

ANALYSE

La France et l'Europe face à la crise économique

Volet 2. Les mécanismes financiers de diffusion de la crise de la dette souveraine

La discrimination par les marchés du risque attendant aux différents titres de dette émis par les États de la zone euro depuis le krach financier de l'automne 2008 pose avec une acuité accrue la question de la soutenabilité des finances publiques. Il faut donc différencier la dégradation effective des fondamentaux pour chaque pays et les mécanismes proprement financiers induits par des problèmes de liquidités sur les marchés de dette souveraine. Même si le durcissement des conditions de financement des États reste localisé et les taux relativement bas, le risque de contagion doit nécessairement être pris en considération pour être évité. Il apparaît dès lors que tant les fonds alternatifs, par défaut de transparence et de réglementation prudentielle, que les agences de notation tendent à alimenter les risques de déséquilibre cumulatif. L'absence de mécanismes qui permettent de reconduire les primes de risque à des niveaux reflétant les fondamentaux remet sur le devant de la scène la question de la création d'une agence de notation européenne ou internationale. En dépit de certaines dérives qui fragilisent le bilan des banques, le risque d'une crise de liquidité à grande échelle sur le marché des titres souverains reste considéré comme peu probable.

Principales propositions :

Proposition 1 : Améliorer le *reporting* et la transparence sur les prises de position et la structure de risque des fonds alternatifs (*Hedge Funds*).

Proposition 2 : Organiser les opérations les plus « spéculatives » sur le marché des couvertures de défaillance (les CDS, qui couvrent le risque de défaut d'un emprunteur). Il s'agit notamment de sécuriser les contrats dits « à nu », où l'opérateur se couvre sans détenir le titre risqué, pariant sur un défaut pour faire des gains. Pour ces opérations, négociées le plus souvent de gré à gré, il faudrait étendre le principe d'un recours à des chambres de compensation et, dans ce cadre, améliorer le système de dépôt de garantie et d'appel à collatéral pour sécuriser les transactions.

Proposition 3 : Renforcer les ratios prudentiels pour les vendeurs de CDS, c'est-à-dire pour les fournisseurs de protection ; ces derniers, s'ils ont mal provisionné le risque qu'ils assurent, pourraient devenir les maillons de transmission d'une crise de nature systémique.

Proposition 4 : Améliorer la transparence de l'évaluation du risque par les agences de notation : diffusion des méthodes, des modèles et des hypothèses sous-jacents à la notation. Soumettre les agences à une évaluation par les autorités de marché du caractère prédictif de la notation en matière de défaut.

La question de la soutenabilité des finances publiques des pays développés s'est posée avec acuité à partir du krach de l'automne 2008. Elle est due pour une large part à l'ampleur et à la concomitance de la dégradation des soldes financiers observée au moment de la crise dans la plupart des pays de l'OCDE. Elle tient aussi à la propagation de la crise de liquidité sur les marchés financiers. La défiance vis-à-vis des créances titrisées a d'abord entraîné un assèchement des liquidités sur le marché interbancaire et un repli sur les titres sans risque plutôt favorable au financement des déficits publics. Mais en fragilisant le bilan d'un certain nombre d'intermédiaires, elle a aussi débouché sur une plus forte sélectivité des risques. **L'interconnexion entre crise de liquidité et risque de défaut des émetteurs souverains s'est ainsi établie par le truchement d'une augmentation des *spreads* de taux d'intérêt¹ sur la dette de différents États jugés fragiles.**

Pour l'heure, le durcissement des conditions de financement de certains États demeure localisé et la différenciation des primes de risque ne remet pas en cause le mouvement général de repli sur la qualité et de taux longs sur les obligations d'État historiquement bas. Cependant, le risque de diffusion d'une crise de la dette souveraine doit être envisagé pour en prévenir l'occurrence. Il s'agit d'analyser les mécanismes financiers par lesquels un nombre croissant de gouvernements connaîtrait des difficultés à placer les prochaines émissions de titres publics. Cette perte de confiance des investisseurs, qui exigeraient alors une plus forte prime de risque sans que cela reflète nécessairement une dégradation des fondamentaux en matière de soutenabilité, conduit à porter l'attention sur trois dimensions particulières :

- le rôle des fonds dits « alternatifs » et de certaines opérations révélées au public sous le terme de « ventes à découvert » dans l'amplification de la crise pour certains pays, voire dans son extension à d'autres ;
- le caractère stabilisant ou déstabilisant des agences de notation ;
- la probabilité de défauts partiels « en chaîne » au sein de l'espace européen, passant par un affaiblissement des bilans des investisseurs financiers et une extension des problèmes de liquidité.

Depuis le krach financier de l'automne 2008, les marchés financiers discriminent à nouveau les émetteurs souverains de la zone euro et pourraient entraîner un déséquilibre cumulatif

Les années 1990 et 2000 ont été marquées par la convergence des taux d'intérêt des pays membres de la zone euro, notamment ceux des obligations d'État à 10 ans. La crise de l'automne 2008 marque une rupture et rappelle que les titres publics restent bien attachés à des pays dans la mesure où les budgets sont gérés au niveau national et où le Traité de Maastricht interdit aux États membres de se financer mutuellement². Les *spreads* de taux augmentent alors significativement, sans toutefois retrouver les niveaux antérieurs à la mise en place de l'euro.

Les investisseurs sanctionnent depuis le début de la crise financière certains pays membres de la zone euro en appliquant des taux d'intérêt sur la dette publique plus élevés

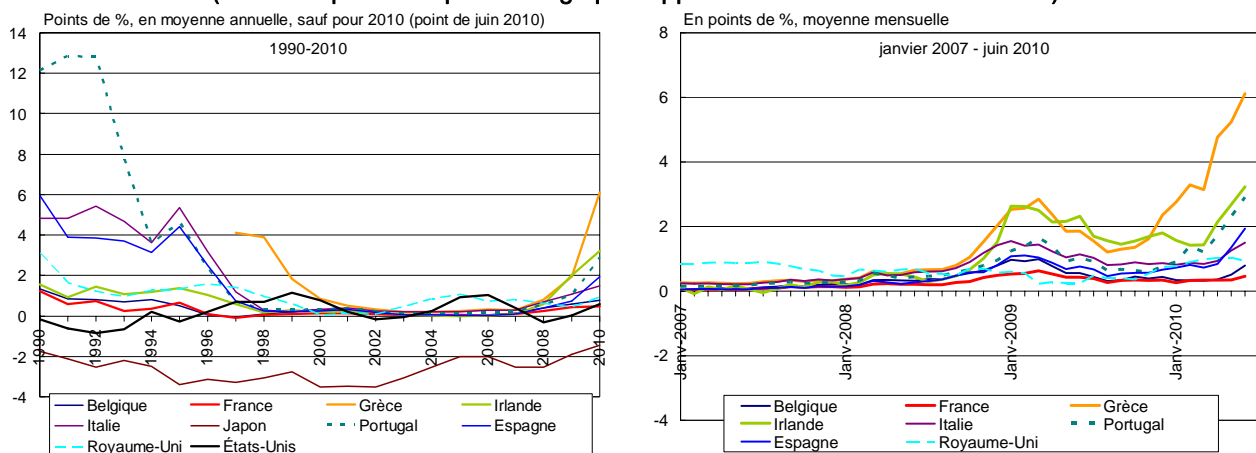
Avant 1999, il était difficile de savoir si les marchés financiers appliqueraient des taux différenciés aux titres publics émis par les États membres de la zone euro en fonction des perspectives de croissance, d'inflation et de finances publiques de chacun, ou s'ils les traiteraient de manière indifférenciée. C'est la deuxième situation qui prévaut jusqu'à la crise financière (*graphique 1*) : **jusqu'en 2007, les taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans convergent de manière spectaculaire vers les taux allemands**, même dans des pays où la dette publique était élevée et la désinflation récente.

La décision du Conseil de l'Union européenne d'adopter à Amsterdam en juin 1997 le Pacte de stabilité et de croissance, qui limite les déficits publics à 3 % du PIB et la dette publique à 60 %, peut ainsi être lue comme l'anticipation de la possible absence de discrimination des dettes publiques par les taux d'intérêt. Il s'agissait au fond de prendre acte de la convergence des taux d'intérêt au sein des futurs pays membres de l'Union monétaire et de prévenir alors la possibilité de passagers clandestins qui profiteraient de taux bas pour financer des dettes publiques explosives.

¹ Les *spreads* désignent des écarts de taux par rapport à un taux de référence.

² La clause de non-renflouement, ou « no bail-out », est stipulée dans l'article 104 B de ce traité : « *Un État membre ne répond pas des engagements des administrations centrales, des autorités régionales ou locales, des autres autorités publiques ou d'autres organismes ou entreprises publics d'un autre État membre, ni ne les prend à sa charge* ».

Graphique 1 : *Spreads* de taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans (écarts en points de pourcentage par rapport aux taux allemands à 10 ans)



Source : OCDE

Les écarts de taux se creusent ensuite fortement à partir de l'été 2008, surtout pour la Grèce et l'Irlande, et dans une moindre mesure pour le Portugal. La question est de savoir si les problèmes de soutenabilité des finances publiques de ces pays menacent les conditions de financement de l'ensemble de l'Union, ou si les taux traduisent avant tout un reflux de la liquidité de certains marchés qui profite à d'autres pays européens et principalement à l'Allemagne. Trois constats orientent pour l'instant vers le deuxième terme de l'alternative. D'une part, l'accroissement des primes de risque a été plus que compensé par la détente moyenne des taux longs depuis le début de la crise pour l'essentiel des pays à l'exception de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal³. La discrimination accrue s'est donc accompagnée d'un « repli vers la qualité ». D'autre part, les *spreads* de taux d'intérêt restent aujourd'hui beaucoup plus réduits qu'ils ne l'étaient au cours des années 1990. Enfin, une telle discrimination par les taux est aussi à l'œuvre dans une autre « union » monétaire, les États-Unis, où la Californie joue le rôle de mauvais élève, sans que cela affecte la notation moyenne des obligations émises par le Trésor fédéral (*T-Bonds*).

Les opérateurs peuvent surévaluer la dégradation des fondamentaux et entraîner des déséquilibres cumulatifs

Même si le phénomène de discrimination par les taux demeure aujourd'hui contenu, la soutenabilité des finances publiques et l'ampleur de l'effort destiné à la rétablir sont largement conditionnées par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Le contexte de forte dégradation des déficits primaires et d'incertitude élevée sur la croissance potentielle crée une sensibilité particulière aux mouvements des taux d'intérêt. Le risque d'un effet *domino* reste sous contrôle si la hausse des taux relève d'un sur-ajustement transitoire et que les politiques de consolidation budgétaire mises en œuvre par les pays en situation critique suscitent par la suite une détente des conditions de financement. Ce scénario n'est pas garanti à terme.

La théorie financière enseigne qu'en cas de perte de confiance, les investisseurs peuvent exiger des primes de risque déconnectées de l'état des fondamentaux. Il est en effet possible que si certains individus croient réelle une situation, elle devienne réelle dans ses conséquences⁴ et que les États, par l'accroissement des charges d'intérêt, se trouvent alors dans l'incapacité d'honorer les échéances de leur dette. Le problème naît du fait qu'il devient parfaitement rationnel pour les investisseurs qui anticipent cette issue de se conformer par mimétisme à l'opinion moyenne, sans trop d'égards pour les critères objectifs de soutenabilité. Le risque d'une auto-référentialité et d'une déviation des prix de marché de leur valeur fondamentale s'apparente dans sa structure au fameux concours de beauté de Keynes⁵. Si le fait de « jouer » à la baisse les obligations d'État devient de surcroît pour certains fonds

³ Le taux d'intérêt sur les obligations d'État à 10 ans en Allemagne diminue de plus d'un point entre l'été 2008 et le printemps 2009, ce qui pourrait attester ce report de liquidité.

⁴ C'est une application du « théorème de Thomas », à l'origine du concept de prophétie auto-réalisatrice mis en évidence par le sociologue Robert K. Merton dans son livre *Social Theory and Social Structure*, New York, Free Press, 1968.

⁵ Métaphore utilisée par John Maynard Keynes. Les prix des titres ne sont pas déterminés par leur valeur intrinsèque, la meilleure stratégie d'un investisseur consistant à deviner ce que les autres pensent. Pour illustrer ce mécanisme, il se réfère aux concours de beauté organisés par un journal londonien, consistant à élire les 5 plus jolies femmes parmi une centaine de photographies. Le gagnant est celui dont la sélection se rapproche au mieux des 5 photographies les plus choisies, l'enjeu consistant alors non à choisir en fonction de ses goûts mais de raisonner en s'approchant au plus de ce que l'on croit être le consensus global.

d'investissement une des principales sources de gains dans un univers plus général de faibles rendements financiers et de déflation d'actifs, les risques de déséquilibres cumulatifs difficilement réversibles sont à envisager :

- premièrement, **une crise de liquidité associée à un incident de remboursement sur la dette peut affecter assez durablement une réputation (le cas argentin de 2001⁶ étant ici emblématique)**, l'histoire jouant un rôle clé sur l'évaluation de la qualité d'une signature ;
- deuxièmement, **la hausse des taux, même transitoire, modifie la vitesse d'accumulation de la dette**. Son niveau en sortie de crise affecte en retour le niveau de déficit primaire requis pour stabiliser l'endettement public ;
- troisièmement, **l'impact macroéconomique récessif des politiques éventuellement prématurées de consolidation mises en œuvre peut compliquer à terme l'équation budgétaire**.

L'influence des fonds alternatifs dans les risques de propagation cumulative d'une crise de la dette souveraine doit alors être examinée avec attention. La réponse à cette question demeure néanmoins largement théorique dans la mesure où ces fonds ne dévoilent pas leur structure de portefeuille.

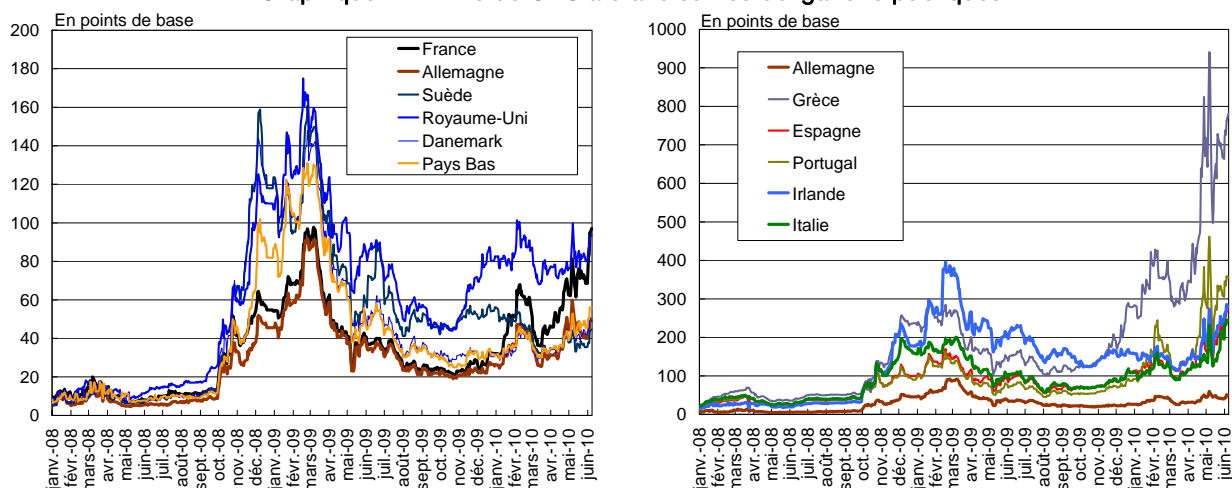
Les fonds alternatifs peuvent être responsables d'une excessive volatilité qui ne reflète pas forcément l'évolution des fondamentaux

Le rôle des fonds d'investissements alternatifs, *Hedge Funds*, à travers des prises de position à découvert utilisées pour « jouer » un actif à la baisse, est débattu depuis le début de la crise. L'utilisation des marchés dérivés, à des fins spéculatives et non à des fins de couverture, conduit-elle à une surestimation des primes de risque dont s'acquittent les États les plus fragiles par rapport à leur risque objectif de défaut ? Expose-t-elle d'autres États à une hausse de leur coût de financement, sans lien avec les critères de soutenabilité ?

Les CDS (credit default swaps), principale mesure du risque de défaut, nourrissent la volatilité des marchés

Les CDS⁷ (*encadré 1*) sont devenus le thermomètre qui permet de mesurer la probabilité de défaut⁸ d'un emprunteur, en l'occurrence ici souverain, et d'isoler ce risque de tous ceux auxquels est confronté l'investisseur (*graphique 2*).

Graphique 2 : Prime de CDS à 5 ans sur les obligations publiques



Source : Datastream

⁶ Puisque ce pays continue encore aujourd'hui à négocier auprès des créanciers les conditions d'une normalisation de son financement.

⁷ Un CDS est un contrat par lequel « l'acheteur » s'engage à payer périodiquement au « vendeur » une prime sous réserve que celui-ci l'assure, pour un certain montant, si survient un « événement de crédit » (faillite de l'entreprise, défaut de paiement, restructuration de la dette ou moratoire sur les remboursements de dette souveraine). Les CDS jouent, depuis leur introduction à la fin des années 1990, un rôle important pour accroître la liquidité du marché des obligations en limitant les risques liés à leur détention.

⁸ Probabilité dite « subjective », c'est-à-dire d'après les anticipations des opérateurs.

Les prises de position dites « à nu » (*naked*) sur les marchés dérivés de CDS supposent que certains fonds souscrivent un contrat de couverture contre un risque de défaut sans détenir de titres d'État ou prennent une position sur un titre qu'ils ne possèdent ou n'empruntent pas : elles **sont sans conteste de nature à accroître la volatilité des taux**. Elles induisent très probablement des phénomènes de surajustement à court terme (amplification à la hausse ou à la baisse). Il est moins évident en revanche que ce type de prises de position éloigne sur la durée le cours de sa valeur fondamentale. Néanmoins, au-delà d'un certain seuil, les risques de déstabilisation cumulatifs ne sont pas à exclure, dans la mesure où une hausse significative des taux provoque de façon auto-réalisatrice une insolvabilité réelle des pays en situation limite et peut se diffuser au secteur bancaire exposé sur ce type de produits. La récente décision du régulateur des marchés allemand, la BaFin, d'interdire, d'une part, les ventes à découvert à nu sur les obligations des gouvernements européens ainsi que sur les actions des plus grandes banques et assureurs allemands et, d'autre part, les contrats de CDS à nu sur les obligations d'État, a fortement accrédité cette hypothèse⁹.

Encadré 1 : Vente à découvert, vente à nu – gagner quand le marché est baissier

La vente à découvert recouvre toute opération qui permet à un opérateur de marché de faire des gains lorsque le marché est baissier. Sous sa forme la plus simple elle consiste 1/ à emprunter des titres en passant par un courtier, moyennant commission et en gageant l'opération sur des collatéraux, 2/ à les vendre immédiatement en pariant sur leur baisse pour empocher la différence avec le prix de rachat avant leur restitution au prêteur. L'opérateur vend donc des titres qu'il ne détient pas et fait un gain si le prix baisse.

La vente est dite à nu lorsque l'investisseur vend à terme un titre sans même l'avoir emprunté ou s'être assuré de sa disponibilité. Les spéculateurs exploitent notamment le délai de règlement-livraison des titres pour jouer sur les écarts de cours. Ces ventes ont été plusieurs fois suspendues ou limitées sur les grandes places financières du monde. Les opérations à nu se font le plus souvent de gré à gré, sans qu'un certain nombre de garanties (disponibilité des titres, collatéraux) aient été prises.

Acheter un contrat de CDS à nu revient à s'assurer contre le défaut d'un émetteur de dette sans détenir l'actif risqué, c'est donc un **pari purement spéculatif** sur le défaut de l'émetteur (cela serait équivalent au fait de prendre une assurance-vie sur une personne autre que soi-même). Cette technique permet aussi de gagner quand le marché baisse. Par ce biais, le marché des CDS, parfois plus liquide que celui des obligations sous-jacentes, permettrait d'améliorer le mécanisme de découverte du prix. Mais si les prix des CDS sont rétrospectivement des indicateurs avancés des prix des obligations, cela peut être également dû à leurs effets propres sur les prix futurs. Plus qu'un thermomètre précoce des fondamentaux du marché, ils pourraient alors être le vecteur de prophéties auto-réalisatrices.

Récemment, l'Allemagne a interdit jusqu'en mars 2011 les ventes à découvert à nu portant sur les emprunts d'États de la zone euro, sur certains types de CDS à nu sur les emprunts d'États de la zone euro et sur les actions de 10 institutions : *Allianz, Commerzbank, Deutsche Bank, Deutsche Postbank, Generali Deutschland et Munich Re*. Elle a de surcroît réduit les délais de livraison de 3 à 2 jours pour limiter les possibilités de spéculation à nu.

Clairement, cette interdiction momentanée doit jouer le rôle de coupe-circuit dans l'éventualité d'une spirale haussière des taux où le risque de défaut de certains États nourrit une hausse des *spreads* sur les banques, renchérit le coût de financement des banques et, par ricochet, celui des emprunteurs publics et privés, etc. Cette interdiction porte sur le seul marché allemand, ce qui en limite la portée, les deux tiers des *Hedge Funds* étant localisés à Londres. Le gouvernement allemand a décidé début juin d'élargir l'interdiction des ventes à découvert à nu sur toutes les actions. Le ministère des Finances sera aussi autorisé à interdire par décret les dérivés libellés en euros pour éviter toute perturbation grave de la stabilité des marchés financiers et de la confiance envers leurs capacités opérationnelles. Un système informatique sera mis en place pour informer sur la situation des ventes à découvert. Il sera accompagné de sanctions pour assurer que les vendeurs s'y conforment.

Les mouvements des CDS peuvent à terme dégrader les fondamentaux d'une économie et augmenter les risques d'insolvabilité des États

Il y a d'assez fortes raisons de penser que **le développement du marché des CDS ne crée pas seulement de la volatilité mais débouche sur des mouvements asymétriques, à la baisse plus qu'à la hausse, qui peuvent agir sur la valeur fondamentale**. En effet, sur un marché d'actions, être long (position d'un acheteur qui détient l'action et parie sur la hausse de son prix) ou être court (vendre à découvert, en pariant sur la dépréciation d'un actif¹⁰ que l'on emprunte ou que l'on livre tardivement) n'a pas la même implication en termes de prise de risque. Enregistrer des pertes sur une position longue

⁹ Cette décision succède paradoxalement à une prise de position récente du régulateur allemand minimisant l'ampleur de la spéculation sur la base des données de transaction fournies par la DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation). Selon l'organisme, l'encours brut de CDS contractés sur la dette grecque (83 milliards d'euros) au 12 février 2010 avait certes doublé depuis un an, témoignant d'une intensification du turnover sur ce type de produit. En revanche, l'encours net, indiquant le risque de perte que le marché est prêt à garantir, demeurait stable depuis plusieurs mois autour de 9 milliards. Ce deuxième indicateur souligne que l'ampleur des positions à découvert par le truchement des CDS demeurait relativement contenue.

¹⁰ Le gestionnaire va normalement emprunter moyennant versement d'intérêts l'actif qu'il ne détient pas à une partie tierce, un investisseur institutionnel, par l'intermédiaire d'un « prime broker » qui demande un collatéral pour garantir la transaction.

expose à un risque par définition limité (perte qui ne peut excéder la valeur initiale de l'encours). En revanche, la réussite d'une position courte dépend de la valeur future de rachat des titres et peut déboucher sur des pertes dont l'ampleur n'est pas circonscrite à l'avance. Cette asymétrie décourage les positions courtes. **Les CDS offrent un moyen d'avoir une position courte sur les obligations mais exercent des pressions inverses en termes de risque.** En effet, acheter des CDS (acheter la protection moyennant le versement d'une prime), c'est prendre le risque d'enregistrer de faibles pertes pour des profits potentiellement élevés tandis que vendre des CDS conduit à des profits limités pour des pertes potentiellement très élevées. **Cette asymétrie encourage les spéculateurs à parier sur le défaut** (spéculer à la baisse des obligations), et l'existence d'un marché des CDS exerce ainsi une pression à la baisse sur les obligations sous-jacentes¹¹.

Pour un émetteur en situation critique de solvabilité, la présence d'un énorme marché de CDS sans contreparties en obligations peut accentuer les pressions sur les taux auxquelles il est confronté. S'il fait face à une importante échéance sur le remboursement de sa dette, les spéculateurs qui connaissent ce besoin de refinancement peuvent avoir alors intérêt à acheter de la protection¹² afin d'entraîner un surajustement du prix de la dette pour la revendre une fois la baisse enregistrée, dégradant la position de l'émetteur. En outre, comme les détenteurs de CDS gagnent en cas de défaut pour l'émetteur, cette situation crée une incitation à la coordination des positions pariant sur la défaillance de celui-ci. S'ajoutant aux réactions négatives des agences de notation, ces phénomènes amplifient la propagation des défauts. La hausse des CDS, déclenchée par une crainte accrue de défaut, entraîne une hausse effective du coût de financement de l'émetteur. Le défaut se réalise par prophétie auto-réalisatrice et se propage à d'autres émetteurs en augmentant les risques de contrepartie. La crise peut prendre alors une tournure systémique.

L'intervention de la BaFin est à rapprocher pour l'heure de l'*uptick rule*, sorte de « coupe-circuit », qui consiste à stopper transitoirement certaines transactions quand le marché est trop fortement orienté à la baisse¹³. Un bannissement plus définitif des *naked* CDS pourrait apparaître comme un moyen de séparer le bon grain de l'ivraie, de distinguer la détention de CDS pour couverture de la spéculation « prédatrice » (qui nuit à la découverte du prix fondamental). Il reste néanmoins particulièrement ardu de séparer ces deux termes. Les besoins de couverture sur le défaut d'un acteur ne sont pas nécessairement liés à la détention d'obligations par ce dernier. Ainsi, il est tout à fait plausible qu'un fournisseur veuille se couvrir contre le risque de faillite de son principal client. Les études montrent que bannir la vente à découvert sur les actions entrave plutôt le mécanisme de découverte du prix, réduit la liquidité (notamment pour les actions dont il n'existe pas d'options listées) et n'empêche pas la dégradation des cours.

Plutôt qu'interdire, il peut être efficace de lutter contre les dégâts causés par de potentielles dérives en allant vers **davantage de transparence et un renforcement des règles prudentielles** :

- **l'amélioration du reporting** auprès des investisseurs, auprès des banques qui offrent leurs services aux *Hedge Funds* et sont exposées au risque de défaut de ces derniers (*prime brokers*) ou auprès des autorités de supervision. Une normalisation de ce reporting passerait notamment par la mise en accès public de bases de données plus complètes et plus fiables qui permettraient de mieux connaître *a posteriori* les positions des fonds spéculatifs et donc leur rôle durant certaines phases d'instabilité des marchés¹⁴ ;
- **le recours systématique à des chambres de compensation**¹⁵ qui permet de créer une interface entre acheteurs et vendeurs. Cela améliore la transparence et réduit le risque de contrepartie par rapport au système de gré à gré qui prévaut jusqu'ici (plates-formes de négociation supervisées et réglementées, répertoires centraux de données, existence d'une contrepartie centrale¹⁶ et standardisation des produits). Une chambre de compensation permet de vérifier que la liquidité qui sous-tend les engagements est potentiellement assurée et qu'il n'existe pas une trop forte concentration de risques sur un seul protagoniste à des fins spéculatives. Dans ce cadre, on

¹¹ George Soros (2009), « One way to stop bear raids », *The Wall Street Journal*, 24 mars.
<http://online.wsj.com/article/SB123785310594719693.html>.

¹² Cette action peut même parfois précéder la vente par l'émetteur contraint et l'on parle alors de *front-running*.

¹³ La réintroduction de l'*uptick rule* abandonnée en 2007 (qui elle-même faisait suite à une règle adoptée pendant la crise des années 1930, pour mémoire l'ancienne *Rule 10a-1* prise en application de la loi américaine intitulée *Securities Exchange Act of 1934*) est envisagée (par la Securities and Exchange Commission des États-Unis, SEC) : <http://imarketnews.com/node/9203>. Il s'agit d'un mécanisme de « coupe-circuit » en cas de mouvements de baisse des cours supérieurs à 10 %.

¹⁴ Aglietta M. et Rigot S. (2008), « La réglementation des *Hedge Funds* face à la crise financière. Une contribution au débat », *Document de recherche*, EconomiX, UMR 7166, CNRS – Université de Paris X-Nanterre, mars.

¹⁵ Depuis mars 2010, les CDS peuvent être compensés aux États-Unis à travers l'ICE Trust, filiale d'Intercontinental Exchange.

¹⁶ Si A ne peut assurer son engagement auprès de B, la contrepartie centrale (en interface) honore l'engagement auprès de B.

peut envisager de rendre obligatoire un **appel de marges** (versement de fonds supplémentaires auprès de la chambre de compensation, en numéraire ou en collatéral pour couvrir la dépréciation d'une position ouverte) pour les CDS qui ne sont pas utilisés comme instruments de couverture ;

- **des exigences supplémentaires de fonds propres et une supervision renforcée pour le vendeur de CDS** : les vendeurs de protection s'exposent à un risque moins limité que celui de l'acheteur¹⁷. Renforcer les règles prudentielles ou la supervision **renchérit le coût de contracter un CDS, ce qui peut réduire la liquidité de ces marchés**. Ces exigences réduisent aussi la probabilité que les vendeurs de protection ne puissent remplir leurs engagements d'assurance en cas d'occurrence d'un défaut (risque de contrepartie) ou que leurs engagements les exposent à un risque de faillite. Cela permettrait de réduire le risque systémique induit. Ce renchérissement ou une interdiction plus radicale peuvent notamment être fondés pour un pays dont les institutions nationales, se sachant « *too big to fail* », seraient tentées de prendre des risques excessifs (car assurées d'être renflouées par le contribuable).

Les fonds alternatifs ne sont pas les seuls acteurs de marché incriminés dans les risques de déstabilisation cumulative. **Les agences de notation sont suspectées aussi, du fait de réactions tardives, procycliques et asymétriques, de créer un risque de déstabilisation.**

Les réactions tardives, procycliques et asymétriques des agences de notation peuvent amplifier les risques de déstabilisation cumulative

Les notations de crédit jouent un rôle clé dans les décisions d'investissement des acteurs du marché financier¹⁸. Les émetteurs de titres et d'obligations recherchent les notations de crédit pour améliorer l'attrait commercial ou le prix de leurs titres de placement. Les investisseurs institutionnels, comme les fonds mutuels, les fonds de pension et les sociétés d'assurance, sont quant à eux soumis à des politiques d'investissement qui stipulent que seuls les titres de placement dotés d'une certaine notation minimale de crédit peuvent être acquis. Les banques centrales selon la même logique acceptent de prendre en pension lors du refinancement des banques commerciales uniquement les titres au-dessus d'un certain seuil.

Encadré 2 : Le fonctionnement des agences de notation et ses critiques

Il existe plus de 130 agences de notation de crédit dans le monde. Cependant, trois d'entre elles (*Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings*) forment un oligopole en détenant à elles seules environ 85 % du marché.

La notation qu'elles fournissent, ou rating, donne **une opinion** sur la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations envers ses créanciers, ou sur celle d'un titre à générer les paiements de capital et d'intérêts conformément à l'échéancier prévu. Les entités notées sont donc potentiellement tous les agents financiers ou non financiers émetteurs de dette : États, organismes publics ou semi-publics, établissements financiers, entreprises non financières. La notation peut également porter sur un produit (prêts, créances négociables, produits structurés...). La notation des opérations de titrisation a d'ailleurs connu une expansion considérable avant la crise financière de 2008-2009. Les très bonnes notes données à ces produits complexes et opaques ont alors facilité leur diffusion. Le fait que la notation exprime une opinion n'engage pas juridiquement les agences, ce qui au regard de la loi américaine les met à l'abri de poursuites de la part des investisseurs. Il s'agit en outre d'une évaluation relative des différents émetteurs et non d'une évaluation absolue de sa probabilité de défaut, qui ne dit rien sur la rentabilité potentielle d'un investissement, ni sur la volatilité ou la liquidité d'un titre.

Un comité de notation formé d'analystes juniors et seniors et de directeurs est formé. Ce comité recueille les données disponibles, publiques ou non, sur l'émetteur et sur son marché. C'est avant tout l'opinion des différents analystes de l'agence qui prime, plus qu'un modèle mathématique ou économétrique. Concernant la dette souveraine, les critères sont larges : situation économique, stabilité, politique monétaire et budgétaire. La décision finale de notation est prise à l'issue d'un vote par les membres du comité. Les différences de notation entre les trois grandes agences sont fréquentes. C'est le cas en particulier sur la dette grecque : chez *Standard & Poor's*, la dette grecque est pourrie (« *junk bond* »), tandis que chez *Moody's*, elle est classée en « investment », mais avec une « possible dégradation future ». Une fois le *rating* établi, l'agence continue de suivre l'émetteur, et peut être amenée à réviser ce rating périodiquement. Là encore les pratiques ne sont pas standardisées. Les notes attribuées par *Moody's* sont réputées plus stables que celles de *Standard & Poor's* et de *Fitch*. *Moody's* semble davantage prendre en considération un horizon de moyen terme tandis que *Fitch* et *Standard & Poor's* voient à plus court terme, et sont plus corrélés aux marchés.

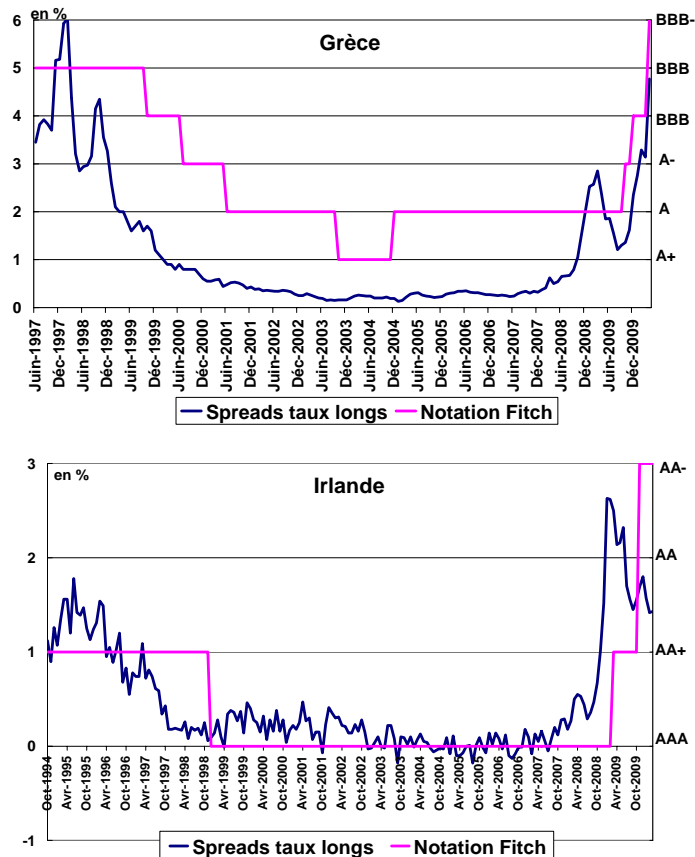
.../...

¹⁷ Le premier doit verser un capital en cas de défaut alors que le second paie un intérêt.

¹⁸ Amadou Sy (2009), « The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets », *IMF Working Paper*, IMF Institute, juin, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf.

En outre, le risque de **conflit d'intérêts** est souvent souligné par les commentateurs¹⁹ dans la mesure où les agences de notation sont **rémunérées par les entités notées**. Aujourd'hui, environ 90 % des revenus des agences de notation proviennent des frais payés par les émetteurs²⁰. Elles facturent aussi des activités de conseil, ainsi que la diffusion de données relatives à la notation. Les modalités de financement de ces agences jouent un rôle décisif sur la défiance qui entoure leur action. Auparavant, les investisseurs contractaient des abonnements auprès des agences pour avoir accès aux notations. Pour les produits structurés à l'origine de la crise de 2007, les modalités d'évaluation du risque se sont révélées particulièrement défailtantes. La taille des émetteurs est en effet suspectée d'influencer la notation et les agences ont de surcroît participé à l'élaboration des produits.

Graphique 3 : Évolution des *spreads* des taux d'obligations à 10 ans de la Grèce et de l'Irlande par rapport à l'Allemagne et de la notation des titres



Source : OCDE, Fitch Ratings

Les agences de notation (*encadré 2*) pourraient agréger l'information pertinente dans une même note et signaler de manière graduelle et en avance sur les investisseurs la montée d'un risque sur un instrument ou un émetteur particulier. Elles limiteraient de la sorte la volatilité autour de la valeur fondamentale. Les agences se comportent au contraire de manière retardée, procyclique et asymétrique et peuvent venir accroître la discrimination des États européens par les taux d'intérêt en dehors d'une analyse des fondamentaux. Les dégradations abruptes et tardives des notations « massifient » alors les mouvements de défiance, augmentant le coût de l'émission et rendant plus difficile l'accès au marché :

- les réactions des agences de notation sont tardives. En effet, les changements de notation interviennent en général après l'augmentation des *spreads* de taux d'intérêt. Par exemple, le *spread* sur les taux grecs (*graphique 3*) a diminué de près de 50 % entre octobre 1998 et février 1999, de plus de 4 points à 2 points environ, tandis que la note a été modifiée en octobre 1999. Comme le remarque aussi la Commission européenne, les notations sont abaissées *après* la

¹⁹ Securities and Exchange Commission (SEC) (2008), *Summary Report of ISSUES Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, United States Securities and Exchange Commission, juillet, www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf.

²⁰ Partnoy F. (2006), « How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers », in Fuchita Y. et Litan R. E. (dir.), *Financial Gatekeepers Can They Protect Investors ?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, <http://ssrn.com/abstract=900257>.

chute des prix des produits et la débâcle de plusieurs institutions financières²¹. Pour la *Securities and Exchange Commission*, les agences de notation consacraient peu de ressources à la surveillance des notations en comparaison de ce qui se passe lors de l'établissement d'une note initiale ;

- **les agences de notation amplifient la dynamique haussière des *spreads***. Leurs réactions procycliques ont été pointées à de multiples reprises comme facteur de panique ou *a contrario* de bulle (crise asiatique, emballement des valeurs technologiques, crise *Enron* et *Worldcom*). Elles contribuent ainsi à augmenter les investissements dans les « bons moments », participant à la surchauffe des marchés, et accélèrent la chute des marchés dans les « mauvais moments », en alimentant des mouvements de panique²² ;
- enfin, même si les changements de *spreads* sont aussi brusques à la hausse qu'à la baisse, les agences semblent **plus promptes à dégrader les notes qu'à les améliorer**.

Deux pistes peuvent être explorées pour permettre aux agences de devenir des références stabilisantes dans les périodes d'emballement des marchés.

La première piste touche à la performance **des modèles d'évaluation des risques mobilisés par les agences et au droit de regard qu'exerceraient les autorités pour vérifier leur portée prédictive**. Les processus de notation sont opaques (*encadré 2*) : même si les agences mettent en ligne une grande quantité d'informations, cette dernière demeure fractionnée et ne renseigne pas nécessairement sur le « processus de fabrication » proprement dit²³. La mesure du risque à partir des outils traditionnels de l'analyse financière n'est pas non plus nécessairement adaptée pour en saisir la dimension systémique. La stabilité des critères, l'homologation des méthodes, la transparence sur les hypothèses sous-jacentes à la mesure du risque et l'évaluation *a posteriori* des résultats, pour vérifier que la notation constitue bien un indicateur avancé du risque de défaut, garantiraient la qualité des notations. Cela permettrait d'une part un meilleur contrôle par les autorités de marché et inciterait d'autre part à une véritable différenciation des méthodes. En effet, l'exposition plus grande des agences privées les conduirait à justifier leur spécificité et pourrait contribuer à la robustesse de l'information (selon la concordance ou non des résultats). Si des garanties de transparence étaient obtenues sur ce point, elles feraient passer au second plan la question du modèle de financement des agences qui est extrêmement difficile à résoudre à moins d'envisager la possibilité d'une entité de notation publique.

La seconde piste touche à la création d'une agence indépendante à vocation européenne. Au-delà de l'oligopole que forment les agences de notation, le problème tient aujourd'hui au poids que les autorités publiques ont décidé d'accorder aux notations des émissions souveraines. En effet, les autorités monétaires se référant aux notes des titres placés en gage par les banques lors du refinancement, une dégradation de ces notes au-delà d'un seuil acceptable peut entraîner d'un seul coup une très forte défiance des investisseurs dans l'achat de ces titres. C'est la raison pour laquelle la BCE a annoncé un élargissement de la gamme des collatéraux qu'elle prenait en pension, pour éviter qu'une dégradation de la dette grecque n'ait trop d'effet sur les taux exigés par les marchés. Ainsi, la déclaration de son président, Jean-Claude Trichet, le 3 mai 2010, se voulait une réponse à la dégradation des titres publics grecs de trois crans par l'agence *Standard & Poor's* (de BBB+ à BB+, ce qui les avait fait basculer dans la catégorie « spéculative »). Elle faisait également suite aux annonces du gouvernement grec sur la mise en place d'ajustements budgétaires que la BCE jugeait crédibles : on voit bien en quoi ce jugement, étant donné le statut particulier de la BCE, pouvait sembler supérieur à celui des agences de notation. Cette mesure a cependant été explicitement présentée comme provisoire. Une solution plus pérenne pourrait consister à créer, au sein de la BCE, un service indépendant chargé de noter la dette souveraine des pays européens et de rendre publique cette information. Cela éliminerait les conflits d'intérêts liés au financement, sans pour autant nuire à la crédibilité de cette agence de notation publique : la même crédibilité dont jouit la BCE, fondée sur sa capacité d'indépendance vis-à-vis des États membres, pourrait aussi bénéficier à l'agence. En revanche, alors que la politique monétaire est indépendante des gouvernements, un tel dispositif conférerait à la BCE un pouvoir, qui pourrait être jugé exorbitant, d'influence sur les politiques budgétaires.

²¹ « Lorsque les conditions du marché se sont dégradées, les agences de notation n'ont pas su adapter leurs notations promptement » ; Commission des Communautés européennes (2008), « Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit », http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_fr.pdf.

²² Paquet J. (2009), *Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit*, Laboratoire d'étude sur les politiques publiques et la mondialisation.

²³ *Standard & Poor's* France réplique notamment que les agences n'ont jamais autant communiqué sur leur méthodologie que depuis août 2007 (tous leurs critères sont disponibles sur Internet et mis à jour en permanence).


Risque de défaut et risque de diffusion par les bilans bancaires

Au-delà du rôle déstabilisant de certains acteurs de marché, les difficultés objectives de plusieurs États et leur défaut partiel éventuel sont-ils de nature à créer un risque systémique qui se traduirait par une crise de liquidité affectant des États dont la dette est *a priori* soutenable ? Cette question s'enracine dans la crise grecque, épicerie d'un épisode de révision à échelle mondiale des risques souverains (la discrimination poussée des risques a atteint notamment les États américains). Une telle turbulence a créé l'angoisse d'un effet « papillon »²⁴ sur les marchés financiers. Des voix s'élèvent alors pour accélérer la reconnaissance du défaut grec, plaidant qu'il s'agirait d'un scénario inévitable et probablement moins coûteux en termes de croissance. D'autres craignent que les pertes bancaires ainsi occasionnées n'aggravent la restriction du crédit et n'imposent aux États de s'engager dans une nouvelle vague de recapitalisation.

Le défaut d'un État n'est pas nécessairement le scénario le plus coûteux en termes de croissance...

Les expériences passées révèlent que les effets récessifs précèdent généralement le défaut, par anticipation, mais que la croissance est ensuite rapidement de retour, au lieu d'être grevée par de multiples plans de consolidation.

Dans un papier récent, Borensztein et Panizza (2009)²⁵ regardent les coûts possibles de défaut, et notamment la perte de réputation auprès des marchés financiers et les coûts pour l'économie domestique. Pour les coûts de réputation, les pays qui ont fait défaut souffrent en termes d'accès aux marchés de capitaux internationaux, avec en moyenne un abaissement immédiat de la notation et un saut des *spreads* d'environ 400 points de base. Cet effet persiste en moyenne entre 3 et 5 ans. Sur la production, en revanche, les auteurs ne trouvent pas de relation significative entre l'occurrence d'un défaut et le rythme de croissance de la production qui suit. La contraction du PIB, au contraire, précède les défauts et la production augmente dès le trimestre au cours duquel le défaut a lieu. Cela suggère que, quel que soit les effets négatifs d'un défaut sur la production, ces résultats proviennent de l'anticipation du défaut plutôt que du défaut lui-même.

En définitive, un défaut localisé dans un petit État ne déstabilise pas nécessairement la croissance. Cependant, même si les récentes expériences suggèrent que les coûts économiques de défaut peuvent ne pas être aussi élevés que ce qui est communément pensé, il faut remarquer que dans les défauts étudiés, la reprise a été aidée par une dépréciation du change, qui n'est pas une option pour la Grèce. Reste alors pour ce pays la possibilité d'une révision en profondeur de son système d'imposition, de façon à diminuer les coûts du travail tout en rétablissant le solde budgétaire à son équilibre. La dévaluation fiscale, qui s'assimile dans les faits à une réforme de type TVA sociale, peut aussi avoir comme effet favorable, compte tenu de la baisse des charges qu'elle induit, de moins encourager le travail non déclaré. Elle ne peut néanmoins être que d'ampleur limitée.

Encadré 3 : Les coûts d'un défaut souverain, théorie et réalité

La dette publique comporte un certain nombre de spécificités concernant les garanties qui l'entourent par rapport aux contrats sur les dettes privées qui peuvent être portés devant la justice et permettre la saisie des actifs. Par contraste, les créanciers de dette publique :

- n'ont pas à leur disposition de contrat pour forcer un émetteur souverain à le respecter, en vertu notamment du principe d'immunité souveraine ;
- ont des droits mal définis sur les actifs souverains, ce qui les rend difficilement récupérables, à l'intérieur comme à l'extérieur des frontières du pays concerné.

Dès lors que les contrats peuvent difficilement être respectés, pourquoi les émetteurs souverains paient-ils et pourquoi les prêteurs acceptent-ils ? La réponse logique est que le paiement des dettes pour l'émetteur doit s'avérer moins coûteux que le défaut (Dooley, 2000)²⁶. Mais quels sont les coûts d'un défaut ? Dans un papier séminal, Eaton et Gersovitz (1981)²⁷ se sont focalisés sur les coûts de réputation et ont montré que, sous certaines conditions, **la menace d'une exclusion permanente des marchés financiers est une condition suffisante pour payer**. Bulow et Rogoff (1989)²⁸ ont souligné aussi l'éventualité de sanctions commerciales.

²⁴ Le météorologue E. Lorenz se demande en effet : « Le battement d'ailes d'un papillon au Brésil peut-il provoquer une tornade au Texas ? ». Appliquée à la crise grecque, cette métaphore souligne la disproportion entre le faible poids économique de la Grèce et les dangers qu'une contagion à d'autres plus grands pays laisse envisager.

²⁵ Panizza U. et Borensztein E. (2008), « The costs of sovereign default », *IMF Working Papers* 08/238, International Monetary Fund.

²⁶ Dooley M. (2000), « International financial architecture and strategic default : Can financial crises be less painful ? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 53, p. 361-77.

²⁷ Eaton J. et Gersovitz M. (1981), « Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis », *Review of Economic Studies*, 48, <http://cedec.wustl.edu/azariadis/teaching/e5861F107/papers/EatonGersovitzRES81.pdf>.

²⁸ Bulow J. et Rogoff K. (1989), « Sovereign debt: Is to forgive to forget? », *American Economic Review*, vol. 79, n° 1, mars, p. 43-50.

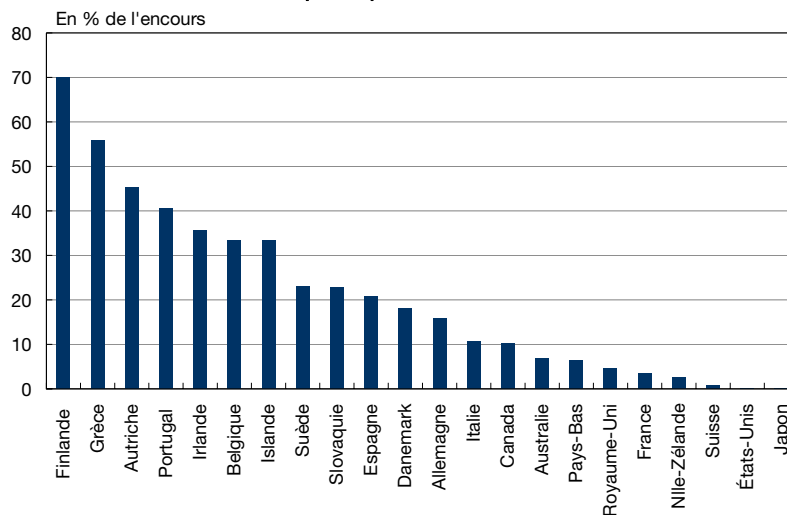
Certains modèles économiques montrent par ailleurs que les décideurs n'ont pas nécessairement les incitations pour faire défaut trop vite ou trop souvent. En réalité les politiques comme les bureaucrates tendent à différer très souvent ce qui semble être un défaut inévitable. Dans le cas de l'Argentine (entre 2001 et 2005) par exemple, même les banquiers de Wall Street ont dû persuader les autorités politiques d'accepter la réalité et d'initier une restructuration de la dette. Deux raisons peuvent expliquer cette inertie. Soit les épisodes de défaut ont des coûts politiques élevés (positif : volonté de payer et d'avoir une dette soutenable ; négatif : possible amplification du coût économique si le pari ne paie pas et plus larges coûts économiques). Soit les politiques repoussent le défaut pour s'assurer que la décision est perçue unanimement comme inévitable. Les défauts « évitables » sont en effet très coûteux en termes politiques, c'est pourquoi on n'en observe que très peu en pratique. En revanche, des défauts inévitables entraînent des pertes de réputation plus limitées. En choisissant donc le moindre des deux mauvais choix, les politiques vont repousser le défaut.

...mais la Grèce n'est pas la Californie, et la défaillance d'un État souverain pèserait sur la réputation de l'ensemble de la zone euro

Le défaut partiel d'un État souverain dans le cadre d'une union monétaire serait cependant une première. L'impact en termes de réputation de la signature de toute dette souveraine libellée en euro est de ce fait difficile à anticiper. Dans le cadre d'un État fédéral, les mécanismes de sauvegarde d'un État sont assurés. En amont, il existe des règles qui limitent l'ampleur des déséquilibres. En aval, l'État fédéral garantit de fait les titres de dette émis au niveau inférieur. Aux États-Unis, la Californie dont la note souveraine laisse envisager *a priori* un risque de défaut proche du Portugal, et qui est réputée en quasi-faillite, ne peut être assimilée à la Grèce (*encadré 4*).

En Europe, ces cadres restent à élaborer, en dépit des récents progrès (fonds européen de stabilité financière doté de 750 milliards d'euros). D'une part, les déséquilibres observés au niveau des États souverains sont d'une tout autre ampleur que ceux que l'on observe dans le cadre d'une fédération, sans qu'il existe un pouvoir discrétionnaire européen pour les réguler. D'autre part, les risques attenants aux titres émis par les pays surendettés sont portés en bilan et hors bilan par un grand nombre de banques et de fonds européens. Cette exposition au risque des pays partenaires est d'autant plus importante que les emprunteurs dont la solvabilité est contestée sont aussi ceux qui émettent le plus à l'international (*graphique 4*). Il existe donc aujourd'hui une forme de solidarité contrainte entre pays qui, lorsqu'elle se manifeste, peut être interprétée par les marchés comme l'expression d'un risque systémique imminent.

Graphique 4 : Encours des émissions publiques internationales en % du total, décembre 2009



Source : BRI

L'effet de « réputation » lié au défaut partiel d'un État est moindre lorsque le défaut est perçu comme incontournable (*encadré 3*) et se révèle bien plus lourd lorsqu'il est jugé évitable. De ce point de vue, une restructuration de la dette grecque paraît encore prématurée : il faut souligner notamment l'inconnue que constitue la situation macroéconomique réelle de la Grèce (*annexe 1*). Dans un pays qui dispose d'une importante économie cachée, les comportements sont difficiles à anticiper :

- 1/ l'évasion fiscale atteint de telles proportions que les marges d'amélioration du rendement de l'impôt sont probablement très importantes en Grèce ;
- 2/ l'impact macroéconomique d'une hausse générale de la fiscalité n'est pas aisé à anticiper. Il dépend largement du volant de liquidité déclaré ou non par les ménages. L'amélioration du

financement de la protection sociale (notamment des retraites et de la santé) peut induire une baisse de l'épargne de précaution.

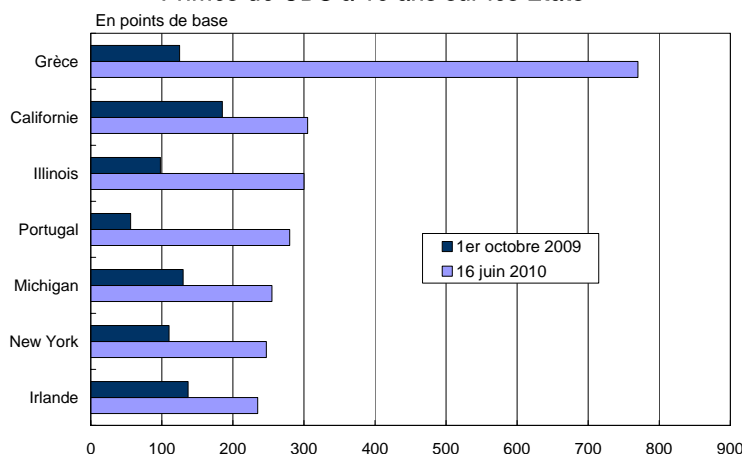
Encadré 4 : La Californie n'est pas la Grèce

L'État californien doit rendre le 1^{er} juillet sa décision concernant la façon dont il souhaite financer le déficit budgétaire prévisionnel de 19,1 milliards de dollars pour l'année fiscale débutant en juillet 2010. Il prévoit également un budget prévisionnel déficitaire en 2011 de 37 milliards (sur un budget national annuel d'environ 125 milliards). Le déficit court depuis 2009 (- 26 milliards), où il a entraîné l'impression de 108 millions de dollars d'IOU (« I owe you », reconnaissance de dette de l'État californien envers les gouvernements locaux). Cette mesure radicale avait déjà été mise en place en 2003. Pour mettre fin à ce déficit, le gouverneur Schwarzenegger a engagé un plan de coupes budgétaires de 30 milliards sur deux ans, dans les budgets d'éducation et de santé principalement. Ayant proposé en mai des coupes supplémentaires visant les dépenses d'encadrement de la petite enfance et de retour à l'emploi (2,2 milliards), le gouverneur est critiqué par les démocrates, qui soulignent sa volonté de ne pas augmenter les impôts avant son départ en janvier 2011.

Bien que placé 7^e sur la liste des États ayant le plus de probabilité de faire défaut par la *London Credit Market Analysis*, la Californie ne peut être comparée à la Grèce. En effet, le déficit budgétaire californien ne représentait que 1,1 % de son PIB en 2009 quand le déficit grec en représentait 13,6 %. En outre, la Constitution des États-Unis oblige tous les États de l'Union (hormis le Vermont), à présenter un budget à l'équilibre, ce qui relativise la situation de faillite du *Golden State* (les États américains sont donc dotés de fait d'une règle budgétaire). Par ailleurs, la loi n'autorise pas un État à se mettre en faillite (alors que les municipalités le peuvent) et ces derniers ne peuvent être poursuivis en justice. Cette immunité ne les protège pas contre une crise de liquidité. Dans ce cas, l'État fédéral intervient dans la gestion de la dette sans pouvoir néanmoins empiéter sur la souveraineté budgétaire de l'État. Dans ce cadre, il peut renégocier les échéances.

Les titres californiens comportent donc bien un risque pour leurs détenteurs et dans le contexte de la crise, les *spreads* ont augmenté. Le 16 juin 2010, selon *JP Morgan Chase*, le *spread* des CDS à 10 ans de la Californie était équivalent à celui du Portugal. La Californie n'a pas pour autant l'intention d'augmenter ses recettes fiscales (à l'exception d'une taxe sur le gaz en mars dernier). La Constitution exige en effet que les hausses d'impôts soient votées à une majorité des deux tiers dans les deux Chambres législatives de Californie – ce qui empêche donc largement de les augmenter. En conséquence, *Fitch* a dégradé sa note, déjà la plus basse des États de l'Union, de A à A-, le 9 juin, et *Moody's* l'avait également dégradée en A2, et vient de le mettre en alerte d'une possible dégradation de plusieurs crans. Mais les risques de diffusion systémiques sont limités puisque le volume des créances « douteuses » est très modeste par rapport à l'ensemble de la dette fédérale. En définitive, la crise californienne est d'abord une crise politique, que pourraient résoudre des réponses politiques, et les investisseurs le savent.

Primes de CDS à 10 ans sur les États



Source : JP Morgan Chase

Le risque de transmission de la crise via la dégradation des bilans bancaires demeure contenu

Dès lors, selon quels mécanismes un défaut partiel sur un État pourrait-il, par effet de diffusion, créer un effet domino de crise de liquidité sur la dette souveraine ? Plusieurs canaux peuvent être mentionnés :

- **la dépréciation des fonds propres** des banques européennes, au *pro rata* des pertes constatées à l'actif : les banques sont exposées à des risques de pertes en valeur ou de perte réelle (si défaut) sur leur actif et à un besoin de provisionnement qui diminue leur assise en fonds propres. Ce risque est accru pour les banques actives sur les CDS en tant que vendeuses de protection, confrontées alors à d'importantes obligations de règlement en cas de défaut partiel d'un État. Ces événements conduisent à une dépréciation des fonds propres et/ou modifient la pondération

des risques des actifs (puisque certaines notes sont dégradées). Ils diminuent au final la capacité de prêt des banques puisque cette dernière est tributaire de la valeur des capitaux propres²⁹ ;

- **le renchérissement du financement des banques au passif :**
 - o l'augmentation du volume des emprunts publics exerce un effet d'éviction qui accroît le coût de financement des intermédiaires financiers. L'importance de la dette bancaire qui arrive à échéance, dans un contexte de retrait progressif des aides publiques (État et facilités des banques centrales), peut créer un contexte particulièrement tendu ;
 - o le lien entre la hausse du coût de financement des États et celle des banques crée un environnement difficile pour les systèmes financiers des pays exposés à la défiance des investisseurs (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, les « GIPE »). On observe notamment depuis le début de la crise une grande similitude entre le risque de défaut souverain et le risque de défaut bancaire dont témoigne la corrélation entre les CDS des banques et ceux du pays où elles sont implantées. Cette corrélation exprime le fait que, le taux des emprunts d'État demeurant la référence minimale de risque dans chaque pays, sa hausse se reporte sur les autres agents³⁰. Elle exprime réciproquement le fait que la situation financière des États peut être aggravée par un besoin de soutien public des banques ;
- **l'interdépendance entre banques et États peut alimenter un « cercle vicieux » :** la dépréciation des fonds propres des banques nationales, le renchérissement du financement des banques et la dégradation de la dette souveraine sont des phénomènes qui s'auto-alimentent, puisque les banques résidentes sont en général d'importants acquéreurs de la dette publique nationale et que réciproquement l'État mutualise de fait les pertes du système bancaire quand elles dépassent un certain seuil.

Les risques de perte peuvent-ils entraîner une nouvelle vague de recapitalisation et de nouvelles mesures de soutien public ? Si la crise ne dépasse pas le périmètre des GIPE, elle semble pouvoir être absorbée par le système bancaire. Le poids des créances souveraines à risque à l'actif des banques des pays européens les plus exposés (France, Allemagne et Belgique) représenterait environ 30 % du noyau dur (*tier 1*) de leurs capitaux propres (*tableau 1*, source BRI plutôt haute ; voir *annexe 2* pour la diversité des chiffres). Si l'encours des créances souveraines sur le GIPE était déprécié d'un cinquième, l'impact négatif sur le tier 1 serait en moyenne de l'ordre de 5-6 % (sensiblement moins sur l'ensemble des fonds propres). Un tel ajustement ne nécessite pas forcément une recapitalisation, même s'il tend à renforcer la restriction du crédit. Dans cette optique, les banques françaises et européennes ont été soumises par Moody's à des tests de résistance. Selon l'agence, les banques seraient à même d'absorber les pertes potentielles « GIPE », sans devoir augmenter leur capital, « même en cas d'un scénario de pertes pires qu'attendu ».

Les pertes potentielles créent-elles un risque de réduction de la liquidité sur l'ensemble des marchés de dette publique ? Les crises sporadiques et localisées de dette souveraine et la dépréciation induite des fonds propres bancaires ne favorisent pas inéluctablement une « restriction du financement souverain ». *A priori*, le fonctionnement des règles prudentielles issues de Bâle II rend peu probable ce type de propagation. Les exigences de fonds propres étant moindres pour les créances aux États que pour les crédits aux agents privés, une dégradation des ratios prudentiels encourage plutôt un redéploiement vers la dette souveraine bien notée. Ce mécanisme atténue le risque de diffusion généralisée de la crise, mais exacerbe en revanche la différenciation des *spreads* et pénalise en conséquence les pays les plus proches de la zone de risque de défaut.

Les pertes potentielles créent-elles un risque de restriction du crédit au détriment des agents privés ? Oui, pour les débiteurs les plus risqués notamment. En retour, l'impact négatif sur la croissance réelle a des retombées sur l'activité réelle et la dette des États. C'est probablement par ce canal réel que le risque de diffusion des déséquilibres est le plus perceptible. La faillite partielle d'États de taille intermédiaire nourrit plutôt le risque de déflation larvée et d'empilement des dettes « à la japonaise ». Mais faute d'alternative, en l'absence notamment de rendements privés, les intermédiaires financiers n'ont d'autre solution que de financer ces déséquilibres.

²⁹ Le minimum de ratio de fonds propres requis selon les accords de Bâle II est de 8 % de l'encours de crédit pondéré par le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel (ratio Mc Donough, anciennement ratio Cooke).

³⁰ Discours de Christian Noyer, Conférence du Global Interdependence Centre, 17 juin 2010.

Tableau 1 : Exposition des banques, par groupe de pays, au risque souverain espagnol, grec et portugais, en % de leurs fonds propres (tier 1)

	Espagne	Grèce	Portugal
France, Allemagne, Belgique	12,1 %	8,3 %	5,0 %
Italie, Pays-Bas, Suisse	2,8 %	2,7 %	2,0 %
Royaume-Uni	3,4 %	1,2 %	0,7 %
Japon	3,4 %	1,2 %	0,7 %
États-Unis	< 1 %	< 1 %	< 1 %

Note : le tier 1 est la partie jugée la plus solide (noyau dur) des capitaux propres (capital social + résultats mis en réserve + intérêts minoritaires – actions auto-détenues – *goodwill*). Selon les accords de Bâle, ils doivent représenter 4 % des actifs ajustés du risque (les banques visent en général 7 %).

Source : *BRI*

En définitive, on imagine mal une aversion généralisée pour l'ensemble des titres d'États européens, qui demeurent une composante clé et incontournable de la diversification des portefeuilles à l'échelle mondiale. Même si les ratios prudentiels se détérioraient à la suite de pertes partielles sur certains États, ce qui est à craindre est plus une restriction du crédit en direction des agents privés et un renforcement des tendances déflationnistes.

Le risque d'emballement financier et de crise de liquidité par effet domino doit certes être anticipé pour être prévenu. Il ne doit pas néanmoins être considéré comme le plus probable. D'une part, la désillusion sur la qualité des créances titrisées crée un climat favorable au refuge sur des titres sans risque classiques, dont bénéficient les grandes signatures aujourd'hui³¹. D'autre part, la pression des marchés crée certes des risques de propagation de la crise. Mais elle aboutit finalement à une politique monétaire particulièrement expansive qui compense pour partie les efforts de consolidation budgétaire attendus des gouvernements. Ce *policy mix*, reposant sur une politique budgétaire rigoureuse et une approche monétaire autorisant une légère érosion de la dette par l'inflation, peut être favorable à la croissance. Cet enjeu du *policy mix* de sortie de crise sera abordé lors du troisième volet de cette analyse sur « La France et l'Europe face à la crise économique ».

> *Thomas Brand, Mahdi Ben Jelloul et Olivier Passet,*
Département Économie Finances
Avec l'appui de Clara Augereau

³¹ Caballero R. J. (2010), « The "other" imbalance and the financial crisis », *NBER Working Paper*, n° 15636, National Bureau of Economic Research, Inc.

Annexe 1 : Peut-on parler d'un « cas grec » ?

Pourquoi un petit pays, dont les déséquilibres sont en première analyse d'une ampleur comparable à ceux connus par l'Italie, la Belgique ou le Canada au tournant des années 1980-1990 ou ceux projetés pour le Royaume-Uni ou les États-Unis pour 2010-2011, est-il considéré comme insolvable ? Et pourquoi sa situation de crise menace-t-elle de déstabiliser l'ensemble de la zone euro ?

La première cause provient de la défiance des investisseurs à l'égard du système statistique grec. Cette incertitude concerne en premier lieu la conformité des données aux règles fixées par *Eurostat* dans le cadre des notifications au titre de la procédure pour déficit excessif (PDE) :

- un premier épisode de défiance en 2004, avait conduit l'institut européen à diligenter plusieurs missions et à émettre depuis cinq réserves sur les données notifiées ;
- les importantes révisions auxquelles a procédé la Grèce en octobre 2009 lors de sa procédure de notification n'ont pas été validées par *Eurostat*, pour qui les dernières révisions illustrent la mauvaise qualité des statistiques budgétaires ; les faiblesses méthodologiques de l'institut grec de statistiques (NSSG) et les problèmes de gouvernance (défaut de coopération et dilution des responsabilités, manque d'indépendance du NSSG et du Government Accountability Office (GAO) vis-à-vis du ministère des Finances) sont notamment incriminés ;
- les problèmes de chiffrage des comptes sociaux, les arriérés des hôpitaux, les opérations entre administrations et entreprises publiques sont notamment dans la ligne de mire des statisticiens européens ;
- demeurent enfin des données non documentées, des irrégularités, et le non-respect des règles comptables.

Pour *Eurostat*, les problèmes rencontrés par la Grèce « sont trop importants pour être résolus à l'aide des outils de contrôle standard ».

La deuxième cause, c'est l'incertitude qui entoure la mesure de l'activité et des revenus des agents privés grecs. Les autorités grecques ont à plusieurs reprises, et dans des sens contradictoires, révisé le montant du PIB grec dans des proportions inobservées dans d'autres pays développés.

La troisième cause a trait à l'absence totale d'anticipation de la contrainte démographique, qui expose la Grèce à un surcoût social, non couvert par des impôts, de l'ordre de 16 % du PIB, chiffre record au sein de la zone euro.

La dernière raison, tient au fait que la Grèce combine un déséquilibre budgétaire et un déséquilibre des paiements courants l'un et l'autre de très grande ampleur. Cela signifie qu'elle ne dégage pas l'épargne privée suffisante pour le besoin de financement de l'État, et qu'elle dépend en conséquence très fortement des investisseurs internationaux (la tolérance pour le déficit et le niveau de dette nippou est par exemple très largement liée au fait que le Japon est globalement un pays créancier du reste du monde).

Ces quatre constats débouchent aujourd'hui sur une opinion de plus en plus largement partagée selon laquelle une restructuration de la dette grecque est devenue inévitable. L'effort *ex ante* de redressement des finances risquerait d'être plus que compensé par le reflux de l'activité et donc de la base d'imposition du pays. Remettre la Grèce sur les rails de la soutenabilité suppose d'opérer à moyen terme une ponction proche de 15 % du PIB, ce qui déroge d'emblée à l'objectif recherché, puisque la soutenabilité s'apprécie au regard d'ajustements réalisables et socialement acceptables. Il est possible néanmoins que la Grèce, par ses exceptions, dispose aussi de marges de manœuvre hors norme en matière de consolidation budgétaire :

- d'une part, la méconnaissance des flux de revenus et de la situation patrimoniale des agents privés, qui a pour pendant une économie parallèle très développée, et une évasion fiscale considérable, peut conduire à relativiser le constat. La Grèce dispose en 2009 d'un taux de prélèvement obligatoire de 36,7 % du PIB, proche de celui de la plupart des pays PECO, mais très faible au regard des taux de recettes qui prévalent dans la zone euro. Cette caractéristique confirme bien que le rendement de l'impôt y est anormalement faible et que la lutte contre la fraude fiscale et en faveur du « blanchiment » de nombreuses activités informelles pourrait permettre d'extraire d'importantes ressources supplémentaires ;
- d'autre part, il est probable que si l'équilibre financier des retraites et de la santé était vraiment assuré par l'État, une partie de l'activité non déclarée et de l'épargne de précaution familiale pourrait refluer et compenser l'effet de la hausse des impôts (c'est du moins ce que l'on observe dans des pays qui sont en situation réelle de « *stress fiscal* ») ;
- enfin, il existe des marges de manœuvre spécifiques à la Grèce, notamment du côté des dépenses militaires (qui représentent 4,7 % du PIB contre 1,7 % pour la moyenne OCDE). La question du traitement fiscal à appliquer au patrimoine immobilier et mobilier de l'église est également propre à ce pays.

Paradoxalement, les failles comptables grecques peuvent laisser entrevoir en creux un fort potentiel de ressources fiscales supplémentaires. Une telle normalisation pourrait moins pénaliser l'activité que prévu si les ménages diminuaient leurs pratiques d'auto-assurance ou ponctionnaient sur des ressources non déclarées.

**Annexe 2 : Quelle est l'exposition des banques aux risques des pays du « GIPE »
(Grèce, Irlande, Portugal et Espagne) ?**

Les chiffres d'exposition du secteur bancaire varient du simple au double. Par exemple, les groupes financiers français déclarent 14 milliards d'euros d'exposition directe et indirecte au risque souverain grec et reconnaissent une exposition à hauteur de 35 milliards d'euros au risque des agents privés et publics grecs (*tableau 2 ci-dessous*). Pour la BRI, les banques françaises seraient exposées à hauteur de 31 milliards d'euros fin 2009 au risque souverain grec et à hauteur de 75 milliards d'euros à l'ensemble des risques privés et publics grecs. Sur l'ensemble des GIPE, les estimations pour les banques françaises oscillent entre 50 milliards (*The Institute of International Finance*) et 106 milliards d'euros pour la BRI, fin 2009. Pour l'IIF, les quatre pays les plus exposés au *pro rata* des fonds propres des banques seraient par ordre décroissant les Pays-Bas, l'Allemagne, la France et la Belgique. La BRI rejoint largement ce constat puisqu'elle considère la France, l'Allemagne et la Belgique comme le groupe de pays européens détenant le plus de risque souverain GIPE *au prorata* de leurs fonds propres.

Tableau 2 : Exposition « déclarée » des banques françaises au risque grec

Banques	Exposition à la dette souveraine grecque				Exposition au risque grec (public et privé)	
	Exposition directe milliards €	En % du total des actifs	Exposition directe et indirecte (filiales grecques) milliards €	En % du total des actifs	Exposition globale (publique et privée) milliards €	En % du total des actifs
Société Générale	3,0	0,27 %	Via Geniki 3,8	0,62 %	inconnue	-
BNP Paribas	5,0	0,24 %	5,0	0,24 %	8,0	0,39 %
Crédit Agricole	0,25	0,02 %	Via Emporiki 0,6	0,05 %	29,5	1,9 %
	1,4	0,13 %	1,4	0,13 %	2,1	0,2 %
dont Natixis	0,16	0,03 %			0,9	0,17 %
Total	9,7	0,17 %	14,1	0,24 %	39,6	0,69 %

Source : Communiqués des banques, mai 2010, calculs CAS