

**Séminaire
Vie des Affaires**

*organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Algoé²
Alstom
ANRT
AREVA²
Cabinet Regimbeau¹
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"
(Renault-X-HEC)
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
ESCP Europe
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
France Télécom
FVA Management
Roger Godino
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Paris-Ile de France Capitale Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF¹
Thalès
Total
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} mai 2010)

QUELLE BANQUE POUR L'APRÈS-CRISE ?

par

Georges PAUGET

Directeur général du groupe Crédit Agricole S. A.

Séance du 19 février 2010

Compte rendu rédigé par Yves Dougin

En bref

Pour tirer les leçons des épreuves des banques depuis l'éclatement de la bulle des *subprimes*, Georges Pauget sort du silence traditionnel des banquiers avec deux ouvrages. Dans *Faut-il brûler les banquiers ?* (Éditions JC Lattès, 2009), il montre comment s'enchaînent les surendettements des ménages et des États, les imprudences des banquiers ou de la FED, la myopie des agences de notation, les défaillances des régulateurs et même celles de la théorie financière qui a anesthésié la vigilance des acteurs. Dans *La banque de l'après-crise*, (Revue Banque, 2009), il s'interroge sur les mesures qui vont être prises pour parer aux risques systémiques. Il en déduit que le modèle de la banque universelle, en faveur en Europe et qui a le mieux résisté à la crise, est inadapté car trop compliqué à gérer et mal valorisé par les marchés : l'avenir serait aux banques qui combinent deux, et seulement deux parmi trois métiers, la banque de détail, la gestion d'actifs et la banque d'investissement.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restent de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Georges PAUGET

En guise d'introduction, permettez-moi d'exprimer un certain nombre de craintes et de doutes. Les craintes, tout d'abord. La première porte sur la reprise économique qui est à mon sens largement artificielle. Elle est, pour le moment, exclusivement dépendante de l'action conjointe des déficits publics et des facilités monétaires. Personne ne sait si, et comment, les mécanismes économiques sous-jacents reprendront leur cours normal.

Ma seconde crainte concerne les déficits publics, qui atteignent des niveaux très importants dans certains États, en particulier ceux qui étaient endettés avec la crise. Les mécanismes de marché montrent que les banques sont extrêmement peu actives sur ce sujet. Elles mettent en revanche en évidence le rôle des *hedge funds* et des opérateurs de marché qui peuvent jouer sur la signature des États sans risque majeur. Ceci montre qu'il est à l'évidence utile de réguler le secteur financier dans son ensemble.

L'impact des travaux de Bâle

Ma troisième crainte est plus directement liée au sujet qui nous préoccupe puisqu'elle porte sur la façon dont le dispositif de régulation est justement en train de se construire. L'impact des projets du Comité de Bâle est à ce jour absolument stupéfiant. Deux réflexions y sont menées en parallèle. L'une pour accroître la solvabilité des banques, c'est-à-dire augmenter leurs fonds propres, l'autre pour sécuriser leur liquidité. Ce qui est frappant, c'est qu'aujourd'hui ces deux approches sont traitées indépendamment l'une de l'autre. Or elles ont bien évidemment un effet économique global. Pour le système bancaire français, les conséquences d'un tel cloisonnement sont très claires. Aujourd'hui les établissements hexagonaux disposent de 170 milliards dans ce que nous appelons le *Tier one*, c'est-à-dire le noyau dur des fonds propres. Si nous appliquons les règles envisagées par Bâle, nous devons rajouter 100 milliards, puis de nouveau 70 milliards de *Credit Valuation Adjustment*, cette couche supplémentaire de fonds propres demandée par le Comité afin de sécuriser la frange extrême de la volatilité. Cela veut dire en clair qu'aux 170 milliards actuels, il faudrait rajouter 170 milliards sur la base du calibrage actuel. C'est tout simplement irréaliste compte tenu de l'état des marchés financiers. Les nouvelles dispositions de Bâle en matière de liquidité conduiraient à l'émission de dettes à moyen terme de l'ordre de 700 milliards. Un montant considérable. Nous avons essayé de mesurer l'impact de ces mesures sur la croissance économique. Les premiers calculs réalisés par des économistes des grandes banques pour le compte de la Fédération Bancaire Française montrent un impact négatif sur le produit intérieur brut de 1,50 % immédiatement, et de 6 % sur la durée. Cela signifie que la mécanique qui est à l'étude présente des risques majeurs en termes de financement de l'économie.

Des défauts de coordination

Les doutes, à présent. Ils portent tout d'abord sur le pilotage de ces mécanismes de régulation et sur la façon dont ils se mettent en place. En se limitant aux questions de principe, la réunion du G20 de Pittsburg, en octobre, proposait des choses assez cohérentes. Or, l'initiative prise par le président Obama sur les conseils de Paul Volcker (sur le risque que font courir les établissements dont la taille est trop importante, ndlr), se situe complètement en dehors de ce schéma-là. Nous sommes là face à des défauts de coordination manifestes. Alors même que le *Financial Stability Board*, qui rassemble les banques centrales des pays du G20, explique que le risque systémique s'appréhende mal et qu'il est extrêmement difficile d'avoir des approches quantitatives stables, vous avez aussitôt un certain nombre de régulateurs qui font comme si nous savions identifier ce risque. Mais ce qui m'inquiète davantage encore, c'est lorsque les responsables politiques, les décideurs ultimes, passent du doute scientifique raisonnable à la certitude. Ce passage se fait, de mon point de vue, sans précaution suffisante.

Questionner notre modèle

L'expression de ces craintes et de ces doutes constitue en quelque sorte une mise en perspective du travail que j'ai effectué l'an dernier. Le point de départ de ma démarche est tout simplement une réflexion de chef d'entreprise, qui s'interroge pour savoir comment et pourquoi le modèle de gestion stratégique du groupe qu'il dirige a été impacté, ou non, par la crise. J'ai tout d'abord observé ce qui s'est passé pendant la période de crise en m'appuyant sur deux sources : sur les travaux académiques faits sur le sujet d'une part, et d'autre part sur ma propre expérience de cette crise, pendant laquelle je me suis trouvé aux premières loges. Les conclusions auxquelles je suis arrivé m'ont d'autant plus intéressé qu'elles ne correspondaient pas à mon intuition de départ. J'étais devant quelque chose de nouveau.

Discrimination positive et taux d'intérêt

Le point de départ de cette crise est intéressant à analyser. Je veux parler de l'idée du gouvernement américain d'offrir à 70 % de la population la possibilité de devenir propriétaire, que tout le monde partage et qui s'appuie sur la meilleure intention du monde. Sa mise en application, en revanche, est étonnante. Pour interdire la discrimination, on produit des lois qui pénalisent les banques dont le niveau de crédit aux communautés défavorisées est insuffisant. Du coup, un certain nombre d'acteurs spécialisés se développent sur ce créneau, et leurs actifs sont rachetés par les banques qui veulent satisfaire à cette obligation légale. C'est ainsi que la mécanique s'enclenche. Second mouvement intéressant : la politique monétaire. Pour lutter contre les effets négatifs ou potentiellement négatifs de l'éclatement de la bulle internet, la Réserve fédérale pratique une politique monétaire accommodante en utilisant l'arme des taux d'intérêts. C'est aussi le moment où l'on élève en dogme la règle de Taylor, qui veut que l'on pilote à la fois les aspects budgétaires et monétaires en recherchant le taux d'intérêt optimum. Tout cela va voler en éclats au moment de la crise, comme tout le reste.

Un an de retard sur le début de la crise

Il est également intéressant de constater que six mois se sont écoulés entre l'apparition des premiers indicateurs de détérioration de la situation sur le marché immobilier et leur prise en compte par le marché. La plupart des acteurs du marché situent d'ailleurs le début de la crise au mois d'août 2007, soit près d'un an après la dégradation des sous-jacents. Avant la crise, les *back testing*, ces outils de contrôle qui permettent de tester et d'actualiser des modèles financiers à partir de données historiques, mais aussi de simuler des scénarios d'investissement, sont impeccables. Pour une raison assez simple. Nous sommes face à des marchés dont la volatilité est certes supérieure à celle des périodes antérieures, mais pas suffisamment pour sortir des hypothèses de base du modèle brownien utilisé par des agences de notation comme Fitch ou Moodys. Pour les acteurs opérationnels, il n'y avait donc aucune raison de s'inquiéter. L'appréciation du risque étant considérée comme bonne, les premiers signaux de la crise vont être interprétés comme des signaux faibles. Les banquiers, tout comme les régulateurs, ont donc sous-évalué le risque bancaire et le risque systémique.

Incertitudes et pertes des repères

Alarmés par les dégradations en chaîne émises par des agences de notation, qui interviennent donc pour l'essentiel au second trimestre 2007, les opérateurs de marché se rendent compte que ce qu'ils imaginaient être un actif sans risque devient un actif toxique. Il y a là un premier phénomène d'incertitude et de perte de confiance. Dès lors, la mécanique se met en marche. Puisqu'une bonne partie de ces actifs sont sur des marchés OTC¹, c'est-à-dire des marchés de gré à gré, les banques d'investissement qui fixent le prix de ces actifs au jour le jour, ne savent plus non plus en fixer la valeur. Elles élargissent donc leur fourchette de prix, mais comme plus personne ne rentre dans cette fourchette, le marché s'arrête brutalement. L'afflux d'informations émises par les agences de notation prive les acteurs de marché de tous leurs

¹ Marché *over the counter*, où les négociations se font de gré à gré.

repères. Comme ces produits sont récents, il n'y a pas de référence historique et donc on ignore où se situe le point bas. C'est cette absence de repère qui constitue l'élément de blocage. Le système s'arrête. Il s'agit donc bien d'une crise systémique de marché. Il est important, dans l'analyse à laquelle nous nous livrons, de bien dissocier le risque systémique bancaire, qui touche les établissements, du risque systémique de marché, que je viens de décrire.

Les régulateurs trompés par les mêmes modèles

Force est de constater que les régulateurs se sont trompés avec nous, et en même temps que nous, tout simplement parce que nous étions sur le même corpus théorique, qu'il est d'ailleurs facile de démolir après coup. Le scénario est limpide : vous disposez d'une recherche théorique. Les praticiens la simplifient un peu pour la rendre opérationnelle. Les Américains excellent en la matière. Tout cela devient des outils industriels que nous sophistiquons, que nous testons et que nous complexifions, sans pour autant retravailler les hypothèses de base. Lorsque vous regardez l'ensemble de la séquence avec un regard d'épistémologiste, vous constatez que vous avez en fait des hypothèses économiques frustes, avec un appareillage mathématique extrêmement complexe et pointu. En fin de parcours, le déséquilibre est facile à détecter. Cependant, lorsque vous êtes "sur le chantier", vous considérez que vous disposez de modèles qui marchent, et vous cherchez à les améliorer, mais suivant la même logique. Tant qu'il n'y a pas de défaillance, vous n'avez aucune raison de sortir du cadre.

Les erreurs additionnées

Ces modèles supposent l'efficacité des marchés, c'est-à-dire qu'ils supposent que les prix ont une vraie valeur économique. S'agissant des actifs financiers, cette hypothèse est fautive car ils n'ont rien à voir avec les marchés réels. Ce sont des marchés d'anticipation et d'opinion. Le point de départ est assez simple : vous anticipez le rendement d'un actif. Comme il s'agit d'une prévision, vous pouvez vous tromper. Lorsque vous actualisez votre prévision, vous pouvez vous tromper une seconde fois avec le taux d'actualisation. Vous avez donc potentiellement additionné deux erreurs par rapport aux valeurs fondamentales. Puis, vient la confrontation avec le marché. Soit la majorité des acteurs est acheteuse et vous avez un marché haussier, soit la majorité est vendeuse et vous avez un marché baissier. La réalité est là. Les marchés financiers sont extrêmement complexes puisque vous n'avez pas la même corde de rappel que sur un marché physique. Cette corde de rappel est encore moins présente lorsque les politiques monétaires sont accommodantes, puisque vous êtes alimenté en matière première de façon continue. Les choses changent lorsque les taux d'intérêts montent. Cela peut d'ailleurs être un facteur déclencheur de crise. Mais il y en a d'autres.

Payer "au pied du camion"

On a parfois le sentiment que les banquiers ont laissé faire. Je voudrais corriger cette impression. En France, nous avons rapidement décidé de réduire de façon drastique les lignes sur les banques américaines, moi le premier. Je peux vous dire qu'il y avait de très grandes banques américaines qui étaient dans l'établissement que je dirige en position de "*do not deal*", interdisant tout mouvement sauf pour des opérations en cash. Dans une entreprise en difficulté, nous aurions appelé cela "payer au pied du camion". Voilà quelle était la situation à ce moment-là. J'ai fait une seule exception pour une banque française, qui, de notoriété publique, était bien malade, et pour laquelle j'ai considéré que, si nous réduisions les lignes, c'était le système bancaire lui-même que nous fragilisions. Mon comportement n'est pas un comportement isolé. Dans le cas de Lehman Brothers, les banques américaines étaient prêtes à prendre une partie du fardeau, c'est-à-dire quelques dizaines de milliards de dollars, pour que le système tienne. Tout ceci pour dire que nous n'étions pas complètement inconscients des phénomènes, sans pour autant les assumer complètement : la limite, c'est la fragilisation de l'établissement que vous dirigez.

Nos modèles d'évaluation du risque en faillite

Voilà pour l'analyse vue du banquier. J'en tire une conclusion majeure : cette crise consacre la faillite de nos modèles d'évaluation du risque. Lorsque vous êtes dirigeant d'une banque cotée, vous entreprenez la même démarche qu'un analyste : pour chacune de vos activités, vous analysez son potentiel de développement, son produit net bancaire, ses charges, puis vous retronchez les risques. Dans cette démarche classique d'entreprise industrielle et commerciale, qui est la démarche dite de la "*sum of the parts*", le risque apparaît comme une résultante. Il est déduit de l'analyse historique. Les publications des banques, notamment avant la crise, en apportent une preuve indirecte en parlant de "risque normatif", c'est-à-dire d'un risque qui efface le cycle. Avant la crise, on considérait que ce type d'évènement correspondait à 40 ou 50 points de base sur une moyenne période. Comme il s'agissait du résultat d'une analyse historique, le raisonnement de tous les chefs d'entreprises bancaires était le même.

L'interprétation du risque

Ce qui est frappant dans cette démarche, c'est que si le risque est implicite, il n'est pas explicite dans le raisonnement. Dans la mesure où l'analyse de la crise montre la défaillance de notre appréhension du risque, je me suis dit qu'il pouvait être intéressant de placer le risque en majeur, plutôt qu'en mineur. Avec mes équipes, nous avons donc essayé de recomposer les comptes d'exploitation de 50 grandes banques en fonction du risque auxquels ces établissements sont exposés. En les classant, par type de risques :

- le risque de marché pour les activités de banque d'investissement et de financement au sens le plus réducteur ;
- le risque de contrepartie pour l'ensemble de la banque de détail et la banque de financement ;
- le risque opérationnel, enfin, pour tout ce qui concerne les comptes de tiers, l'essentiel de l'*asset management* de l'assurance, les sociétés de Bourse ou les *brokers*.

Nous avons ensuite essayé de voir si le marché interprétait correctement ces mécanismes de risque.

Le marché valorise le spécialiste

Cette analyse nous indique plusieurs choses, et en premier lieu le fait d'être très spécialisé est bien apprécié par le marché. Nous avons fait le test à la fois sur une période assez longue (6 à 7 ans), mais aussi pendant la crise. Ce qui est intéressant, c'est que pendant cette dernière période, les conclusions ne sont pas remises en cause. J'ai cru que le marché allait changer d'opinion, mais le modèle spécialisé est resté très valorisé par le marché, certainement parce que les analystes se disent qu'il s'agit d'un modèle pur.

Deux risques valent mieux que trois

Les autres modèles correctement valorisés sont les banques de marchés et les banques de contrepartie lorsqu'elles y ajoutent une activité de gestion pour compte de tiers, fortement appréciée à cause de la période très faste de l'*asset management*. C'est un peu moins vrai pendant la période de crise, mais la tendance devrait se maintenir parce que tous les sous-jacents démographiques, les problématiques de retraite, vont créer une demande naturelle. Nous nous apercevons aussi que le marché ne pénalise pas les banques qui cumulent deux risques, c'est-à-dire que l'introduction d'un deuxième risque n'est pas pénalisée par le marché. En revanche, le modèle de banque universelle avec trois types de risques est le moins bien valorisé en moyenne. J'imaginai au contraire que le modèle qui diversifiait le plus était le mieux perçu, ce qui n'est pas le cas. Le modèle qui équilibre le mieux le rendement et le risque est celui qui gère deux types de risque et non trois.

Les banques vont devoir choisir

Ces résultats sont difficiles à interpréter. Je pense néanmoins que si l'exigence de fonds propres est renforcée, comme l'on peut s'y attendre, les dirigeants des banques vont être obligés de choisir. Ils devront présenter aux marchés des domaines d'excellence. Leurs modèles ont, par conséquent, vocation à se simplifier. C'est la raison pour laquelle j'ai affirmé que, d'une banque universelle, nous pouvions devenir une banque multispécialisée, plus simple dans sa compréhension et dans le management de ses risques.

DÉBAT

Un intervenant : *J'avais cru comprendre au contraire qu'une banque qui pratique plusieurs activités équilibrerait ses risques. Que valorise le marché au juste ? La prudence d'une banque ou sa capacité à prendre des risques ?*

Georges Pauget : C'est tout le problème. Les analystes préfèrent les modèles simples et faire eux-mêmes leur diversification. La pression du marché, notamment anglo-saxon, favorise les *pure players*. Le problème c'est de trouver le bon équilibre entre la valorisation et les risques auxquels on s'expose.

À la recherche du modèle

Int. : *Si les banques européennes ont mieux résisté que les banques américaines, c'est peut-être parce qu'elles étaient plus diversifiées ?*

G. P. : Pas uniquement. Prenons l'exemple de l'immobilier. Les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne présentent des défaillances majeures dans ce domaine et proposent à peu près la même approche de financement, fondée sur des taux variables basés sur la valeur des actifs. À l'inverse, le modèle français s'appuie sur le revenu de l'emprunteur. La valeur de l'actif n'est qu'une contrainte de second niveau. Il y a eu, bien sûr, des diversifications, mais nous n'avons jamais dérapé sur le plan du crédit immobilier. Or, dans une banque du style universel à la française, le crédit immobilier représente 40 à 50 % du portefeuille de crédit. Cela constitue un élément majeur de la stabilité du système. Pendant la crise, la branche qui regroupait leurs activités de CDO² a été la plus touchée. Le reste a mieux résisté. Aux États-Unis, deux piliers se sont effondrés simultanément : l'immobilier, puis les marchés qui ont été entraînés.

“À quel moment je m'arrête ?”

Int. : *N'y a-t-il pas une autre caractéristique française, notamment dans la part des finances publiques dans le financement du logement, ou dans le rôle tampon d'acteurs institutionnels comme la Caisse des Dépôts.*

G. P. : Historiquement, vous avez raison. Mais ce n'est plus vrai aujourd'hui. La Caisse des Dépôts pèse moins dans le financement de l'immobilier français que dans le passé. Le Crédit Agricole représente à lui seul plus de 25 % du financement des marchés immobiliers, quels qu'ils soient. Nous sommes, de loin, le plus gros acteur du marché.

² Les CDO, ou *Collateral Debt Obligation*, sont des produits de marché dont la base (le sous-jacent) est constituée d'un cocktail d'actifs, dont une bonne part d'actifs immobiliers. Ces produits sont apparus à la demande du marché, et notamment des *assets managers*, qui recherchent des couples rendement/risque sur mesure. Toute la démarche de construction de ces produits, dits structurés de crédit, consiste à vendre à un investisseur une tranche de risque, donc à calculer le risque que porte cette tranche. La part la plus risquée est en général assumée par des *hedge funds*, la partie moyennement risquée par les *assets managers*, et la partie théoriquement non risquée par les banques.

Int. : *Vous faisiez référence à ces modèles qui affectent les acteurs qui, tous, ont fait la même erreur. Les disproportions entre la valeur réelle de la production et l'inflation financière étaient pourtant bien visibles. Le bon sens aurait dû nous interdire de continuer dans cette voie.*

G. P. : Intellectuellement, vous avez raison, mais la question du chef d'entreprise est : « à quel moment je m'arrête ? » Si vous êtes universitaire et que l'analyse que vous faites de la situation recommande l'arrêt d'une activité jugée trop risquée, cela ne vous coûte rien. En revanche, si vous êtes dirigeant d'entreprise et que vous arrêtez la même activité deux ans à l'avance, donc trop tôt, vous prenez le risque d'une chute significative de vos résultats dans l'intervalle, avec les conséquences que l'on sait sur le cours de Bourse.

Les banques françaises leaders

Int. : *Vous avez longuement évoqué la relation Europe/États-Unis. Qu'en est-il des autres pays, comme la Chine par exemple ?*

G. P. : La Chine ou l'Inde, comme tous les pays qui possèdent des excédents, interviennent sur les marchés, essentiellement aux États-Unis, et dans une moindre mesure en Europe, un peu plus fortement sur la période récente : nous en avons vu le résultat sur le cours des monnaies. Leur système bancaire, en revanche, est peu ouvert sur l'extérieur et les établissements qui le composent sont aujourd'hui incapables de monter des opérations sophistiquées, du niveau de celles des grandes banques internationales. Les banques françaises soutiennent les entreprises de ces pays dans leur développement à l'international et ont une part de marché qui a augmenté avec le retrait des banques américaines.

Int. : *Et les banques japonaises ?*

G. P. : Les banques japonaises sont peu actives hors des États-Unis. Les gros acteurs du financement de projets dans le monde, qui accompagnent les grands groupes industriels, sont les banques américaines, anglaises ou françaises. Le groupe que je dirige encore est le numéro un mondial du financement de projets. Nous sommes leader dans l'aérien, et quatrième dans le *shipping*.

S'affranchir des critères du marché ?

Int. : *Est-ce que la vraie révolution ne serait pas de s'affranchir des critères du marché, puisque, justement, le marché s'est trompé ?*

G. P. : C'est un peu ce que j'ai fait opérationnellement. En fait, si vous regardez les comptes du Crédit Agricole sur les neuf premiers mois de l'année 2009, le choix a été fait de limiter les activités de marché et de ne pas faire les arbitrages de taux d'intérêts en début d'année. Nous avons réalisé une augmentation de capital en 2008, afin de nous donner les moyens de gérer une crise longue, et de conserver la manœuvrabilité d'un groupe énorme comme le Crédit Agricole. Pour prendre un virage, il nous faut un minimum de 6 mois, y compris en matière de liquidité. Il faut donc anticiper. C'est à ce moment-là que j'ai proposé le changement de modèle. Depuis, nous avons engagé un processus de réexamen de tous nos métiers à la lumière de la crise. Nous sommes le seul établissement français coté dont la rentabilité vient désormais essentiellement de ses revenus récurrents.

Int. : *Concernant le problème grec, qui montre, une fois encore, le rôle des marchés, les banques peuvent-elles jouer un rôle dans cette crise, ou bien sont-elles en dehors du coup ?*

G. P. : Les principales variations de marché qui ont lieu en ce moment sur les fonds souverains viennent des *hedge funds*. Les banques ne bougent pas beaucoup. Ce sont les *asset managers* et les compagnies d'assurance qui détiennent aujourd'hui les bons du trésor grec. Lorsque qu'une compagnie d'assurance propose un fonds en Euro, elle diversifie son risque

en prenant des fonds souverains. Elle met un peu de grec dans sa musette parce que cela rapporte un peu plus. Si le grec devient plus dangereux, elle ne le vendra pas nécessairement, mais elle n'en achètera plus. Cela n'aide pas à améliorer la situation, que ce soit sur le marché primaire ou secondaire.

Algorithmes automatiques

Int. : *Je ne considère pas comme très rassurant le fait d'être dirigé par des leaders économiques et politiques qui, dans un cas, ne savent pas parce qu'ils sont équipés de savoirs fragiles, et dans l'autre, savent mais ne peuvent pas agir. Cela crée un climat anxieux. Un article publié récemment à la une du Financial Times fait état d'algorithmes de trading automatiques, extrêmement sophistiqués, capables de générer des milliers d'ordres à la seconde. Les machines qui les font tourner doivent mobiliser de telles puissances de calcul qu'elles sont hébergées dans des centres informatiques grands comme deux stades de football. L'actualité brute, sans analyse, est directement injectée dans le système et influe sur les décisions prises par le système en temps réel. Le journaliste indique que ces systèmes peuvent diverger très facilement et sont annonciateurs de catastrophes bien plus grandes que celles que nous avons connues. Le Crédit Agricole utilise-t-il ou cautionne-t-il ce type de système ?*

G. P. : Nous avons défini une politique extrêmement stricte d'exposition sur les marchés, avec une barre de « 99 % / 1 jour » qui est aujourd'hui inférieure à 25 millions. Cela signifie que dans ces conditions, nos stress extrêmes, c'est-à-dire les crises multipliées par deux, nous coûtent, au maximum, un trimestre de résultat. Sur le *trading* automatique, il y a celui que nous exécutons. Nous sommes le premier *broker* asiatique avec CLSA et le quatrième européen avec Chevreux. Nous avons donc des plates-formes de négociation où nous offrons ce type de services à nos clients. Le métier de *broker*, c'est du conseil, mais c'est aussi d'énormes plates-formes d'exécution. Notre objectif, pour pouvoir être en compétition avec les grands *brokers* américains, c'est d'avoir une plate-forme mondiale d'exécution capable de traiter, dans des conditions optimales, des ordres sur un grand nombre de places boursières.

La guerre des marchés

Int. : *Sauf que ces mécanismes-là suppriment le broker, c'est-à-dire le rôle de conseil. Il n'y a plus d'intervention humaine.*

G. P. : Non. Pas complètement. À mon avis, les problèmes que vous soulevez relèvent de l'opinion. Je ne vois pas comment on peut démontrer, de façon scientifique, que ces algorithmes de calcul sont une déviation du marché. N'oublions pas que le marché est lui-même une somme d'opinions. Je respecte cet avis, mais ce n'est qu'une opinion.

Int. : *Les dirigeants de places boursières qui se sont exprimés disent qu'ils sont très inquiets. Vous ne partagez donc pas leurs craintes ?*

G. P. : Nous allons nous parler franchement. Il y a en ce moment une très grosse bagarre entre les marchés OTC et les marchés organisés. Les sociétés de marchés qui développent les marchés organisés sont à la recherche d'activités et les régulateurs poussent dans leur sens. Les représentants des marchés OTC freinent des quatre fers. Les lobbies s'activent dans les deux sens et la question est de savoir par où passeront les transactions demain. De ce point de vue là, Londres, et son porte-parole favori le *Financial Times*, sont de redoutables concurrents.

Vols aux instruments

Int. : *Dans l'analyse des catastrophes aériennes, nous nous rendons souvent compte que les pilotes ont une vision fautive de la réalité parce que leurs instruments leur donnent des indications erronées. En vous écoutant, le lien avec les krachs boursiers m'est apparu de*

manière très nette. Comment pouvons-nous faire pour améliorer les instruments dont vous parlez ?

G. P. : Je peux vous dire comment je m'étais organisé pendant la crise. C'est peut-être la meilleure façon de vous répondre. J'avais trois équipes différentes. L'une gérait le quotidien. Par exemple, il ne fallait pas que les procédures de recrutement ou de négociations avec les partenaires sociaux s'arrêtent. La seconde gérait la crise avec un œil sur les liquidités et la trésorerie. La troisième était chargée de la veille et de l'anticipation. Elle était surtout chargée de se poser les questions autrement. Je craignais que nous ne soyons absorbés par la problématique instantanée et que nous ne préparions pas le coup suivant. Je passais de temps en temps voir l'une ou l'autre, mais je ne m'astreignais pas à être de toutes les réunions de gestion de crise. Il y en avait trois par jour. J'y allais pour "prendre l'air" tout en travaillant aussi seul.

La lumière américaine

Je me suis dit que pendant la crise de 2007, nous n'avions pas assez anticipé ce qui se passait sur les marchés américains. Je suis donc allé aux États-Unis tous les 3 ou 4 mois, avec un programme que j'avais fabriqué, ainsi que des rencontres avec des journalistes, des universitaires, des banquiers. Je me suis déplacé à différents endroits, simplement pour sentir, échanger, avoir d'autres points de vue. C'est à ce moment-là que je me suis rendu compte que les institutions financières de capitalisation moyennes, en dehors des 7 ou 8 plus grosses, commençaient à avoir des difficultés pour accéder au marché du capital. En général, nous sommes touchés 6 mois plus tard en Europe. Je me suis donc dit qu'il fallait, pour nous prémunir, augmenter le capital. Évidemment, je n'avais pas prévu Lehmann Brothers. En revanche, j'ai clairement indiqué à l'époque à mon conseil d'administration, que nous avions la possibilité de passer à ce moment-là et que, compte tenu des éléments dont je disposais, les choses risquaient d'être plus difficiles 6 mois plus tard.

Int. : *Comment cela a-t-il été perçu par vos collègues ?*

G. P. : Assez mal. Nous avons fait une décote de 35 % par rapport au marché. Cela a remué le Crédit Agricole en profondeur.

Des processus coconstruits

Int. : *Si vous étiez amené, au sein d'une équipe, à proposer des réformes à l'échelon français ou au niveau mondial, quelles mesures proposeriez-vous et dans quel sens tenteriez-vous d'aller ?*

G. P. : Les principes qui ont été énoncés lors du G20 de Pittsburg me paraissent assez clairs et cohérents. En revanche, comme je l'ai dit, je suis très gêné par les modes opératoires qui ont été proposés. C'est plutôt là que mes préconisations iraient. Ce qui me frappe dans la relation entre les régulateurs, les superviseurs et les banques, c'est que nous n'avons toujours voix au chapitre qu'après coup. On nous propose des choses compliquées au lieu d'essayer de bâtir opérationnellement, d'écouter les propositions que nous testons. Or, à chaque fois, il faut ramer dans l'autre sens pour arriver à quelque chose d'à peu près acceptable. Je préférerais que les processus soient "coconstruits", et que la décision finale revienne aux banques centrales et aux politiques. Nous éviterions cette situation dans laquelle les banques vont payer, pendant un an en termes de valorisation boursière, le fait de faire tourner des modèles pour savoir quel est le bon niveau de fonds propres. C'est un gâchis fantastique.

Le rôle des politiques

Int. : *Quel rôle jouent les politiques ? Donnent-ils l'impression d'être perdus ?*

G. P. : C'est très inégal. Pour être clair, lorsque je fais la comparaison avec tous les autres pays, nous sommes plutôt bien lotis. Au sommet de l'État, il y a une réelle compréhension de

tous ces phénomènes. C'est même assez impressionnant. Après, il y a le jeu de la politique. Dire que ce sont les bonus qui sont responsables de la crise, c'est plus facile à expliquer et à faire comprendre. Ce que j'ai expliqué sur la liquidité et la solvabilité, je ne sais pas comment vous le traduisez dans *Le Parisien* ou au 20 heures de TF1. Je crois que c'est tout simplement impossible. Vous m'avez entendu pendant une heure et nous n'avons pas fait le tour du sujet.

L'OPA impossible

Int. : *Certains observateurs prétendent que le mode de contrôle de propriété du Crédit Agricole serait incompatible avec les règles du jeu de l'industrie financière. Ils plaident pour une normalisation de l'organisation du Crédit Agricole pour la rendre comparable à BNP Paribas ou à la Société Générale, en d'autres termes, pour que vous deveniez une entreprise opérable, ce que le Crédit Agricole n'est pas. Que leur répondez-vous ?*

G. P. : Je ne vois pas pourquoi il y aurait un modèle unique. Nous avons un mode de fonctionnement qui est particulier et qui marche plutôt bien. Il est gênant parce que ce modèle-là nous permet de détenir 28 % de parts de marchés en France alors que la BNP n'en a que 9 %. Je reconnais que c'est gênant pour certains concurrents. Mais c'est un fait et c'est un choix. Les banques coopératives régionales qui détiennent la majorité du Crédit Agricole ont un ancrage territorial très puissant. Elles ne peuvent pas avoir les mêmes orientations stratégiques que des banques commerciales cotées. Ce n'est pas possible. Elles ont une vision du couple rendement/risque qui est différente. Reprocheriez-vous au capitalisme familial qui détient 50 % de son capital de ne pas être opérable ? Nous partageons la même logique. Les banques mutualistes se gèrent en bon père de famille et sur une longue période.

Agence de notation, agence d'opinions

Int. : *Comment vont s'inscrire les agences de notation dans le nouveau paysage de la finance régulée ?*

G. P. : Il y a un vrai problème avec les agences de notation. Comme elles émettent des opinions, la loi américaine les traite comme les journaux. Nous ne pouvons donc pas, c'est écrit dans la Constitution américaine, les attaquer en raison des opinions qu'elles émettent. Elles sont structurellement et juridiquement irresponsables. Cela me gêne beaucoup. La méthode qui consiste à simplement inscrire et à contrôler l'exercice de la profession me paraît être une version trop légère de l'appréhension de la responsabilité qui est la leur.

Int. : *À l'occasion d'une intervention publique, le patron de la Coface proposait que les produits financiers sophistiqués dits toxiques, soient considérés comme des médicaments, avec une autorisation de mise sur le marché attribuée après tests. Cela vous semble-t-il une piste à explorer et sous quelle forme ?*

G. P. : Cela se fait déjà un peu ainsi. Pendant la phase de mise au point, nous avons ce que nous appelons les comités NAP, qui sont un peu les *risks managers* des entreprises bancaires. Tous les produits nouveaux doivent comporter un avis sur leurs risques et leur conformité. Il y a en général des phases de test pendant lesquelles nous utilisons ces produits sur des petits volumes pour en observer le comportement. Le développement se fait ensuite progressivement.

Bâtir les scénarii du pire

Int. : *Apparemment, ces comités n'ont rien vu...*

G. P. : Les comités ont fait et ont vu. Certains ont tiré des signaux d'alarme qui ne sont pas remontés. Les organisations que vous choisissez à un moment donné sont configurées pour recevoir ou pour délivrer un certain type d'informations et pas d'autres. Je vais prendre un exemple sur les CDO, qui pèsent très peu dans les ratios de fonds propres définis par le

régulateur. Si vous avez un système de pilotage qui est basé sur ces ratios, eh bien, vous ne voyez pas le défaut parce que vous le considérez comme un signal faible. Vous pouvez tenter de prévoir des comportements, grâce aux historiques, mais cela suppose une certaine régularité de ces comportements, ce qui ne s'est ni avéré, ni vérifié. Donc nous bâtissons des scénarii du pire à partir des crises anciennes et des crises que nous imaginons à partir de ce que nous venons de vivre. Ce matin, je participais à l'un de ces comités de risques sensibles où nous analysons ce que nous appelons les scénarii extrêmes, c'est-à-dire deux fois la pire des crises que nous ayons vécues : cela reste malgré tout des méthodes d'artisans.

Présentation de l'orateur :

Georges Pauget : économiste et dirigeant de banques puis d'un groupe bancaire, le Crédit Agricole ; il est aujourd'hui consultant en stratégie et président de plusieurs sociétés opérant dans le secteur financier.

Diffusion mai 2010