

« Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la crise... sans jamais oser le demander »

*Denis Kessler*

*Président Directeur Général  
SCOR*

4<sup>ème</sup> université d'été Financière de l'échiquier  
1<sup>er</sup> juillet 2009

**SCOR**

# Sommaire

---

- Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer
- Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné et dont nous devons tenir compte à l'avenir
- Ce que nous ne savions pas, que nous ne connaissons toujours pas, mais que nous ne pouvons désormais plus ignorer

# Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer (1/5)

---

## *Ce qui relève du bon sens séculaire*

*Ce que je pensais que nous aurions dû tous savoir :*

- ▶ L'économie est cyclique
- ▶ Les prêts aux ménages désargentés sont rarement remboursés
- ▶ On ne doit pas prendre de risque que l'on ne connaît pas ou que l'on ne comprends pas

*Mais j'ai découvert avec la crise que beaucoup l'ignorait ou avait feint de l'ignorer:*

- ▶ Beaucoup ont géré leurs affaires sans constituer un matelas de sécurité pour les moments difficiles
- ▶ Beaucoup ont crû que le meilleur investissement était d'acheter des produits de titrisation adossés sur de tels prêts (subprimes, Alt A, Helocs,...)
- ▶ Beaucoup se sont désinvestis des supports traditionnels (actions) pour investir dans les produits structurés sur la base d'une notation non étayée par un track record suffisant.

# Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer (2/5)

---

## *Ce qui aurait dû être connu par tous*

*Ce que je pensais que nous aurions dû tous savoir :*

- ▶ Les résultats des modèles sophistiqués, des calculs complexes doivent toujours être interprétés avec prudence
- ▶ L'évolution économique n'est pas linéaire, elle est affectée par des « bruits blancs »

*Mais j'ai découvert avec la crise que beaucoup l'ignorait ou avait feint de l'ignorer:*

- ▶ Beaucoup d'entreprises ont procédé à des arbitrages conséquents sur la base de différences mineures qui n'étaient pas statistiquement significatives
- ▶ Beaucoup ont sous-estimé l'importance que ces « bruits blancs », comme la fraude Madoff ou l'élection d'Obama, peuvent avoir sur leurs comptes

# Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer (3/5)

---

## *Ce qui aurait dû être connu par les experts*

*Ce que je pensais que les experts savaient :*

- ▶ Une politique monétaire laxiste alimente toujours un cycle du crédit qui engendre un boom suivi d'une contraction de l'activité
- ▶ L'Etat vient systématiquement au secours de ce qui sont « too big to fail »

*Mais j'ai découvert que beaucoup d'experts compétents l'avaient oublié:*

- ▶ Beaucoup ont crû en une nouvelle « théorie économique » selon laquelle l'excès de dette, alimenté par la politique monétaire américaine, était bon pour la croissance à long terme
- ▶ Les ministres des finances ne l'avaient pas anticipé et se sont laissés surprendre lorsqu'ils furent contraint de l'appliquer aux banques en grande détresse

# Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer (4/5)

---

## *Ce qui aurait dû être connu par les experts*

*Ce que je pensais que les experts savaient :*

- ▶ Les politiques interventionnistes de type « *Greenspan put* », comportent un risque moral important
- ▶ Les pouvoirs publics devraient éviter d'inciter les transferts de risques de ceux qui les connaissent vers ceux qui ne les connaissent pas

*Mais j'ai découvert que beaucoup d'experts compétents l'avaient oublié:*

- ▶ Beaucoup ont loué les vertus de ces politiques pour piloter le cycle et furent surpris par l'ampleur des risques qu'elles ont incité les banques à prendre
- ▶ Les autorités en charge de la supervision ont encouragé les banques à délester leur bilan des crédits risqués, comme les « *mortgages* », vers le marché via la titrisation

# Ce qui aurait dû être connu, mais que beaucoup ignorait ou ont feint d'ignorer (5/5)

---

## *Ce qui aurait dû être connu par les experts*

*Ce que je pensais que les experts savaient :*

- ▶ Il est important de disposer d'un plan de continuité en cas de crise
- ▶ Les risques les plus extrêmes ne sont pas des risques isolés mais des risques qui se re-corrèlent quand on atteint les queues de distribution

*Mais j'ai découvert que beaucoup d'experts compétents l'avaient oublié::*

- ▶ Les pouvoirs publics n'avaient pas de plan et ont tout fait pour échapper à cette responsabilité entre août 2007 et septembre 2008. Le « Risk Management Public » est déficient.
- ▶ Les experts ont ignoré cette donnée et furent surpris quand la crise a éclaté sur fond de re-corrélation entre les risques financiers

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (1/7)

---

## *Les choses que nous aurions peut être dû savoir*

### *Ce que nous aurions dû savoir :*

- ▶ L'économie est désormais globalisée, la crise également... sa thérapie devrait l'être aussi
- ▶ Les instruments de couverture sont une bonne chose... mais ils ont leurs limites, les dérivés de crédit comme les autres

### *Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ Les remèdes appliqués reposent encore sur des politiques d'un autre âge, souvent inefficaces : soutien de la demande domestique et des industries déclinantes
- ▶ On ne peut plus croire que tout le monde est protégé en même temps contre le risque de crédit. Oui les risques de contrepartie existent !



# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (2/7)

---

## *Les choses que nous aurions peut être dû savoir*

*Ce que nous aurions dû savoir :*

- ▶ Les expositions hors bilans sont dangereuses en raison de leur opacité et leur non assujettissement à des normes prudentielles.
- ▶ Les contreparties non identifiées sont dangereuses : l'opacité qui entoure le risque non identifié couvre les risques les plus dangereux.

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ Les « superviseurs » et les agences de notation vont être obligés de revenir sur le fait qu'ils considéraient les « actifs » hors bilan comme étant sans risque.
- ▶ On ne peut désormais plus considérer les risques de contrepartie non identifiés comme un risque moyen normal

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (3/7)

---

## *Les choses que nous aurions peut être dû savoir*

*Ce que nous aurions dû savoir :*

- ▶ De nombreuses analyses avaient bel et bien montré que les nouvelles normes comptables et prudentielles étaient pro-cycliques
- ▶ La liquidité de la titrisation a fortement fluctué au cours de la dernière décennie, fournissant une source discontinue de liquidités sur les marchés
- ▶ Les conglomérats financiers ont toujours été réputés pour leur dangerosité (« double gearing »), en dépit de leur bénéfice de diversification

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ Les autorités européennes ont été contraintes d'adopter dans l'urgence des mesures limitant ces effets pro-cycliques
- ▶ Le collapsus de la titrisation a asséché 30-35% de la liquidité US et 10-15% de la liquidité européenne
- ▶ La crise confirme leur risque spécifique et les limites de leur diversification en raison de la re-corrélation des risques financiers en situation de stress extrême

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (4/7)

---

## *Les choses que nous pouvions ne pas savoir*

*Ce que par erreur nous pensions savoir :*

- ▶ Nous étions capables de contrôler le comportement des nouveaux produits financiers sophistiqués
- ▶ Les modèles internes permettent d'anticiper les risques extrêmes
- ▶ Les dégradations de notation individuelles sont sans conséquences macro-économiques

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ Les produits structurés ont des comportements non-continus et anormaux en situation extrême
- ▶ Les modèles internes et les générateurs de scénarios ont une capacité réelle mais limitée à anticiper ces situations, elle doit être améliorée
- ▶ Les conséquences de la dégradation des « mortgage » et des « monoliners » a montré l'existence d'un risque systémique lié à la perte de crédibilité de la notation

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (5/7)

---

## *Les choses que nous pouvions ne pas savoir*

*Ce que par erreur nous pensions savoir :*

- ▶ On peut laisser les banques d'investissement et les rehausseurs de crédit (« monoliners») faire faillite
- ▶ Après le choc de 2000-2003, les analystes ont estimé que la (ré)assurance était une activité plus risquée que la banque.

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ La crise nous enseigne que l'on ne peut pas maîtriser le défaut d'un rehausseur de crédit ou d'une banque d'investissement
- ▶ La crise démontre que la (ré)assurance est moins risquée car moins sensible au risque de liquidité (sauf dans des conditions exceptionnelles lorsque l'actif et le passif sont simultanément touchés)

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (6/7)

---

## *Les choses que nous pouvions ne pas savoir*

*Ce que par erreur nous pensions savoir :*

- ▶ Pour renflouer le système bancaire, nous pensions que l'injection de fonds publics était la meilleure solution
- ▶ Grâce à la régulation et à la politique keynésienne, nous pensions avoir éradiqué le risque systémique de nos économies avancées

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ La crise a démontré que la « caution » est probablement plus efficace : incitations plus fortes des dirigeants, aléa moral plus faible, coûts moins élevés
- ▶ Nous avons découvert que nos instruments économiques traditionnels sont inefficaces et que ce risque ne peut probablement pas être éradiqué

# Ce que nous ne savions pas, que la crise nous a enseigné, et dont nous devons tenir compte à l'avenir (7/7)

---

## *Les choses que nous pouvions ne pas savoir*

*Ce que par erreur nous pensions savoir :*

- ▶ Nous pensions que la diffusion d'une formation financière actualisée permettrait d'améliorer la sécurité financière
- ▶ Nous pensions que les petits pays disposaient d'un avantage comparatif en raison de leur capacité à pratiquer des politiques de faible taxation et de réglementation « light »

*Ce que la crise nous a enseigné, que nous ne pouvons plus ignorer à l'avenir*

- ▶ Nous avons découvert qu'elle pouvait être également à l'origine d'un risque systémique du fait de l'homogénéisation des modes de pensées et de la corrélation des comportements financiers qu'elle introduit ( le « panurgisme » )
- ▶ Nous avons appris que cette attractivité peut se retourner en temps de crise extrême, ces pays étant incapable d'offrir un support adapté à des structures largement internationalisées

## Ce que nous ne savions pas, que nous ne connaissons toujours pas, mais que nous ne pouvons pas ignorer (1/4)

### *La connaissance que nous aurons acquise en sortie de crise*

*Ce que nous ne savions pas et que nous ne connaissons toujours pas : Mais que nous ne pouvons pas ignorer :*

- ▶ Quelle sera la durée de la crise ? La courbe sera-t-elle en forme de U, de V, de W, de L ou de racine carré ?
- ▶ Des idées mais pas des certitudes : cette crise pourrait être longue et profonde
- ▶ La résurgence des tensions inflationnistes se manifestera-t-elle dès la sortie de crise ?
- ▶ Des signaux le laissent à penser : création monétaire, dette publique, mondialisation inflationniste... En même temps, une crise prolongée peut refroidir les tensions inflationnistes
- ▶ La titrisation a-t-elle un avenir ?
- ▶ C'est un instrument efficace mais en même temps la faible crédibilité que l'on peut accorder à la notation des véhicules handicape son retour

## Ce que nous ne savions pas, que nous ne connaissons toujours pas, mais que nous ne pouvons pas ignorer (2/4)

### *La connaissance que nous aurons acquise en sortie de crise*

*Ce que nous ne savions pas et que nous connaissons toujours pas :*

- ▶ Quel sera le nouveau paysage concurrentiel ? Quelles seront les industries gagnantes et perdantes ?
- ▶ Quel sera le nouveau modèle de réussite d'une entreprise ?  
Américain, européen, asiatique ?  
Gouvernance d'entreprise ?  
Gestion des risques de l'entreprise ?

*Mais que nous ne pouvons pas ignorer :*

- ▶ Les industries soutenues aujourd'hui par les Etats sont probablement appelées à être classées du côté des « perdants »
- ▶ Le marché du « bon business model » à venir est ouvert !



## Ce que nous ne savions pas, que nous ne connaissons toujours pas, mais que nous ne pouvons pas ignorer (3/4)

### *La connaissance qui ne sera pas disponible avant la prochaine crise*

*Ce que nous ne savions pas et que nous connaissons toujours pas :*

- ▶ Quel niveau atteindra le prix du baril de pétrole ? Et les prix des matières premières ?
- ▶ Quel est l'avenir de la coopération internationale ?

*Mais que nous ne pouvons pas ignorer :*

- ▶ C'est une source majeure de risque pour nos économies. Ce qui est alarmant, c'est la sensibilité du prix du baril à des consolidations infimes de l'activité et la discipline des pays de l'OPEC
- ▶ Pas une grande réussite jusqu'à aujourd'hui. Un besoin important, un intérêt renouvelé de certains gouvernements (Etats-Unis) mais la menace d'un regain protectionniste (« buy American », « buy Chinese »...)

## Ce que nous ne savions pas, que nous ne connaissons toujours pas, mais que nous ne pouvons pas ignorer (4/4)

### *La connaissance qui ne sera pas disponible avant la prochaine crise*

*Ce que nous ne savions pas et que nous connaissons toujours pas :*

- ▶ L'Union Monétaire Européenne est-elle réellement en risque en cas de crise prolongée ?
- ▶ Dans quelle mesure les économies émergentes présentent-elles un risque de déstabilisation pour les économies plus avancées ?

*Mais que nous ne pouvons pas ignorer :*

- ▶ Risque dont la matérialité est faible mais non nulle, notamment dans l'hypothèse de l'explosion insoutenable de la dette publique dans certains pays de la zone euro en cas de crise prolongée
- ▶ Les vecteurs potentiels de déstabilisation sont : tensions inflationnistes, notamment sur le pétrole, les matières premières et les produits alimentaires, induites par leur croissance rapide. Pression à la baisse du pouvoir d'achat dans les économies avancées avec impacts sociaux éventuels

## Conclusion

---

*A Prozac a day keeps the Economists away*