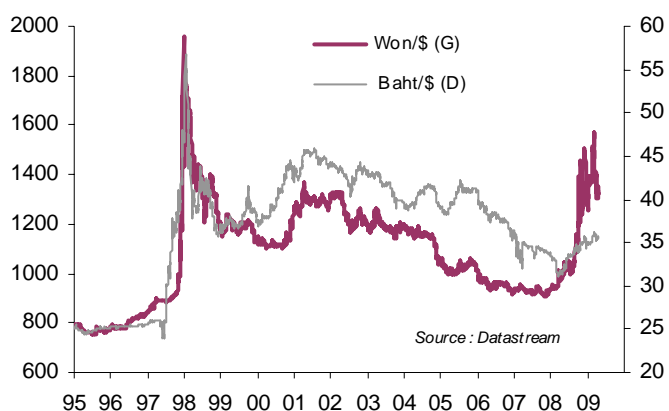
Graphique 3 a
Taux de change



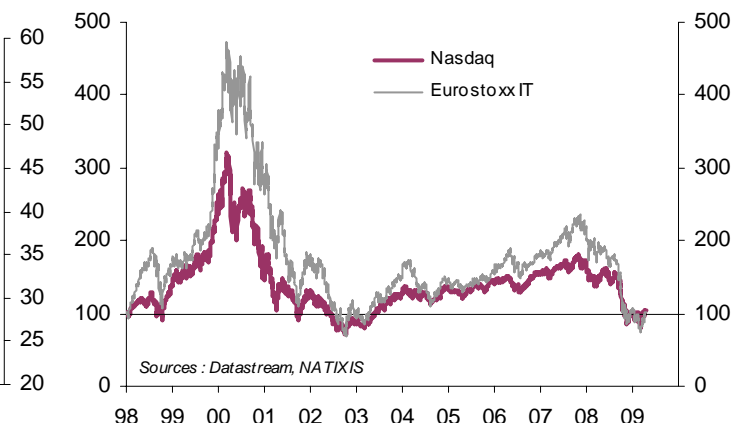
Graphique 3 b
Taux de change contre \$



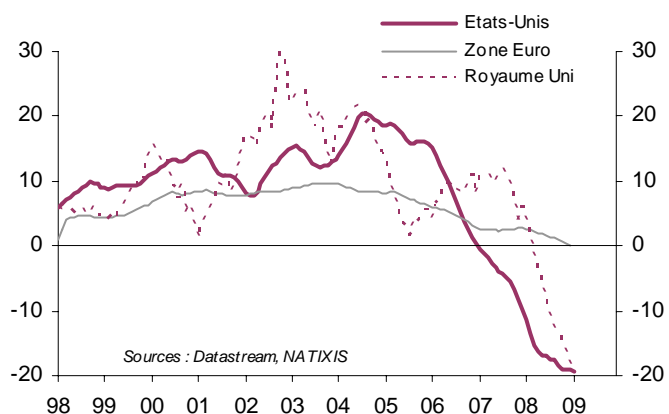
Graphique 3 c
Taux de change contre \$



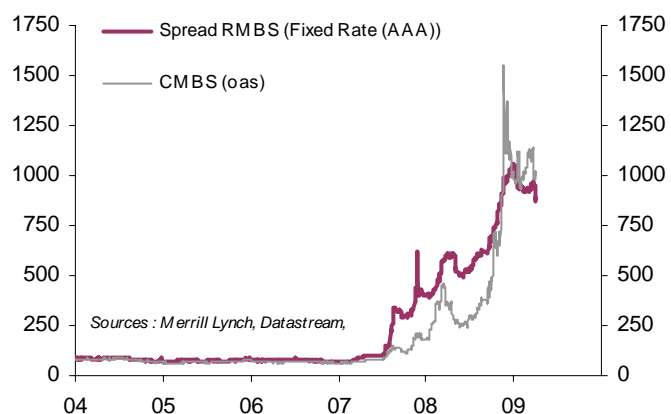
Graphique 4
Indice boursier (100 en 1998)



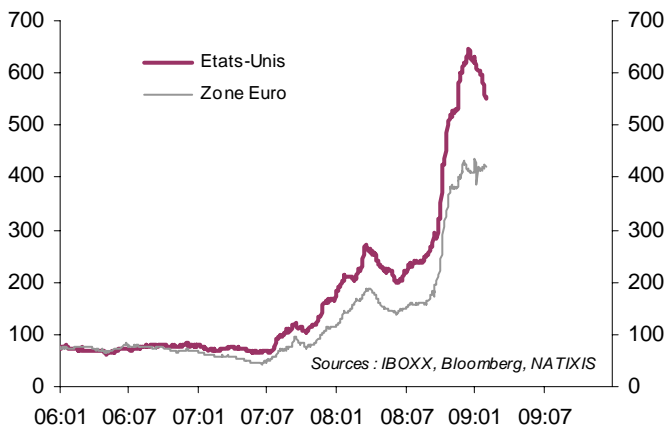
Graphique 5
Prix de l'immobilier (GA)



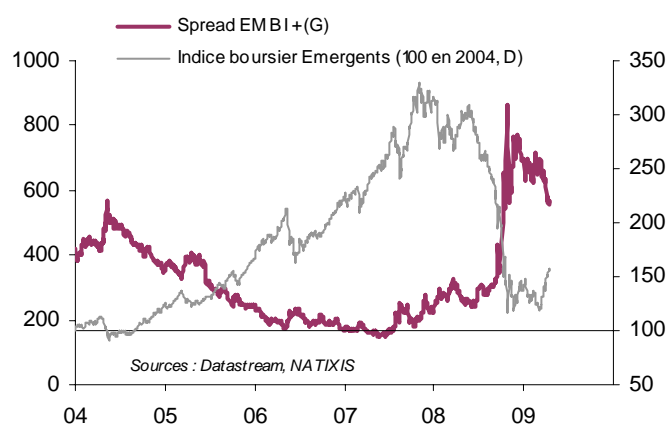
Graphique 6 a
Etats-Unis : Spreads % swaps (pb)



Graphique 6 b
Spread de crédit BBB (asset swaps)

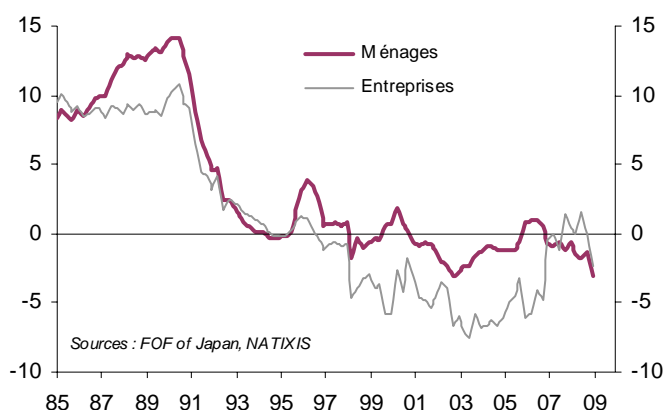


Graphique 6 c
Spread EMBI+ et indice boursier Emergents

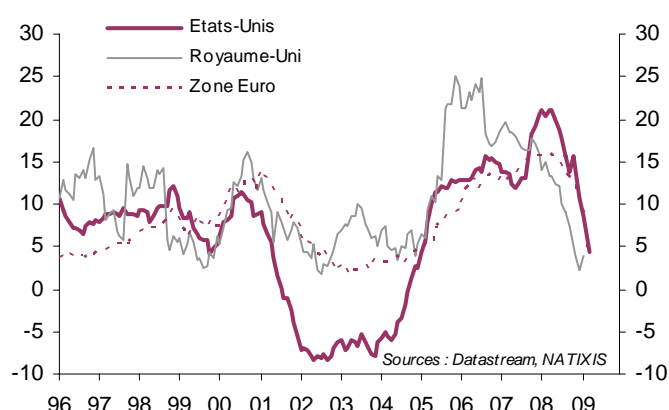


Ces crises ont toutes des caractéristiques communes : d'abord une forte hausse parallèle de l'endettement d'une catégorie d'agents économiques et des prix de certains actifs (actions, immobilier, titres des émergents, matières premières...), puis une correction parallèle à la baisse lorsque le niveau excessif du prix de l'actif et du taux d'endettement associé apparaissent. Ceci s'est vu très clairement au Japon à partir du début des années 1990 (**graphique 2** plus haut et **graphique 7 a**), s'est vu au début des années 2000 avec la correction de l'excès d'endettement des entreprises (**graphique 7 b**), se voit aujourd'hui avec celle de l'excès d'endettement des ménages (**graphique 7 c**).

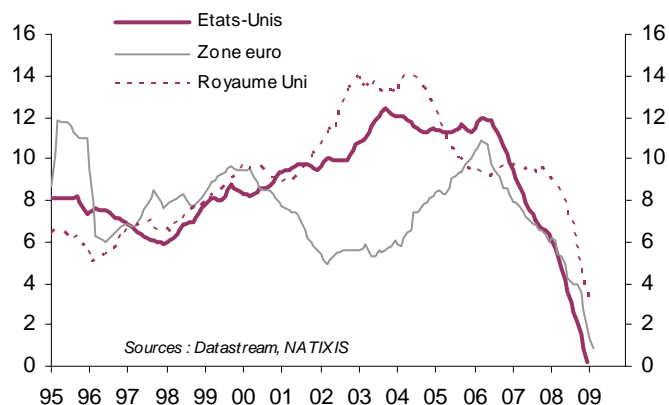
Graphique 7 a
Japon : Crédit (GA en %)



Graphique 7 b
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



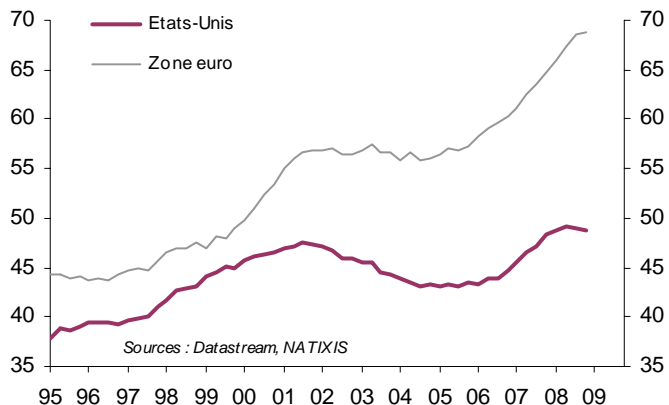
Graphique 7 c
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



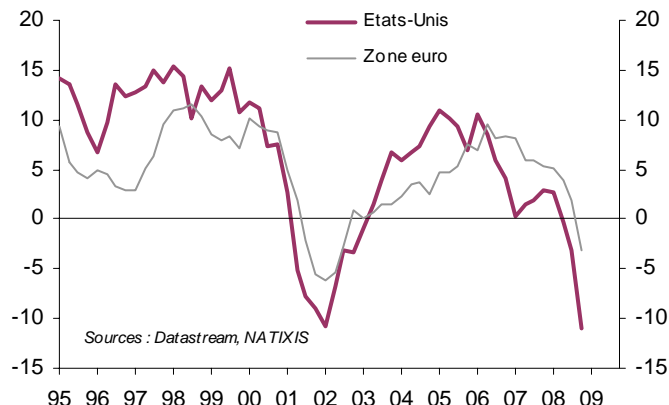
Deux épisodes récents

Pour ne regarder que les épisodes les plus récents, lorsque les cours boursiers des Sociétés des Nouvelles Technologies (Internet, Telecom) chutent à partir du niveau extravagant atteint au début de 2000 **graphique 4** plus haut, les entreprises qui avaient réalisé des acquisitions à des prix anormalement élevés se retrouvent brutalement surendettées (**graphique 8**), et doivent couper leur investissement et leur emploi (**graphiques 9 a/b**) ; lorsque les prix des maisons se retournent à la baisse à partir de la fin de 2006 aux Etats-Unis (**graphique 5** plus haut), les américains ayant donné leur maison comme garantie hypothécaire pour leurs emprunts sont brutalement insolvables, et le taux de défaut sur les crédits augmente violemment (**graphique 10**) ; lorsque les capitaux se retirent des pays émergents à partir de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 (**graphique 11**), les taux de change des pays émergents se déprécient brutalement, et les emprunteurs très nombreux en devises dans ces pays (**tableau 1**) sont rapidement incapables de faire face à leurs obligations.

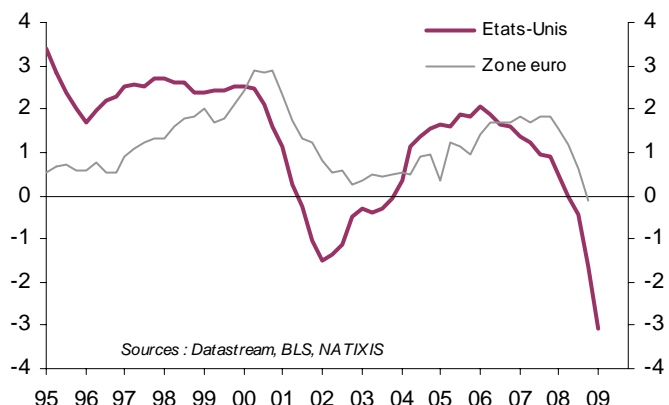
Graphique 8
Dettes des entreprises (en % du PIB)



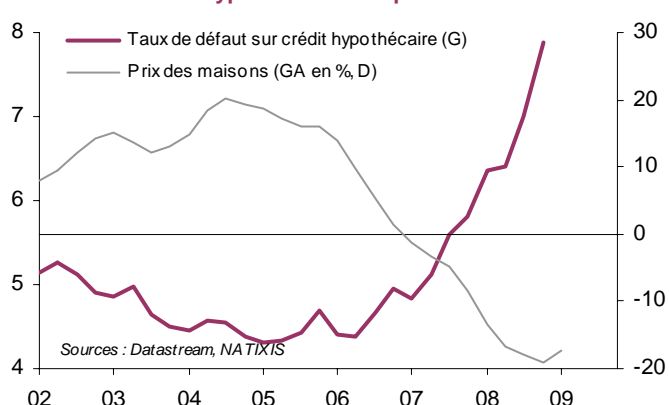
Graphique 9 a
Investissement productif (volume, GA en %)



Graphique 9 b
Emploi total (GA en %)



Graphique 10
Etats-Unis : Taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires et prix des maisons



Graphique 11
Emergents y compris Russie + OPEP : Flux de capitaux et taux de change

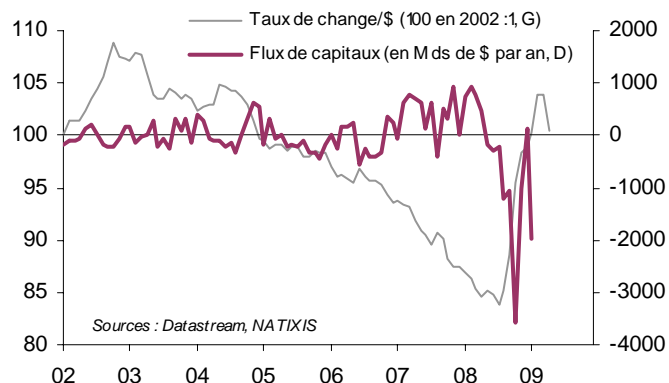


Tableau 1
Currency mismatch en %

	Prêts en devises en % de l'encours total
Corée	9,5
Inde	1,4
Brésil	2,0
Rép. tchèque	8,0
Pologne	24,0
Hongrie	55,0
Slovaquie	35,0
Bulgarie	53,0
Roumanie	54,0
Lituanie	61,0
Estonie	82,0
Lettonie	86,0
Turquie	29,0
Ukraine	49,0

Sources : BIS, Banques Centrales, Calculs Natixis

Toutes ces crises sont donc des répétitions du même type de crise, dont la dernière n'est qu'une version plus violente, comme l'avait été la crise financière au Japon au début des années 1990 : la chute simultanée des prix de l'immobilier et des cours boursiers (**graphique 2** plus haut) y déclenche un besoin de désendettement à la fois des ménages et des entreprises, qui persiste encore presque 20 ans plus tard (**graphique 7 a** plus haut).

Réactions des autorités aux crises

Chacune de ces crises provoque bien sûr une réaction des gouvernements, des institutions internationales et des régulateurs pour essayer d'éviter la reproduction des enchaînements qui les avaient déclenchées.

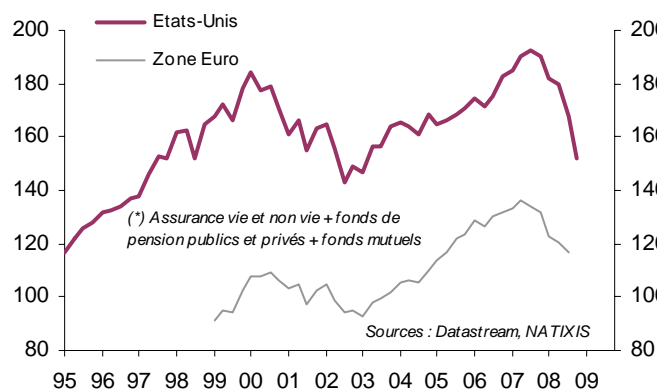
Les crises bancaires (début des années 1990 en particulier) contribuent à la mise en place de la réglementation contemporaine des banques (règles de Bâle I puis Bâle II), qui imposent aux banques de détenir des fonds propres d'autant plus élevés que leurs actifs (crédits) sont risqués pour empêcher les faillites des banques.

Les chutes de la valeur des portefeuilles des investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance, fonds de pension après la crise des entreprises des nouvelles technologies en particulier au début des années 2000, **graphique 12**) pousse à la définition de normes de capitalisation et de résistance aux chocs de ces investisseurs (ratios dits Solvabilité I puis II, qui partent de l'idée que des chocs violents "stress tests" sur les prix des actifs détenus ne doivent pouvoir entraîner la faillite des investisseurs qu'avec une probabilité très faible).

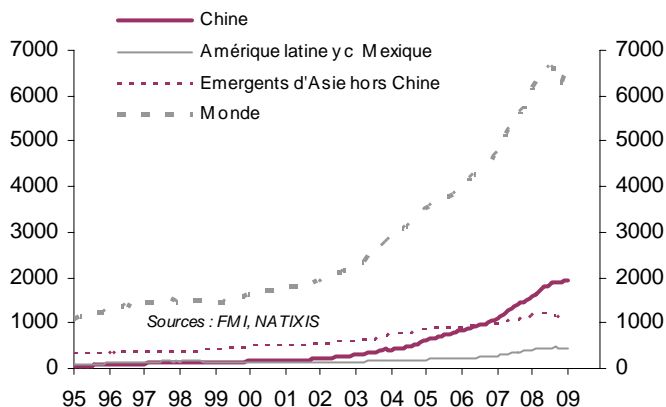
Les scandales financiers du type "Enron" (comptabilité truquée, endettement camouflé...) ont amené d'une part les normes comptables de "fair value" (IAS-IFRS), pour tenter d'assurer la transparence des comptes ; d'autre part les nouvelles réglementations des entreprises (Sarbanes-Oxley : responsabilité des directeurs financiers, séparation de l'audit et du conseil, administrateurs indépendants).

Enfin les crises financières, dans les émergents, toutes parties d'une situation de très importantes sorties de capitaux depuis les pays émergents, ont amené les institutions internationales à préconiser à ces pays émergents de détenir de très importantes réserves de change (**graphique 13**) pour décourager la spéculation, ce qui a été réalisé dans la plupart des cas.

Graphique 12
Actif total des investisseurs institutionnels*
(en % du PIB)



Graphique 13
Réserves de change (en Mds de \$)



Certaines de ces avancées réglementaires, prudentielles, ont été depuis critiquées en raison d'effets pervers apparus après qu'elles aient été mises en place : les normes comptables et prudentielles sont procycliques, puisqu'elles entraînent l'affichage de pertes et la réduction des fonds propres, donc de la capacité à prêter et à investir dans les récessions ; l'accumulation des réserves de change, investies essentiellement en titres publics, dans les pays émergents stérilise leur épargne qui pourrait être mieux employée pour investir dans le pays ; l'empilement de règles comptables et déclaratives a découragé les entreprises de rester cotées aux Etats-Unis.

Mais, globalement, le travail fait est favorable, a consisté en une réaction constructive et stabilisante aux crises à chaque occasion.

Mais la réglementation s'est révélée être inefficace

Le problème est que le travail réglementaire fait a été inefficace de facto, comme le montre la crise présente qui affecte à la fois les banques (**tableau 2**), les investisseurs (AIG, hedge funds **graphique 14**), les émergents (interventions du FMI dans les pays baltes, en Hongrie, en Roumanie, au Pakistan, en Ukraine **tableaux 3 a/b, graphique 15 a/b...**), alors que les réformes précédentes étaient supposées les protéger.

Tableau 2
Dépréciations d'actifs et augmentations de capital des banques (en Mds de \$)

In dollars bn	Total		1Q-09		4Q-08		3Q-08	
	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation	Dépréciation	Augmentation
Amérique	653,9	485,7	1,7	92,3	182,2	197,8	153,1	33,1
Europe*	207,6	192,4	0	25,2	44,3	64,8	31,1	31,7
Royaume-Uni	81,9	100,4	0	20,1	39,1	43	6,7	6,6
Allemagne	65,50	57,80	0	18,60	16,90	20,00	9,50	3,30
France	24,40	25,50	0	0	3,80	7,30	4,20	5,20
Espagne	3,6	14,20	0	0	0,90	7,20	0,60	0
Italie	4,4	7,50	0	3,00	1,30	0,00	2,10	0

2Q-08		1Q-08		4Q-07		3Q-07	
Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation
83,8	77,7	101,5	47,1	96,3	35,4	28	0,8
23,2	30,7	51,5	15,5	46,5	19	10,5	5,5
18	27	6,2	1	11,1	0	0,7	2,7
6,00	1,00	18,00	8,80	11,80	3,50	3,30	0
3,90	7,50	3,20	5,50	8,10	0	1,20	0
0,50	0	0,50	0	0,60	7,00	0,50	0
0	0	1,00	0	0	0	0	0

(*) Hors Royaume-Uni

Sources : Datastream, Bloomberg, NATIXIS

Tableau 3 a
Interventions du FMI

Accord	Pays	Montant (Mds USD)
1 Avril 2009.	Mongolie	0,2
25 Mars 2009.	Roumanie	17,5
6 Mars 2009.	Arménie	0,5
16 Jan 2009.	El Salvador	0,8
31 Dec 2008	Bielorussie	2,5
19 Dec 2008	Lettonie	1,7
17 Nov 2008	Serbie	0,4
15 Nov 2008	Pakistan	7,6
28 Oct 2008	Hongrie	15,7
26 Oct 2008	Ukraine	16,4
24 Oct 2008	Islande	2,1
Total		65,5

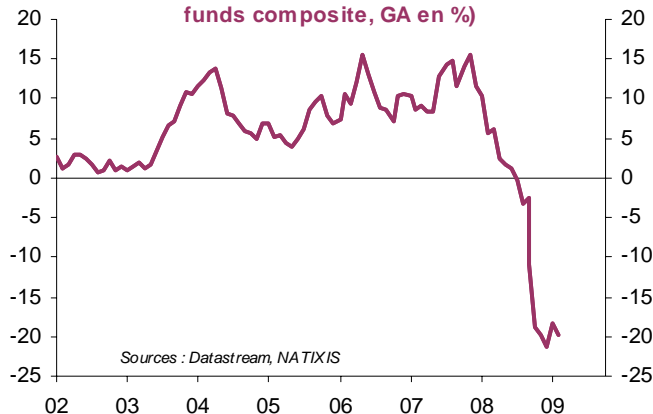
Sources : FMI, Natixis

Tableau 3 b
Prêts accordés par les instances internationales (Mds EUR)

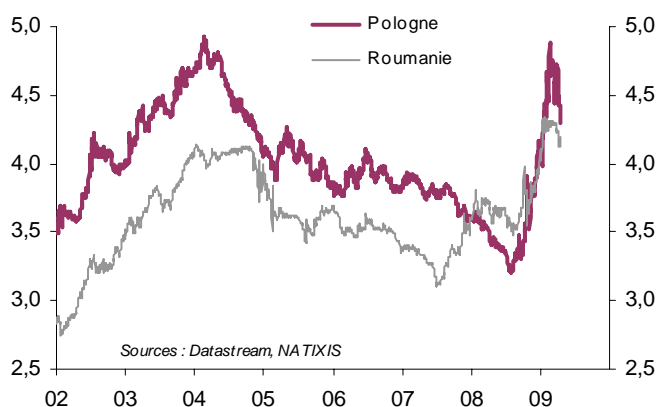
Pays	FMI	UE	BERD	Autre	Total
Lettonie	1,7	3,1	0,9	1,8*	7,5
Hongrie	12,5	6,5		1,0**	20,0
Roumanie	12,9	5,0	0,6	1-1,5**	20,0

Source : Natixis *Pays Nordiques **Banque Mondiale

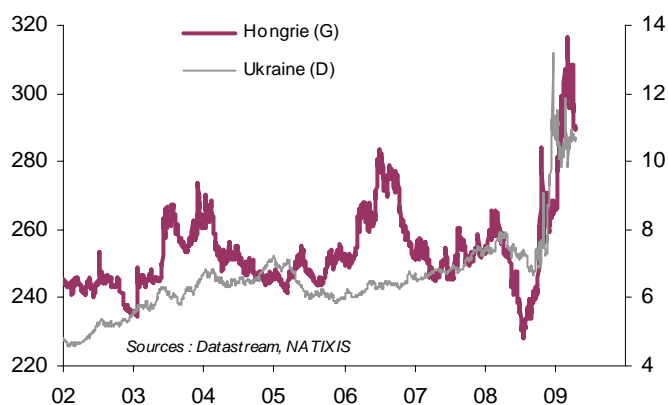
Graphique 14
Rendement des hedge funds (HFRI Fund of funds composite, GA en %)



Graphique 15 a
Taux de change contre l'Euro



Graphique 15 b
Taux de change contre l'Euro



Nous pensons que cette inefficacité est liée à ce que les remèdes apportés sont locaux et non globaux : ils sont une réaction non aux causes profondes des crises mais à leurs dernières manifestations. Ceci est vrai aussi pour le sommet du G20 à Londres en avril 2009 : les positions prises pour une régulation et des normes comptables contracycliques, pour une supervision accrue des Agences de Rating, des hedge funds, des places offshore, pour une réduction de la prise de risque par les banques, vont évidemment dans le bon sens, mais restent dans la logique de traiter les derniers désordres apparus dans la dernière crise.

Causes profondes des crises

Quelles sont les causes profondes des crises qu'il faudrait traiter ? La réflexion doit bien sûr continuer sur cette question et est aujourd'hui insuffisante et incomplète, mais quelques pistes apparaissent.

D'abord dans le domaine microéconomique. L'information financière n'est toujours pas suffisamment transparente et utile ; on sait que les ratings d'Agence sont inutilisables, n'ont pas de contenu informationnel utile, comme l'a clairement montré la révision des ratings des ABS dans la crise récente (**tableau 4**). La réglementation financière, même si des progrès vont être faits après le G20 de Londres, n'est toujours pas globale : il reste des places offshore, où la réglementation internationale des banques ne s'applique pas.

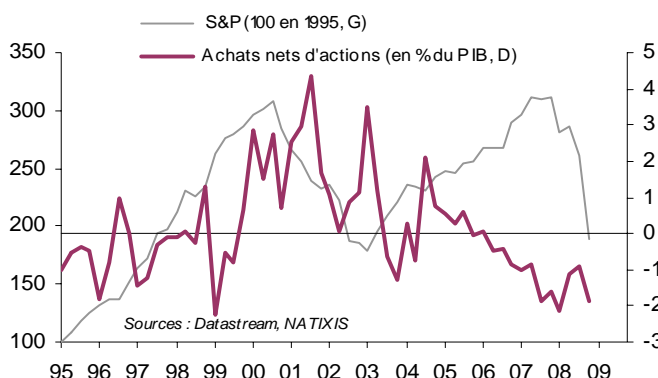
Tableau 4
Upgrades and downgrades of ABS tranches

Années	Upgrades	Downgrades
2006	205	77
2007	233	61
2008	250	505

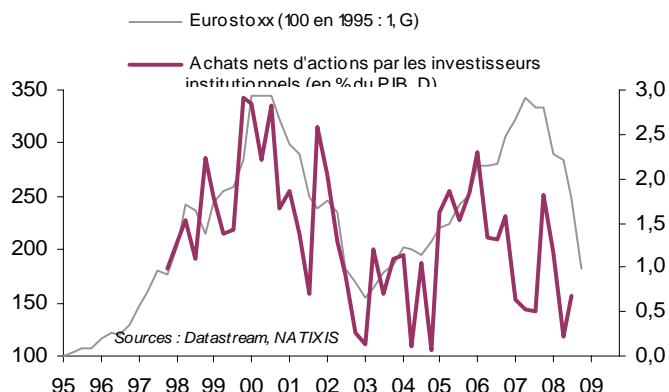
Source : Fitch Ratings

De plus, la réglementation et les règles comptables ne discriminent pas assez entre les différents types d'investisseurs : il n'existe toujours pas de règles spécifiques aux investisseurs de long terme, qui leur permettraient d'investir avec un horizon long sans être découragés par les risques de moins values en capital à court terme, ce qui les conduit au comportement mimétique et absurde d'être acheteurs quand les prix des actifs sont élevés et vendeurs quand ils sont faibles. Les **graphiques 16 a/b** montrent que les investisseurs institutionnels achètent des actions quand les cours boursiers sont élevés, vendent des actions quand ils sont bas ; le **graphique 16 c** montrent le même comportement des investisseurs sur le marché du crédit.

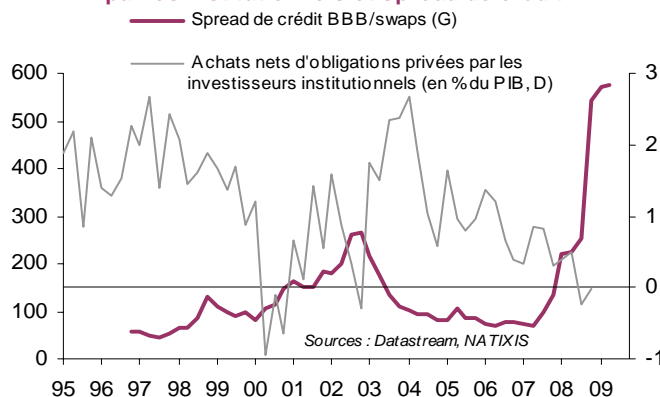
Graphique 16 a
Etats-Unis : Indice boursier et achats nets d'action par des investisseurs institutionnels



Graphique 16 b
Zone Euro : Achats nets d'actions par les investisseurs institutionnels et indice boursier



Graphique 16 c
Etats-Unis : achats d'obligations d'entreprise
par les institutionnels et spread de crédit



Enfin, il faut réfléchir à l'organisation des banques. Il faudrait probablement isoler les activités très risquées (trading pour compte propre) des activités pour le compte des clients, pour éviter que le financement des secondes ne soit perturbé en cas de crise par les pertes des premières ; il serait utile de se demander si les très grandes banques qui se construisent aujourd'hui (aux Etats-Unis en particulier) (**tableau 5**) sont plus efficaces que des banques de moyenne taille, et ne recherchent pas simplement la certitude d'être sauvées par les Etats parce que "Too Big To Fail".

Tableau 5
Etats-Unis : Liste des Fusions des banques en 2007-2008-2009

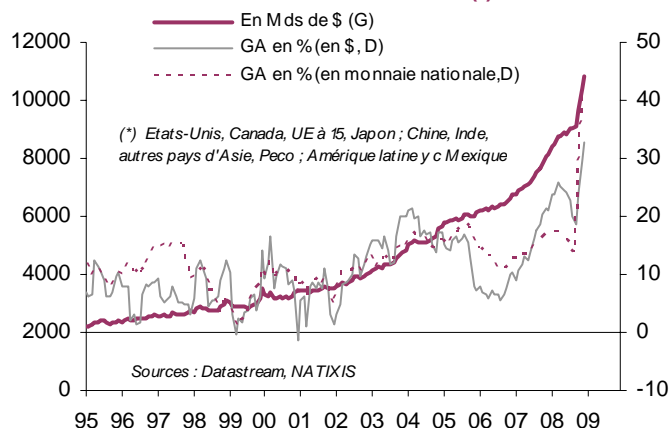
Les principales fusions	Bear Stearns racheté par JPMorgan Chase
	Merrill Lynch racheté par Bank of America
	Washington Mutual racheté par JPMorgan Chase
	Wachovia racheté par Wells Fargo
	National City racheté par PNC
Les fusions de petites tailles	Commerce Bancorp racheté par Toronto- Dominion Bank
	Sterling Financial racheté par PNC
	900 M\$ de dépôts de la banque en faillite Atlanta Bank rachetés par Regions Financial Corporation
	Sovereign Bancorp racheté par Banco Santander
	La banque en faillite Silver State Bank rachetée par ZION Bancorporation
	First Charter racheté par Fifth Third Bancorp
	Provident Bankshares racheté par M&T Bank Corporation
	Downey Savings and Loan et PFF Bank and Trust rachetés par US Bancorp
	Chevy Chase Bank racheté par Capital One Financial Corp

Source : NATIXIS

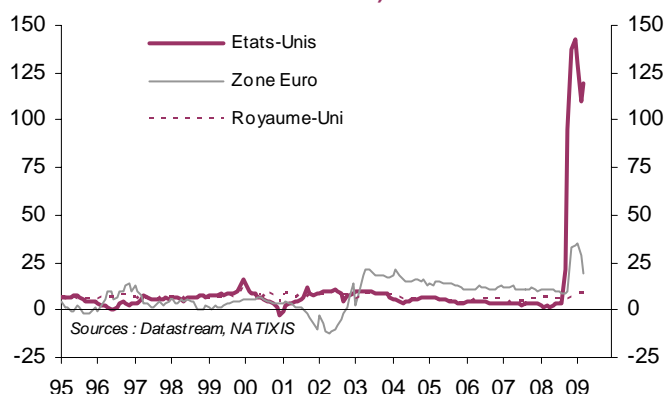
Des pistes apparaissent aussi dans le domaine macroéconomique.

Tant qu'aucune coordination internationale des politiques monétaires et de change n'existe, le Monde est condamné à l'excès de création de liquidités (**graphique 17 a**), avec les politiques monétaires trop expansionnistes (**graphique 17 b**) et l'accumulation de réserves de change (**graphique 17 c**) visant à modifier les parités de change. L'excès chronique de liquidité favorise l'apparition de situations d'excès d'endettement, de bulles sur les prix des actifs ; conduit à des flux internationaux de capitaux de trop grande taille (plus grande que les investissements directs, **graphique 18**) qui déstabilisent les pays émergents.

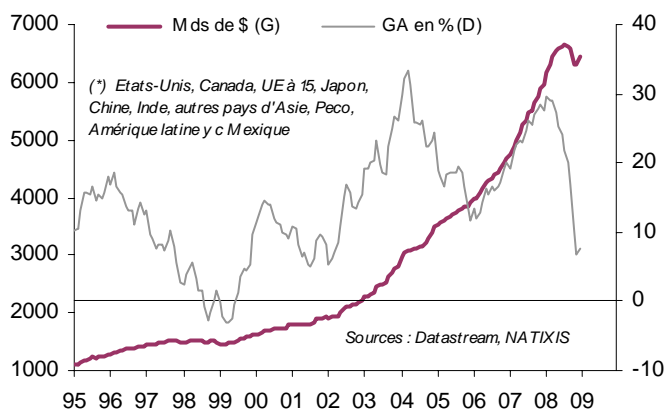
Graphique 17 a
Base monétaire mondiale (*)



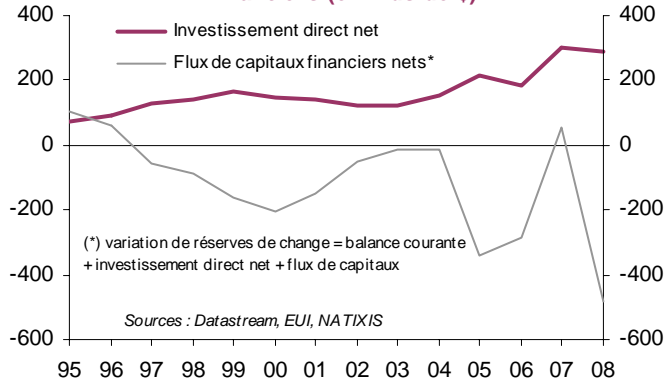
Graphique 17 b
Base monétaire (en monnaie nationale, GA en %)



Graphique 17 c
Réserves de change mondiales



Graphique 18
Ensemble des émergents y c Russie, OPEP et Chine : Investissement et flux de capitaux financiers (en Mds de \$)



Synthèse : avoir une vision globale

Cette liste de causes profondes des crises est loin d'être exhaustive et a surtout valeur d'exemples. Elle montre simplement qu'il faudrait traiter les causes profondes des crises et non seulement, au coup par coup, les facteurs secondaires qui aggravent les efforts de ces causes profondes. On peut par exemple, continuer à améliorer les ratios prudentiels des banques et des investisseurs institutionnels, mais tant qu'il sera possible de créer de nouveaux types d'intermédiaires financiers, qui n'existaient pas auparavant, donc qui ne peuvent pas être réglementés, et qui ont un accès à l'énorme liquidité générée par les Banques Centrales, on peut être certains que d'autres crises apparaîtront.