

**Darrell Duffie, professeur de finance à l'Université de Stanford aux Etats-Unis**

## «Je ne voudrais pas paraître alarmiste, mais la crise financière est loin d'être terminée»

Propos recueillis par Frédéric Lelièvre

Le Temps: 120 à 180 milliards de francs. C'est le montant estimé cette semaine par l'agence Standard & Poor's des pertes causées par la crise financière de l'été. UBS y a perdu 4 milliards à elle seule. Cette crise dite des «subprime», du nom des prêts hypothécaires de moindre qualité aux Etats-Unis, a frappé un nouveau marché, celui des dérivés de crédit. Comment fonctionne-t-il?

Darrell Duffie: Les premiers instruments de ce genre remontent au début des années 1980. Ils sont nés à New York, mais récemment, Londres est devenue le marché le plus important. Un livre, *Liar's Poker* (poker menteur) de Michael Lewis, raconte l'invention de ses obligations adossées à des prêts hypothécaires (mortgage backed securities)!

Prenons l'exemple d'une banque qui veut prêter de l'argent à des clients qui souhaitent acheter un logement. D'où tire-t-elle cet argent? Notamment du remboursement d'autres prêts hypothécaires. En rassemblant ces prêts dans des instruments financiers qu'on appelle ABS (Asset backed securities), et en vendant ces paquets de prêts hypothécaires sur les marchés financiers, aux caisses de pension, assureurs, hedge funds... la banque tire de nouveaux revenus, qui peuvent alimenter de nouveaux prêts.

– Pourquoi acheter ce genre d'instruments?

– Les investisseurs achètent plus qu'un paquet de prêts. Car un ABS offre généralement une protection contre le risque de défaut. Il est en outre possible d'ajuster cette protection en fonction de l'appétit de l'investisseur pour le risque.

Par ailleurs, il est possible d'adosser ces montages non seulement à des prêts hypothécaires, mais aussi à ceux des cartes de crédits, aux emprunts d'entreprises, ou encore aux crédits auto... bref, autant de moyens de diversifier un portefeuille financier.

Ils ont sûrement des défauts...

Il existe en particulier un risque d'aléa moral. Une fois que celui qui a créé un ABS l'a vendu, et gagné de l'argent au passage, il ne subira pas un éventuel défaut. Il a repassé la patate chaude à quelqu'un d'autre, comme on dit... Il n'est donc pas incité à regarder de trop près la capacité de remboursement des acheteurs de logement.

– D'où la crise de cet été, causée par cette sophistication incontrôlée?

– Trois événements se sont produits en même temps. Tout d'abord, la hausse des taux d'intérêt a réduit la capacité de remboursement de ceux qui s'étaient endettés pour acheter leur logement. Ensuite, le prix des maisons aux Etats-Unis a commencé à baisser, ce que prédisaient certains économistes, comme Robert Schiller, depuis un moment. Cela a empêché ceux qui ne pouvaient plus rembourser leur maison de la vendre pour s'acquitter de leur dette.

Enfin, la qualité de l'information des ABS s'est considérablement détériorée, sans doute en raison de la spectaculaire croissance de ce marché. Les incitations à créer ces produits sont devenues tellement grandes que plus personne ne faisait suffisamment attention à ce qu'il achetait, pas plus que les établissements financiers ne contrôlaient que les prêts allaient effectivement être remboursés. C'est le «côté obscur» de la diversification. Les acteurs ne sont plus responsables de suffisamment de risques pour correctement les surveiller.

Ces trois événements ont commencé à se produire au cours de l'été 2006. Cela a pris un an avant d'aboutir à la crise.

– Pourquoi?

- Cela reste en partie mystérieux. On peut, d'une part, avancer que les agences de notations n'ont pas assez vite révisé leurs appréciations à la baisse. Elles préfèrent offrir des notes assez stables dans le temps, comme le leur demande leur client. D'autre part, elles ne maîtrisaient pas les risques associés à ces produits financiers. Leurs notes n'étaient donc pas fiables. Mais j'ai un conflit d'intérêt en vous répondant, car je suis consultant pour Moody's.
- En mai, devant la Banque des règlements internationaux à Bâle, vous aviez exposé ces risques. L'ampleur de la crise qui a suivi peu après vous a-t-elle surpris?
- Pas vraiment. Mais cela aurait pu être bien plus grave sans la réaction des banques centrales. Car les problèmes du marché hypothécaire ont créé un manque de liquidités. En d'autres termes, une fois que les établissements financiers savent que des problèmes se produisent, ils ferment les robinets du crédit, mettant en difficulté des acteurs qui n'étaient pas initialement touchés par la crise. En 1929, c'est ce qui avait provoqué la grande dépression aux Etats-Unis; un phénomène que le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, a beaucoup étudié. Pour l'instant, nous l'avons évité. Toutefois, et je ne voudrais pas paraître alarmiste, mais la crise est loin d'être terminée, contrairement au sentiment qui se dégage actuellement sur les marchés. En 1929 aussi, les actions s'étaient reprises avant de chuter de nouveau.
- Que proposez-vous pour éviter qu'une telle crise se reproduise? Davantage de réglementation?
- Méfions-nous de cet outil. De nouvelles règles engendrent souvent de nouveaux problèmes. Il faudrait plutôt que les investisseurs fassent mieux la différence entre les produits. Ils doivent aller au-delà des notes, ces AAA ou A +, et ne pas leur faire aveuglément confiance.
- Et si la réglementation apportait plus de transparence?
- Ce serait utile. On pourrait notamment imaginer de meilleures normes comptables.
- Certains proposent de revoir le système de notation, en introduisant plus de concurrence entre les trois agences qui se partagent aujourd'hui le marché?
- Plus de concurrence, qui forcerait en théorie les acteurs à produire de meilleures évaluations des risques, ne résoudra rien.

Actuellement, toutes les grandes maisons de notation s'efforcent de faire un bon travail pour conserver leur réputation. Si Standard and Poor's (S & P), par exemple, ne le faisait pas, elle pourrait ne plus recevoir de commissions pour ses évaluations. Plus la valeur de sa réputation est grande, plus elle a donc à perdre à rendre de mauvaises notes. Si on découpe S & P en une centaine d'agences en concurrence, chacune d'elle n'a plus que 1% de sa valeur de réputation. Elles sont donc peu incitées à rendre des notes exactes. Actuellement, les trois grandes agences (ndlr: la troisième est Fitch) sont déjà en concurrence.

Les maisons de notation devraient plutôt améliorer leurs modèles d'évaluation. En particulier pour tenir compte des corrélations entre les parties qui constituent ces nouveaux produits financiers. Les banques, elles aussi, sont pour la plupart mal équipées techniquement pour vraiment comprendre les risques pris.

*Darrell Duffie. «Les agences de notations n'ont pas assez vite révisé leurs appréciations à la baisse.»*

Lausanne, 9 octobre 2007

Bertrand Cottet/strates

© Le Temps, 2007