



Pour un marché du crédit aux particuliers plus éthique : l'introduction d'une composante conjoncturelle anticyclique dans le coût du crédit

Ethique en Finance, Prix Robin Cosgrove
Édition Globale 2012-2013

Finaliste

Fabien Hassan
France
Élève à l'École
Normale Supérieure de
la rue d'Ulm*, Paris.



* Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de son institution.

Économie et cycles

La science économique n'atteint que rarement le stade de la certitude. Mais s'il est une chose certaine, c'est que l'économie connaît des cycles. En 1926, dans *Les vagues longues de la conjoncture*, Nikolai Kondratiev proposait l'une des premières analyses des cycles de long terme. Mais en plus de ces tendances de long terme, l'économie est sans cesse traversée par des perturbations. Selon un autre grand économiste des années 1920, Irving Fisher, « Il y a toujours d'innombrables cycles, longs et courts, grands et petits, conçus comme des tendances (de même que de nombreuses tendances non cycliques), chaque événement historique étant la résultante de toutes

les tendances à l'œuvre ».¹ Ces fluctuations de l'économie peuvent être comprises comme des risques. Or le rôle de la finance est justement de gérer et de distribuer le risque. Le point de départ est donc le suivant : la distribution du risque représenté par les fluctuations de l'économie est-elle équitable ?

Dans le fonctionnement actuel du système financier, ce sont les personnes les plus vulnérables qui subissent le plus violemment les cycles, parce qu'elles n'ont pas le capital nécessaire pour se protéger en période de récession. Cet article propose une solution simple à ce problème : faire

¹ Fisher, I. (1933). La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation. In: *Revue française d'économie*, Volume 3 N°3, 1988.

POUR UN MARCHÉ DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS PLUS ÉTHIQUE





Economics is always about cyclical movements. Periods of weak growth and recession are therefore to be expected.

peser sur le prêteur une plus grande partie des risques associés aux cycles économiques. En apparence, c'est un renversement total, qu'aucune banque ne serait prête à accepter. En réalité, grâce à l'ingénierie financière, il est tout à fait possible d'envisager un tel fonctionnement du marché du crédit, sans mettre en péril ni la rentabilité des prêteurs, ni la stabilité du système financier.

L'objet de cet article est donc de militer pour l'introduction d'une composante conjoncturelle anticyclique dans le coût du crédit. Autrement dit, il s'agit de faire varier la somme payée mensuellement par l'emprunteur en fonction de l'état de l'économie. Quand survient une récession, les emprunteurs, en particulier les plus vulnérables, disposent ainsi d'un temps supplémentaire pour reconstituer leur solvabilité, par exemple en retrouvant un emploi. En résumé, cet article a pour but :

- d'alerter sur le caractère inéquitable du crédit lorsqu'il fait porter à l'emprunteur le risque économique
- de proposer un mécanisme qui rendrait le crédit plus juste en déplaçant le risque sur la banque prêteuse
- de démontrer la faisabilité de ce mécanisme en expliquant comment une banque peut augmenter sa rentabilité tout en supportant un risque en apparence plus élevé.

Le fonctionnement actuel du crédit aux particuliers est éthiquement critiquable, comme le prouve l'étude des conséquences du retournement du marché immobilier aux Etats-Unis depuis 2006. La solution pro-

posée est l'introduction d'une composante anticyclique dans le coût du crédit immobilier, de façon rentable pour les banques. Il est ensuite possible d'imaginer comment adapter ce type d'outils dans différentes situations de crédit.

Les limites éthiques du fonctionnement actuel du marché du crédit aux particuliers

Si vous devez 100 livres sterling à une banque, vous avez un problème ; mais si vous lui devez un million de livres, c'est la banque qui a un problème (John Maynard Keynes)²

Le crédit aux particuliers a fait l'objet d'une attention croissante au cours des dernières années. Les prêts immobiliers ont joué un rôle fondamental dans la constitution de la bulle dont l'éclatement a provoqué la crise financière de 2008 ; et les prêts à la consommation sont accusés de contribuer au développement du surendettement chez les particuliers. Ce phénomène de surendettement prend une telle ampleur qu'il existe à l'Assemblée Nationale française un groupe d'études parlementaire dédié uniquement à ce sujet. Ainsi, l'encadrement du *credit-revolving* en France vise à protéger les personnes considérées comme incapables de gérer ce type de mécanisme financier. Cette régulation par la prévention est utile, mais nous nous concentrerons ici sur les prêts effectivement accordés.

² Il s'agit en réalité d'un vieux proverbe que Keynes a cité à plusieurs reprises, et qui lui a été attribué par la suite.





The role of finance is to manage and share risk, so recession tends to hit the poor hardest. In view of this inequality, we propose an anti-cyclical component in credit instruments - short term loans to individuals could be repaid over a longer period. This would enable lenders to maintain profitability whilst pursuing more ethical actions, assuming a commitment to equity and strong risk management.

Dans un prêt, il y a deux risques :

- Le risque interne ou risque de contrepartie, lié à l'emprunteur lui-même : est-il solvable, est-il honnête...
- Le risque externe ou risque économique : en cas de retournement de la conjoncture, un emprunteur *a priori* solvable peut devenir insolvable. Pour la banque, ce risque se traduit à l'actif par une dépréciation des prêts. Au passif, le risque externe peut provoquer une hausse de son coût de financement.

Actuellement, comment fonctionnent les prêts immobiliers ? Certains pays européens pratiquent essentiellement les prêts à taux fixe. Dans d'autres pays, les taux sont le plus souvent variables. Dans ce cas, ils sont le plus souvent indexés sur des indices qui ne font aucun sens pour les emprunteurs. Pour ne donner qu'un exemple, les taux de nombreux prêts immobiliers sont calculés à partir du LIBOR (voir par exemple sur ce lien³ une offre de crédit sur le site de FreddieMac, un organisme public de crédit immobilier américain, qui a connu une quasi-faillite en 2008). Faisons abstraction des révélations récentes sur la manipulation de ce taux. L'élément important est que le LIBOR est un taux interbancaire : il exprime le coût de l'argent pour la banque qui, avec de tels prêts est ainsi assurée contre l'évolution du prix de sa « matière première ». Cela implique qu'un prêt indexé sur le LIBOR fait porter la to-

³ Consultable sur : www.freddie.mac.com/sell/factsheets/liborarms.htm

talité du risque économique à l'emprunteur. D'autant que si le LIBOR n'avait pas été manipulé à la baisse en 2008, il aurait probablement augmenté, entraînant une hausse du coût des prêts de millions de foyer dans le monde, au beau milieu d'une récession économique. Certes, les taux d'intérêt sont en principe liés à la situation macroéconomique, mais :

- la variation des taux d'intérêt comme le LIBOR obéit aussi à d'autres facteurs, et l'ampleur des variations ne correspond pas toujours à celle qui serait nécessaire pour exercer une influence significative sur les coûts d'emprunt ;

- surtout, le taux LIBOR, qui bénéficie de la plus grande liquidité, a été utilisé pour indexer des prêts dans différentes régions du monde. Dans le choix d'un taux variable, la banque accorde plus de poids aux contraintes des marchés financiers qu'au sens économique du taux retenu.

Le rapport inégal entre prêteur et emprunteur

Avec ce type de prêt, la banque, qui est l'acteur le plus puissant, ne porte que le risque interne. La totalité du risque externe est transmise au client, alors même que l'absorption et la dispersion du risque constituent le cœur du métier du banquier. Cette inégalité est permise uniquement par la puissance de négociation de la banque face aux particuliers. Il est vrai que lorsqu'une entreprise fait face à des difficultés économiques, les créanciers bénéficient en général de « covenants »,

POUR UN MARCHÉ DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS PLUS ÉTHIQUE





Lenders have great power over individual borrowers. Financial innovation has greatly improved risk management for market finance, but small borrowers hardly benefit from that innovation.

des clauses particulières dans les contrats, qui leur permettent de déclarer la déchéance du prêt pour tenter de récupérer une partie ou la totalité de leur argent. Mais en pratique, le plus souvent, les banques négocient avec les entreprises des délais, des remises, qui permettent de ne pas accroître leurs difficultés et réduire leurs capacités de remboursement. Les clauses dites de «retour à meilleure fortune» visent ainsi à suspendre le remboursement d'un prêt jusqu'à l'amélioration de la situation d'une entreprise. Les particuliers ne bénéficient pas de cette clémence, parce que, comme Keynes l'a parfaitement exprimé, les gros clients bénéficient structurellement d'un traitement préférentiel.

Une autre composante du marché du crédit aux particuliers peut s'avérer inéquitable. Il s'agit du calcul de scores, comme le FICO, le plus répandu aux Etats-Unis. Pour décider si vous pouvez bénéficier d'un crédit, la banque vous demande votre situation et, à partir des informations recueillies, calcule ce score de crédit. Pour le FICO, 50% du résultat dépend de votre historique de paiement.⁴ En théorie, c'est parfaitement normal, il faut bien que la banque détecte les mauvais payeurs, pour réduire l'aléa moral. Mais si une fois dans sa vie, une personne fait défaut car elle a souffert de la conjoncture économique, cette personne mettra des années avant de pouvoir obtenir un nouveau crédit, et elle n'aura peut-être jamais accès

⁴ www.myfico.com/crediteducation/whatsinyourscore.aspx

à la propriété immobilière. Macro-économiquement, il est inefficace d'exclure ce type de personnes du crédit, car cela réduit la consommation, alors même qu'il peut s'agir de «bons payeurs» qui auraient remboursé. Une étude de 2010⁵ montre qu'entre 1997 et 2006, la titrisation des prêts immobiliers a renforcé le rôle joué par le score FICO dans la décision d'octroyer un prêt.⁶ Au lieu de prendre en compte la situation individuelle des emprunteurs, les banques se sont de plus en plus contentées de calculer mécaniquement des scores FICO. C'est le paradoxe de l'innovation financière actuelle : elle se concentre en aval, rendant le fonctionnement des marchés de plus en plus complexe, mais elle aboutit en amont, au stade de la relation client, à des décisions de plus en plus élémentaires.

La crise du marché immobilier américain depuis 2006 fournit une excellente illustration du caractère potentiellement inéquitable du marché du crédit.

⁵ Rajan, U., Serut, A. & Vig, V. (2010). *The Failure of Models that Predict Failure: Distance, Incentives and Defaults*. Consultable sur : ssrn.com/abstract=1296982

⁶ La titrisation des prêts est une technique qui consiste à regrouper différents prêts dans un package unique, et à revendre ce produit sous la forme de titres qui en représentent une certaine quotité. La principale conséquence est que l'organisme prêteur ne conserve pas les prêts accordés. Selon Rajan *et al.* (2010), cela incite les prêteurs à octroyer les prêts uniquement en fonction de critères standardisés, comme le score FICO, pour faciliter la revente, au lieu de prendre en compte l'intégralité de l'information disponible sur l'emprunteur.





The property finance crisis in the USA in recent years placed millions of individual borrowers in extreme difficulty. It was inequitable that the impact of the risk fell mainly on the most vulnerable section of the population.

Two solutions are given to reduce the risk to the poor: first, to impose limits to over-indebtedness, but that tends to reduce further the access of the poor to finance; the second traditional solution consists of a direct intervention for debt relief. But this is morally ambivalent as all debt should, in principle, be regarded as repayable.

Conséquences du retournement du marché immobilier américain:

La finance, c'est la dette : sa création, sa gestion, sa circulation. Or si la finance prétend atteindre l'éthique, elle ne doit pas oublier que la dette est un mécanisme extrêmement violent. Pour illustrer cette violence de la dette, prenons l'exemple d'une personne ayant acheté une maison en 2006, pour 100 000 euros, dont 70 000 euros de dette. Cette personne détient au départ 30 000 euros dans la valeur de sa maison. Supposons, comme cela a été le cas aux Etats-Unis pendant la crise, que les prix chutent de 30%. Cette personne perd toute sa richesse. Et sa situation est pire encore si son apport initial est moindre. C'est toute la puissance de l'effet de levier qui se retourne contre l'acheteur de la maison. La banque qui a octroyé le prêt possède toute la richesse restante et les pertes sont portées par l'emprunteur. Si cette personne ne paye pas son crédit, la banque peut saisir la maison.

Entre 2007 et fin 2011, la crise a provoqué la saisie d'environ quatre millions de logements aux Etats-Unis.⁷ Pour les personnes expulsées, les difficultés s'enchaînent alors : il faut retrouver un logement, la stabilité de la famille est mise à l'épreuve, les frais s'additionnent.

⁷ Forbes www.forbes.com/sites/morganbrennan/2012/12/01/the-foreclosure-crisis-isnt-over-just-yet/

L'ampleur des saisies immobilières implique, comme le montre une étude⁸ de Mian, Rao et Sufi (2013), que notre système financier fait porter les risques sur les plus vulnérables. Au lieu de participer à une distribution plus efficace du risque, la finance le déplace des personnes les plus riches vers les personnes les plus pauvres. En effet, à l'échelle de la société, ce sont les plus riches qui épargnent, et les plus pauvres qui empruntent. Si l'on fait abstraction de la banque, qui n'est qu'un intermédiaire financier, ce sont donc les personnes les plus riches qui saisissent les biens immobiliers afin de préserver la valeur de leurs actifs. Par ailleurs, Mian *et al.* (2013) démontrent que les victimes de la crise immobilière sont aussi ceux qui consomment le plus en proportion de leur revenu : c'est cette caractéristique qui expliquerait la baisse de la consommation et l'ampleur de la crise économique à laquelle nous sommes confrontés depuis 2008.

Mais même en faisant abstraction de cet argument macroéconomique, il faut insister sur l'injustice que représente la saisie d'une maison, la fragilisation d'une famille, en raison d'une baisse temporaire des prix de l'immobilier. En partant de ce constat, il faut s'interroger sur les moyens de rendre plus éthique l'octroi de crédit aux personnes les plus vulnérables.

⁸ Mian, A., Rao, K. & Sufi, A. (2013). Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump. Disponible sur : papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1961211.

POUR UN MARCHÉ DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS PLUS ÉTHIQUE



This paper suggests a different approach where banks modify their lending policies to avoid concentrating the impact of recession on those most vulnerable.

Les deux solutions traditionnelles et leurs limites

Avant de présenter une solution, des mécanismes alternatifs doivent être présentés. Le premier mécanisme est la prévention du surendettement, par exemple en mettant en place des mesures interdisant aux banques de prêter à des ménages déjà fortement endettés, ou d'utiliser des taux variables ou évolutifs qui masquent le coût réel du prêt vis-à-vis de particuliers qui ne maîtrisent pas le langage financier. Sans remettre en question ces mesures, il faut insister sur un défaut majeur : elles reviennent à interdire ou à limiter l'accès au crédit pour les plus pauvres. Faire de l'adage « on ne prête qu'aux riches » un programme de finance éthique est tout de même discutable.

Le second mécanisme est l'aide aux personnes surendettées, par des mécanismes de faillite personnelle, ou la renégociation forcée des prêts immobiliers. En 1933, dans le cadre du *New Deal*, l'Amérique de Roosevelt avait ainsi mis en place la *Home Owners' Loan Corporation* (HOLC), pour refinancer les ménages et éviter la saisie de leurs maisons. Si la volonté de venir en aide aux personnes en difficulté financière semble louable, ce type de mesures soulève un problème d'aléa moral : les ménages sont alors incités à s'endetter déraisonnablement, puisque l'Etat, et donc le contribuable volera à leur secours en tout état de cause. Et les ménages raisonnables sont donc indirectement sanctionnés pour leur prudence.

Ethiquement, cela pose un problème évident. En 1936, alors que la France du Front Populaire mettait en place les premières mesures d'aide aux débiteurs en difficulté, le très réactionnaire juriste Georges Ripert écrivait une chronique célèbre intitulée ironiquement « *Du droit de ne pas payer ses dettes* ». L'objection morale à l'aide aux personnes surendettées ne date pas d'hier... Elle repose toujours sur le même argument : une personne s'engage lorsqu'elle signe un contrat, il lui appartient d'en comprendre l'intégralité, et de faire face à ses responsabilités. Que l'on soit convaincu ou non par cet argument, il faut admettre qu'il constitue un obstacle politique majeur, et qu'il est très difficile de former un consensus sur des programmes d'effacement de dettes. Aux Etats-Unis depuis 2008, le parti républicain a pu consentir à des réductions de taux d'intérêt, mais il s'est opposé à toute mesure qui aurait pour effet de réduire le montant du principal de la dette des particuliers.

L'approche suivie dans cet article est différente. Imaginons une banque qui souhaiterait adopter une démarche éthique et éviter d'entraîner une partie de ses clients dans l'enfer de la dette et des saisies immobilières à chaque fois que l'économie connaît des difficultés. Comment une telle banque peut-elle modifier son approche du crédit aux particuliers, pour éviter de concentrer les effets des récessions sur les personnes les plus vulnérables, tout en préservant sa rentabilité ?



Thus the terms of credit should include clauses that automatically vary or adjust the amount of repayment in a given period in the light of the current economic situation.

In order to be effective and have the required psychological impact, the variable amount should be at least 10 per cent of the rate of the loan. The remainder of the paper explains the feasibility of implementing this proposal.

La solution proposée: l'introduction d'une composante conjoncturelle dans le crédit aux particuliers

Pour aller vers l'avant, et éviter que de profondes récessions économiques ne résultent de l'endettement excessif des ménages, nous devons mettre en place des mécanismes qui réduisent automatiquement la valeur de la dette restant à payer, lorsque l'environnement économique global est suffisamment négatif. Il reste encore beaucoup de points à éclaircir avant de mettre en œuvre une politique spécifique. Mais en pratique, il est tout à fait faisable de repenser les clauses des contrats de dette en introduisant des paramètres pour les récessions économiques. (Atif Mian, Université de Princeton, devant le Sénat américain).⁹

Une banque qui souhaite développer une approche éthique du crédit doit veiller à ne pas faire peser un poids déraisonnable sur ses clients lorsque la croissance ralentit. Bien sûr, cela ne suffira pas à «sauver» les ménages durablement insolubles. Mais cela permettra d'éviter un effet de cliquet qui condamne au surendettement ceux qui auraient pu redresser leur situation à moyen terme. Comme pour les Etats, il faut

⁹ Mian, A. (2011). *Testimony On 'Consumer Protection and Middle Class Wealth Building in an Age of Growing Household Debt', Before The Financial Institutions and Consumer Protection Subcommittee, United States Senate.* Disponible sur : www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-112shrg74143/pdf/CHRG-112shrg74143.pdf

distinguer les déficits structurels et les déficits conjoncturels.

La proposition avancée par Mian est donc simple : le coût du crédit doit varier inversement par rapport à la conjoncture économique. Quand l'économie va mal, la charge de la dette des ménages est automatiquement diminuée, ce qui leur permet de faire face aux difficultés. De plus, ce mécanisme permet d'éviter une chute de la consommation, qui aurait pour effet d'aggraver la situation économique. La suite de cet article vise à élaborer et à démontrer la faisabilité de cette idée ; tandis que l'encadré 1 (en fin de texte) démontre les différents avantages que présente cette idée sur le plan éthique, en faisant référence à différentes théories de l'éthique économique.

Tout d'abord, il ne suffit pas d'une correction marginale de la charge de la dette en phase difficile, il faut que la réduction soit significative dans le budget d'un ménage moyen. En 2010, selon les chiffres de l'INSEE, les ménages français propriétaires dépensent en moyenne 8100 euros par an pour leur logement, hors charges et hors énergie, soit 675 euros par mois. Considérons, de façon un peu arbitraire, que la variation du prix du crédit doit être d'au moins 10% pour être perçue comme substantielle. En effet, la composante psychologique joue aussi, il faut que les ménages ressentent l'allègement du poids de leur dette et adaptent leur comportement. Ce seuil de 10% implique qu'en phase économique

POUR UN MARCHÉ DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS PLUS ÉTHIQUE





Finance enterprises have at least two ways to cover external economic risk. The first is to invest in counter-cyclical actions, such as gold, which tends to augment in value in periods of economic crisis. The second consists of diversification. Banks can spread their exposure both in time and space and hedge their risks, preserving their revenue. These techniques enable banks to maintain their returns on investments even in poor economic times.

When a finance enterprise re-possesses property, this has an extremely negative effect not only on individuals concerned but also on the external economy and on property prices in the region. Introducing a counter-cyclical component would have the effect of contributing to the prevention of such negative consequences and ameliorating the general economic situation in a period of crisis.

difficile, un ménage qui payerait 675 euros par mois pour son emprunt ne payerait plus que 607 euros, soit un gain significatif mais raisonnable de pouvoir d'achat.

Exemple

Techniquement, il existe différentes façons de mettre cela en place. La plus simple repose sur le mécanisme du crédit à taux variable, dont le taux serait indexé sur la croissance.

Tableau 1 : Exemple pour une maison à 100 000 euros

Croissance	Coût total du crédit	Mensualité
-2%	21 494 €	1 012 €
+3%	52 011 €	1 267 €

Exemple pour une maison à 100 000 euros, payée sur 10 ans, avec un taux $i = g + 6\%$, où g représente la croissance, supposée constante sur toute la période.

L'exemple ci-dessus est sommaire, mais il est possible d'affiner considérablement. Le capital remboursable, la maturité du crédit, le taux d'intérêt sont autant de variables sur lesquelles jouer. Il est aussi envisageable de faire varier ces paramètres à l'intérieur d'une fourchette, par exemple en posant que le taux d'intérêt ne peut pas descendre en-dessous d'un seuil donné. Une fois acquis ce principe, les modalités du calcul pourraient être aisément affinées.

Dans l'exemple présenté dans le tableau ci-contre, les mensualités

d'un emprunt immobilier varient selon le taux de croissance de l'économie (voir encadré, en fin de texte).

L'introduction d'une composante anticyclique est donc techniquement faisable, et éthiquement souhaitable. Mais pour que cette proposition soit réaliste et acceptable, encore faut-il qu'elle soit financièrement supportable par les banques et organismes de crédit.

Un modèle économique rentable

Contrairement à un particulier ou à une petite entreprise, une institution financière dispose de moyens pour se couvrir contre le risque économique, ou risque externe. Là encore, la présentation est simplifiée car le but n'est pas d'entrer dans les détails techniques.

Quand une banque vend un produit financier A sur les marchés, elle prend un risque. Pour se couvrir contre ce risque et conserver une certaine neutralité, elle achète en principe un produit B dont la valeur varie exactement comme celle du produit vendu. On dit que le produit B acheté réplique le produit A vendu. C'est ce que désigne le mot anglais de «*hedging*». L'idée est simplement d'appliquer ce mécanisme au crédit au particulier.

Dans leur portefeuille, les banques détiennent toute une gamme d'actifs contra-cycliques, comme l'or. En effet, la valeur de l'or augmente quand le cours des actions baisse, donc quand l'économie va mal. Il existe donc différents moyens





It is not possible in such a short paper to go into all the details of such a counter-cyclical mechanism. Each party is free to determine the degree of risk against which it may seek to protect itself, so flexibility is important.

For example, in the property market, it is possible to index the costs of credit to the prevailing property prices. Another example in more rural areas would be to compose a more local model to counteract the more immediate shocks such as the closure of a factory and resultant unemployment hike.

An almost indefinite variety of schemes are imaginable, assuming that these would not permit borrowers themselves deliberately to provoke conditions in which their borrowing costs would be reduced.

de gagner de l'argent en phase difficile, ce qui permet d'ailleurs aux spéculateurs dits *bear* de parier sur les récessions et autres mauvaises nouvelles économiques.

En plus de ces techniques de marché, l'autre moyen de couvrir le risque contracyclique est la diversification interne à la banque. Il est possible d'ajuster symétriquement le coût du crédit à la hausse en période de croissance, comme dans l'exemple du tableau 1. Ce «surplus» peut ensuite aider à passer les périodes difficiles. A cette diversification temporelle peut s'ajouter une protection géographique : si la banque prête à des emprunteurs situés dans différents pays dont les situations économiques ne sont pas corrélées, elle réduit son risque.

Un effet positif sur l'économie dans son ensemble

Jusque-là, il s'agit essentiellement d'un jeu à somme nulle. En période de récession, les emprunteurs payent moins, mais la banque se couvre sur les marchés, et grâce à sa stratégie de gestion des risques. En réalité, l'effet économique global est positif si l'on prend en compte les externalités associées au défaut d'un emprunteur. Quand une banque saisit un bien immobilier, elle ne récupère en général que 50% de la valeur de ce bien, car le futur expulsé n'entretient plus son bien et sous-investit, et parce que la vente se fait dans des conditions spécifiques, la banque devant payer des frais

de garde et d'assurance... De plus, toutes les études¹⁰ montrent que les saisies ont tendance à amplifier les chocs immobiliers en faisant baisser le prix des maisons proches des maisons saisies. Finalement, les phénomènes de crise immobilière sont amplifiés par les comportements des prêteurs. Chacun essaye de récupérer son argent en saisissant les maisons, ce qui provoque une nouvelle chute des prix et de la solvabilité des ménages, et entraîne de nouvelles saisies... Ce sont les externalités négatives associées aux faillites et aux saisies.

Introduire une composante anticyclique limiterait les effets de ces cercles vicieux auto-entretenus, et améliorerait donc globalement la situation économique.

Généralisation à d'autres types de crédits

Tout au long de cet article, la composante anticyclique n'a pas été précisément définie. Cette omission est volontaire : libre à chacun de déterminer le risque contre lequel il souhaite se protéger ou offrir une protection. Voici toutefois quelques propositions.

Sur le marché de l'immobilier déjà évoqué, une possibilité consiste à indexer le coût du crédit sur les indices de prix tels que les *Dow Jones Real Estate Indices*. Quand le prix des maisons diminue, les emprunteurs ne perdraient plus leur

¹⁰ Par ex. : Campbell, J., Giglio, S. & Pathak, P. (2011). Forced sales and house prices. *American Economic Review* 101(5): 2108–2131



Anti-cyclical credit instruments constitute a limited innovation, which couple an assurance mechanism with a loan or credit.

They would permit a more fair economy which would lessen the impact of risks from economic recessions on those with the least negotiating power. In order for finance to fulfil its social function and share risk equitably, financial engineering should be placed at the disposal of those most vulnerable.

The main point is that the length of loans should be variable in times of recession. This permits a more ethical approach than is offered by simple egalitarianism, the libertarianism of Nozick, the liberal egalitarianism of Rawls, or the welfare model of Sen.

There are many diverse ideas about economic ethics. This paper is based on the idea that the inclusion of an anti-cyclical component in credit agreements would constitute a contribution to ethics in finance.

richesse aussi violemment, malgré l'effet de levier qui fait porter toute la réduction de la valeur de leur bien sur leur capacité à récupérer les sommes qu'ils ont apportées ou déjà remboursées. Mian lui-même propose d'utiliser des indices de prix locaux, par exemple à l'échelle du *county* pour les Etats-Unis.

En zone rurale, l'économie d'un village et de ses alentours dépend bien souvent d'un gros employeur, l'usine locale. Il est alors possible de prendre en compte une composante « économie locale ». Par exemple, si une usine ferme dans un rayon de 30km, le coût de mon emprunt diminue pendant 3 ans, durée qui permet la reconversion de l'usine et la reprise de l'économie locale. Cela permettrait d'éviter le schéma bien connu du déclin local et de la désertification en zone rurale : une usine ferme, le repreneur met du temps à créer de nouveaux emplois ; entre temps la meilleure partie de la main d'œuvre retrouve un emploi et déménage, les services publics se dégradent, et finalement le site industriel n'est plus viable.

Il existe tout de même une limite majeure à l'inventivité que l'on pourrait déployer pour créer ce type de crédit : pour lutter contre l'aléa moral, il faut éviter que les emprunteurs aient un moyen de provoquer eux-mêmes la baisse du coût de l'emprunt. Ainsi, une mise au chômage ne doit pas déclencher cette baisse, car le risque est trop fort de créer des incitations à quitter son emploi et à rester au chômage.

Conclusion

La philosophie antique, Aristote en particulier, définissait une société juste comme une société dans laquelle chacun remplit sa fonction. La fonction de la finance n'est-elle pas de répartir le risque de façon optimale ?

En un sens, le crédit anticyclique est une innovation limitée, qui consiste uniquement à coupler un produit assurantiel à un crédit. Mais ce couplage devrait être offert systématiquement, car l'immense majorité des particuliers ne dispose ni du capital, ni de la compétence financière nécessaire, pour mettre en place ce montage soi-même.

L'économie serait alors plus solide, et surtout plus juste, car elle ferait peser le risque sur ceux qui l'ont volontairement souscrit, au lieu de le déplacer vers les personnes les plus vulnérables.

Le système financier doit cesser de concentrer les risques liés aux cycles économiques, que personne ne semble pouvoir parfaitement prédire, et encore moins prévenir, sur ceux dont le pouvoir de négociation est le plus faible. Il est temps d'utiliser le degré de sophistication qu'a atteint la finance grâce aux mathématiques, et de mettre ces innovations aux services des populations les plus vulnérables. Un mot d'ordre s'impose : inventons le *hedging* du pauvre ! •