

RELANCE MONDIALE : COMMENT LA FINANCER ?

JEAN-HERVÉ LORENZI *

HENRI ELBAZ **

Il y a eu d'abord la crise de liquidités. On a pu penser que les différents plans de soutien bancaires auraient permis de la maîtriser, si ce n'est de la surmonter. Et puis, il y a aujourd'hui l'illusion d'un dénouement heureux des difficultés économiques mondiales à travers l'assainissement des comptes du système bancaire ; plus exactement du système financier depuis que les assureurs sont devenus partie prenante des difficultés actuelles, ce qui était prévisible. Le schéma intellectuel est simple. Le problème du financement des économies est lié aux difficultés de liquidités des banques. Ces problèmes de liquidités sont eux-mêmes issus d'une méfiance généralisée, liée à l'incertitude portant sur les comptes. Il suffit alors de procéder, sous une forme ou sur une autre, à l'exfiltration d'actifs illiquides et/ou à la recapitalisation sous une forme ou sous une autre.

Et enfin, il y a un défi majeur : celui d'éviter une profonde récession mondiale. Y a-t-il une possibilité de trouver une réponse à ce redoutable obstacle ? Oui, difficile à conceptualiser, à mettre en œuvre, mais il n'existe qu'une seule issue. Il s'agit de mobiliser les énormes quantités de liquidités disponibles aujourd'hui à l'échelle mondiale, non pas pour développer des produits financiers mais pour financer les plans de soutien à l'activité qui seront mis sur pied partout dans les mois à venir.

305

* Professeur, université Paris Dauphine ; membre du Cercle des économistes.

** Senior Banker.

Ce texte s'inspire largement d'un article intitulé « Financer la relance mondiale : des bulles à l'économie réelle » publié dans les Cahiers du Cercle des économistes, *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Descartes & Cie, janvier 2009.

Dans les faits, les premiers plans, Paulson, Brown, Bernanke, Trichet, Sarkozy, ont eu pour principal objet de résoudre les problèmes de bilans des banques. Bien entendu, ils ont évoqué la possibilité d'exiger du système bancaire une contrepartie aux formidables engagements que les États ont pris : celle de pousser les banques à fournir les montants de crédits nécessaires à l'activité économique. Or, la réalité est, malheureusement, bien plus complexe. Le système bancaire restructuré, désormais en position de force, n'aura de cesse de rétablir sa rentabilité et de se prémunir de toute autre crise de liquidités. Et puis surtout, le bras de fer États/banques ne peut s'exprimer que dans le cas où ces dernières sont effectivement en difficulté. Tout ceci peut légitimement rendre très inquiet sur la suite des événements et notamment sur les flux de capitaux mis à disposition des entreprises et des particuliers. Le paradoxe demeure que jamais le monde n'a disposé d'autant de liquidités et rarement les acteurs économiques ne se sont trouvés aussi contraints. Voilà la raison pour laquelle le véritable défi intellectuel que nous avons à relever est celui de la multiplication de circuits de financement soit bancaires, soit autres, et ceci au niveau interne comme au niveau externe.

306

Nous nous proposons donc de réfléchir aux solutions de financements d'investissements qui pourraient soutenir la conjoncture avec là aussi une innovation : ces financements mobilisant de l'épargne privée ayant un statut d'opération privée pourraient très largement se substituer à des financements plus traditionnels, publics, dans le but de soulager le plus possible les budgets publics et de leur éviter tout dérapage. Mais l'objectif, essentiel aujourd'hui, de créer des nouveaux marchés de la dette ne peut se contenter de traiter des marchés fermés destinés aux résidents. Les mois qui viennent verront des fluctuations extrêmement amples, notamment entre l'euro et le dollar, liées entre autres aux restructurations des portefeuilles des banques centrales des pays émergents. La relance de l'économie mondiale passe donc également par cette mobilisation de l'épargne mondiale, plus équilibrée entre les marchés de la dette européenne et américaine. Il nous semble que dans la continuité de ce qui a été dit, il est essentiel d'accroître et d'approfondir le marché de la dette en euros combinant ainsi l'avantage de financer des investissements européens et de limiter la volatilité de l'euro.

UNE CROISSANCE INCROYABLEMENT INUTILE DE LIQUIDITÉS

Le mot important est celui d'inutile. Il est impossible de comprendre l'origine de la crise bancaire, l'incroyable créativité en termes de produits

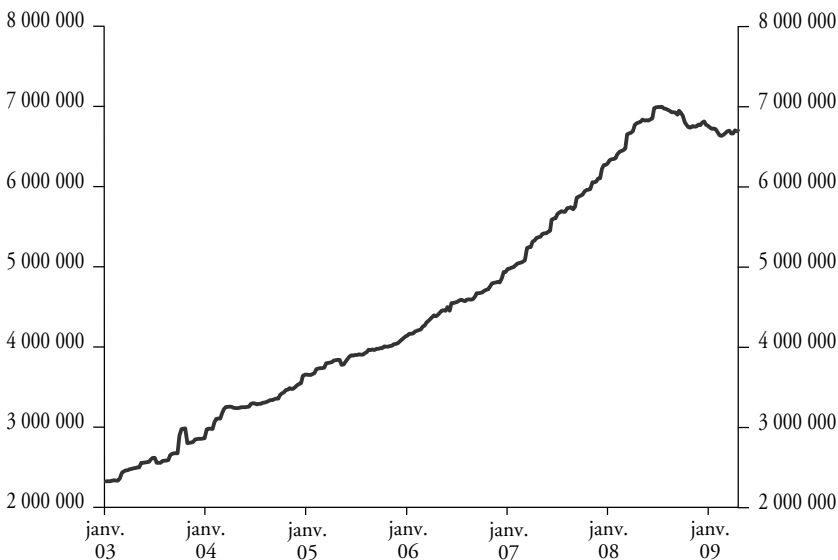
financiers totalement désolidarisés de l'économie réelle, si l'on n'a pas en perspective cette masse inconnue jusqu'alors par son ampleur, de liquidités auxquelles les banquiers ont trouvé des usages purement financiers. Rappelons des faits bien connus : l'accroissement des réserves de change ces dernières années, principalement des pays exportateurs de pétrole ou de matières premières et des pays asiatiques, a été effectivement une première dans l'histoire économique mondiale.

En effet, les réserves de change, en un peu moins de cinq ans, ont pratiquement quintuplé. Ceci est à la fois l'illustration et l'origine de l'extraordinaire dynamique de l'économie mondiale, mais surtout de la non-stérilisation de ces réserves.

Ces réserves furent essentiellement investies en dettes libellées en dollars américains, 1 900 Md\$, comme ce fut le cas pour la Chine qui, à elle seule, totalise près du quart des réserves de change mondiales. Mais derrière cette apparente réussite, se profilaient évidemment les raisons de la chute. Les graphiques 1 et 2 (ci-après) résument bien ces dernières années : cette accumulation spectaculaire de réserves de change et leur utilisation pour tout actif quel qu'il soit à condition qu'existent les instruments financiers d'intervention sur les marchés le concernant.

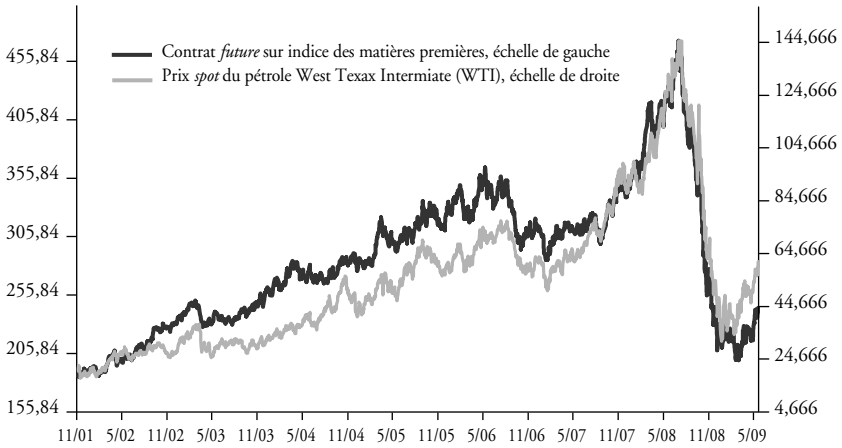
307

Graphique 1
Évolution des réserves mondiales de change
(en M\$)



Source : Bloomberg, mai 2009.

Graphique 2
Prix des matières premières et du pétrole



Source : Bloomberg, mai 2009.

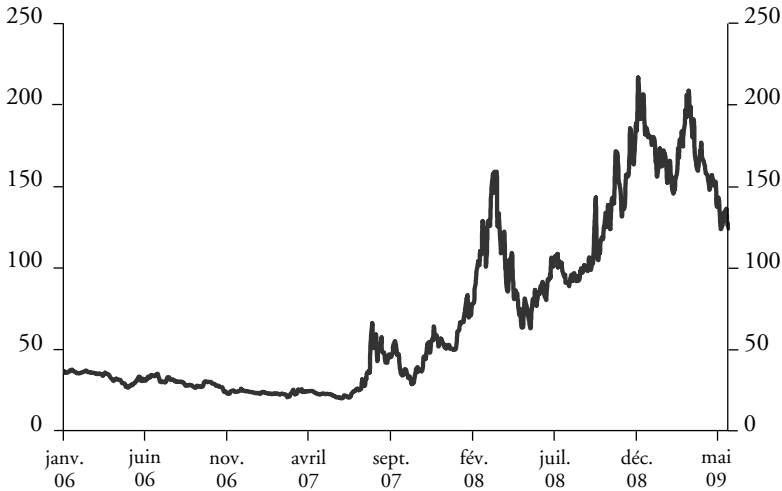
Les prix des matières premières et du pétrole n'auraient jamais crû ainsi s'ils n'avaient été l'objet de bulles, c'est-à-dire d'argent inutile, puisqu'on ne retrouve pas un niveau d'investissement réel correspondant à cette hausse de prix qui est donc bien, pour partie, spéculative. Bien entendu, de nombreux autres actifs furent de véritables points d'accumulation de bulles permettant ainsi le développement des techniques financières, somme toute assez banales, comme les titrisations. Mais ce qui est moins banal, c'est que les titrisations, qui en elles-mêmes sont des techniques utiles, n'ont pas été développées pour alléger réellement les bilans des banques et générer des fonds propres permettant ainsi des formes de crédits plus utiles pour les économies. Sur ce plan-là, les SIV (*special investment vehicles*) liés à des titrisations exclusivement investies en CDS (*credit default swaps*) ont été l'exemple parfait d'un détournement de procédures.

*LE BASCULEMENT DES ÉCONOMIES DANS LA CRISE :
 CONSÉQUENCE DU CARACTÈRE INCONTOURNABLE
 DES LIQUIDITÉS*

Trop de liquidités incontrôlées et largement inutiles ont entraîné, à un moment déterminé, le gel des positions des uns et des autres et dans les faits, la crise, clairement identifiée, des liquidités des institutions financières prises individuellement. Sur ce plan-là, la crise financière actuelle est très originale, puisque c'est la première fois que les primes de risque augmentent considérablement avant les

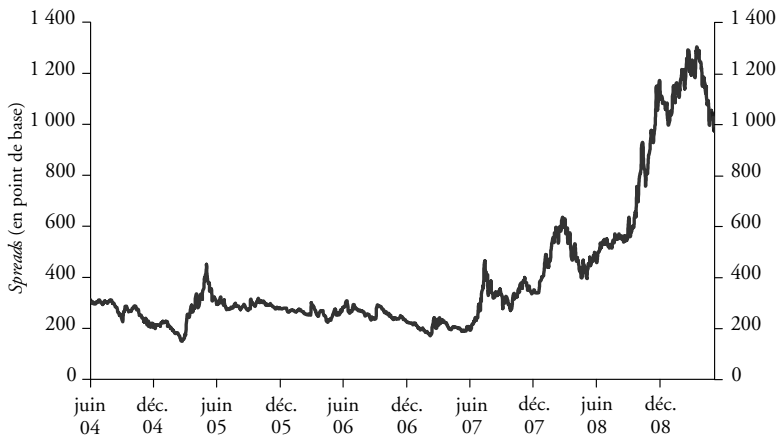
défaillances des entreprises. Ceci est le reflet d'une restriction considérable de la liquidité sur les marchés du crédit bien plus qu'une dégradation importante des fondamentaux des entreprises. Les graphiques 3 et 4 montrent bien l'augmentation généralisée des primes de risques dans le secteur des entreprises.

Graphique 3
Évolution du contrat iTraxx Main 5 ans en Europe
Émetteur *investment grade*



Source : Bloomberg, mai 2009.

Graphique 4
Évolution du contrat iTraxx Crossover 5 ans en Europe
Émetteur *speculative grade*

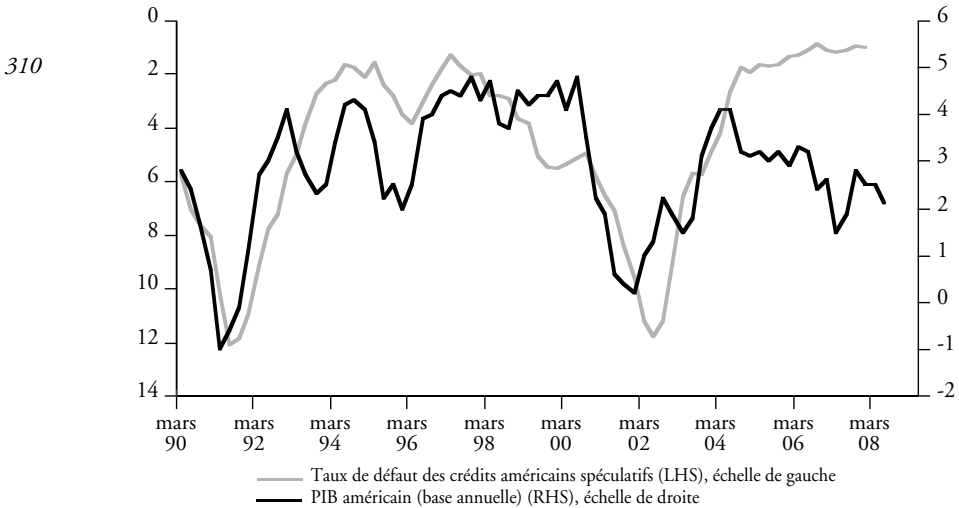


Source : Bloomberg, mai 2009.

Le résultat est connu. Les États-Unis et la zone euro ont plongé dans la récession. Il est donc nécessaire de repenser complètement les circuits de financement de manière suffisamment efficace pour éviter que cette récession ne se transforme complètement en crise.

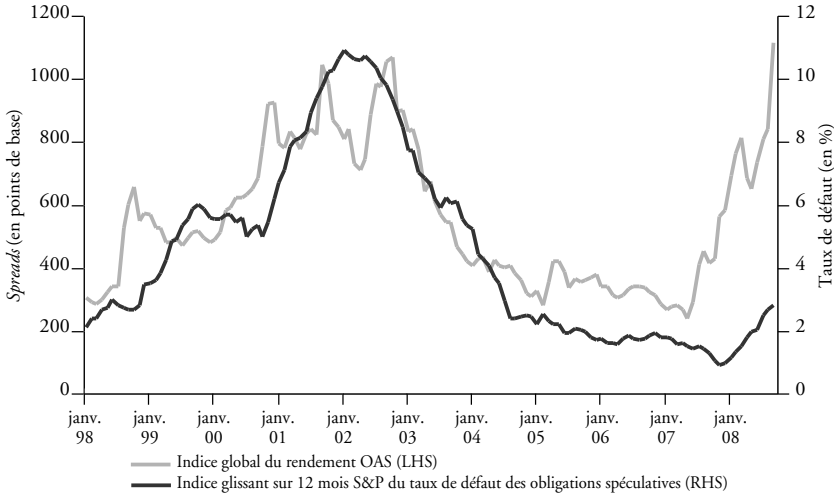
En réalité, la crainte générale est celle d'une transmission de ces difficultés de liquidités au crédit. Cette crainte n'est pas inventée, comme on le voit dans les graphiques 5 et 6 ci-après, spécifiques à l'économie américaine, qui montrent bien les caractères simultanés de la baisse de la croissance, de la hausse des faillites et de celles des *spreads*. Le cycle cumulatif à la baisse est malheureusement en marche.

Graphique 5
Taux de défaut et taux de croissance du PIB aux États-Unis
(en %)



Sources : Bloomberg, Merrill Lynch.

Graphique 6
Spread moyen des émissions spéculatives
et évolution du taux de défaut



Sources : Bloomberg, Merrill Lynch.

311

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE : PREMIÈRE VICTIME DE L'EXCÈS DE LIQUIDITÉS

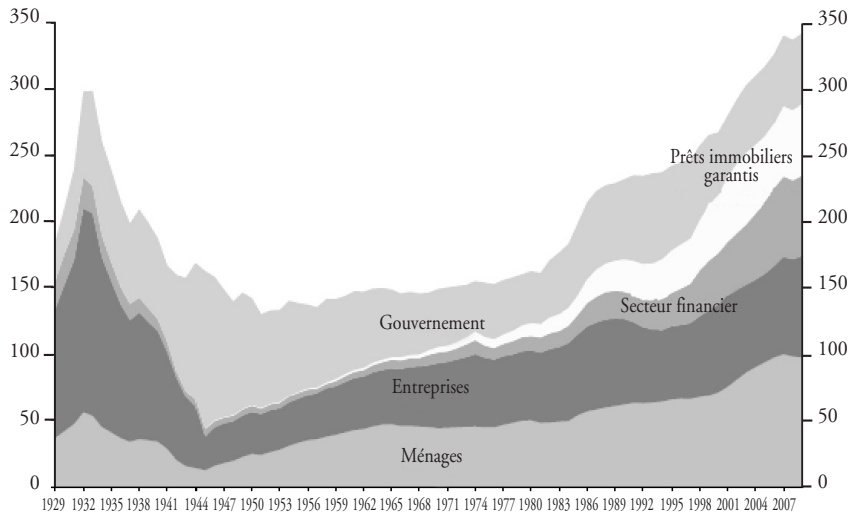
Chacun le sait, l'économie américaine s'est artificiellement développée ces dernières années par un excès d'endettement de tous les acteurs économiques. Ceci a concerné tous les agents, l'État fédéral, les ménages *via* les prêts hypothécaires et donc les banques, et enfin la titrisation des crédits aux ménages ou aux entreprises. Ce mécanisme a permis d'auto-entretenir ce cycle d'endettement jusqu'à la hausse récente des taux de défaut des prêts hypothécaires.

En fait, le marché du crédit aux États-Unis est désormais fermé. Or, on prête souvent au marché du crédit un pouvoir prédictif de la situation de l'économie.

Les volumes d'émissions de titres de créances négociables émis à moins d'un an se sont effondrés pour retrouver les niveaux de juillet 2005. Ces instruments sont primordiaux pour le financement du poste client des entreprises.

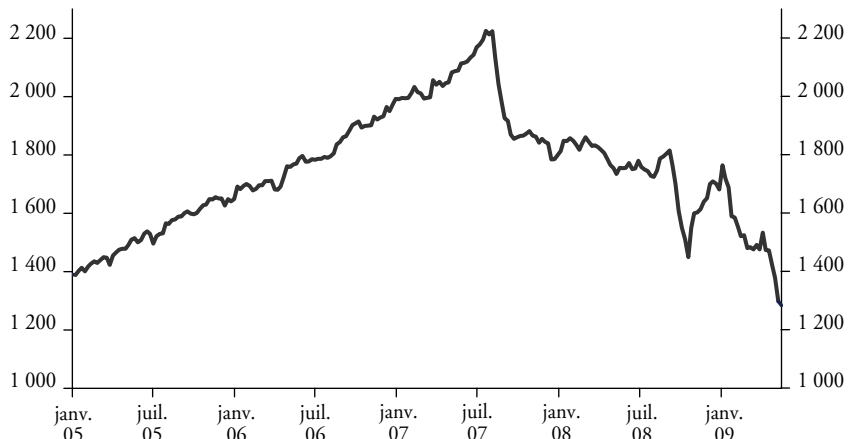


Graphique 7
Supercycle de la dette, marché du crédit américain, ratio dette/PIB
(en %)



Sources : MorganStanley, Federal Reserve.

Graphique 8
Encours de papier court terme émis par les entreprises américaines
(en M\$)



Source : Bloomberg.

La conclusion s'impose : il est crucial de débloquer rapidement les marchés du crédit, si nous souhaitons éviter de rentrer dans un cycle conjoncturel à la baisse.

LES BANQUES CENTRALES DÉSORMAIS AU CŒUR DU FINANCEMENT DES ÉCONOMIES

On ne peut pas reprocher aux banques centrales d'avoir manqué d'audace depuis le démarrage de cette crise financière. Elles ont été très imaginatives, très réactives avec des attitudes différentes ou des réponses différenciées et imposées par la nature des problèmes de chaque système bancaire. Elles ont, en réalité, tenté de se substituer à un système bancaire, dont on sait qu'il n'est pas sorti de ses difficultés et qu'une rechute est possible.

Les premières réponses communes aux banques centrales appartiennent à l'univers du traditionnel, lorsque surgit une crise financière.

Tout d'abord, la baisse des taux directeurs, afin de soutenir l'activité économique et de reconstituer les marges bancaires. Le 8 octobre 2008, les banques centrales ont baissé de concert leurs taux directeurs de 50 points de base. Il faut remonter aux événements du 11 septembre 2001 pour retrouver une telle coordination.

Ensuite, face à la persistance d'une illiquidité sur le marché interbancaire, les banques centrales ont injecté des liquidités. La particularité est que cette fois-ci les banques ne se prêtaient plus entre elles et donc la liquidité ne circulait plus.

De nombreuses banques de dépôt, principalement, ont thésaurisé des liquidités bien au-delà de leurs besoins, en refusant de prêter à des contreparties qualifiées d'incertaines pour ne pas prendre le risque d'en manquer à leur tour.

Dans cet environnement d'assèchement durable de la liquidité interbancaire, les banques centrales se sont partiellement et progressivement substituées au marché pour prêter aux banques de façon bilatérale.

La Banque centrale européenne (BCE) s'est distinguée, dès le démarrage de la crise financière de ses consœurs, par les montants alloués sur le marché monétaire, par l'allongement des maturités des pensions et enfin par des apports de liquidités en dollars aux banques européennes grâce à des accords de *swap* de devises. Les concours de la BCE aux banques européennes ont fluctué de 400 Md€ à plus de 600 Md€ au quatrième trimestre 2007.

Les montants des injections de liquidités pour éviter tout risque systémique ont donc été à la hauteur de l'intensité de cette crise financière ou des effets de levier extrêmement élevés constatés dans le système bancaire.

La BCE et, par la suite, ses consœurs n'ont pas hésité à passer d'un rôle de régulateur du marché interbancaire à un rôle de banque pivot du système bancaire en fournissant ou en distribuant de façon bilatérale des liquidités ou en prenant en pension une palette d'instruments financiers de plus en plus large sur des maturités allant jusqu'à trois mois ou en reconduisant les opérations annoncées.

En injectant de façon massive des liquidités et en se positionnant directement en contrepartie des banques sur le marché, la BCE a donc réagi de façon totalement adéquate pour éviter que la défaillance d'une banque ne déclenche un risque systémique.

Cette crise financière exceptionnelle par son intensité a contraint les banques centrales à une palette de nouvelles mesures sans précédent en vue de stabiliser le système financier. Ces mesures ont été, pour les principales banques centrales, américaine, britannique et de la zone euro, « ressemblantes », même si la Federal Reserve a, à l'évidence, une longueur d'avance notamment sur la BCE. Mais il n'est pas impossible d'espérer quand on voit la récente décision de la BCE d'acheter environ 60 Md€ d'obligations sécurisées.

Les banques centrales ont engagé six types de mesures :

- *injections de liquidités*. Les banques centrales ont augmenté l'encours des injections hebdomadaires contre un éventail de garanties. Aux États-Unis, l'encours des facilités a été augmenté de 900 Md\$, dans le cadre d'un accord nommé la Term Auction Facility ;
- *modifications des garanties admissibles*. Pour fournir des liquidités aux banques, les banques centrales ont élargi la gamme des titres acceptés en collatéral ou en nantissement ;
- *assurance des dépôts*. Pour éviter une nouvelle affaire Northern Rock et donc voir une banque se faire prélever ses liquidités par des retraits massifs des déposants, les autorités, comme la Federal Deposit Insurance Corporation aux États-Unis, ont accru la couverture des dépôts par l'État en augmentant le plafond de protection des dépôts. Au sein de l'Union européenne, les États peuvent offrir une couverture plus importante à hauteur de 100 000 euros contre 50 000 euros auparavant ;
- *garantie du passif des banques*. Les États ont également mis en place des garanties visant les prêts interbancaires, les créances comme les nouvelles émissions obligataires de banques et d'autres éléments du passif. Aux États-Unis, le Temporary Liquidity Guarantee Program est le nom du programme de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) s'appliquant aux dettes de premier rang ou senior. En Europe, des pays comme l'Irlande ou la Grèce ont accordé leur garantie aux

nouvelles émissions des banques. En France, aucune garantie directe de la dette bancaire n'a été accordée. L'État a créé la Société de financement de l'économie française (SFEF), détenue à 34 % par l'État français, dont l'objet est de donner la possibilité aux banques d'emprunter plus facilement et moins cher sur les marchés. Pour être précis et complet, rappelons que Dexia a bénéficié, de concert, de la garantie des États luxembourgeois, belge et français ;

- *injections de capital*. Les États américain, britannique et européen ont prévu des apports de fonds publics pour augmenter le capital des banques. Le Troubled Asset Program permet aux institutions financières aux États-Unis de solliciter la participation du Trésor sous forme d'actions privilégiées. En France, comme dans d'autres pays européens, des programmes d'injections de capitaux ont été mis en place sous forme d'actions avec droit préférentiel ou d'émissions de titres très subordonnées ;

- *acquisitions d'actifs*. Les banques centrales ont mis en place des programmes d'achat d'actifs adossés à des titres de créances hypothécaires. C'est aux États-Unis, épicentre de la crise financière, que ces programmes sont les plus ambitieux et visent à chaque fois à fluidifier le marché de la titrisation, les fonds monétaires et donc les conditions d'accès au crédit. Le Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) a été annoncé en novembre 2008 et mis à jour dans son champ d'intervention et dans ses montants le 10 février 2009. Le programme pourra reprendre jusqu'à 1 000 Md\$ d'actifs sous forme de *non-recourse loans* aux détenteurs d'émissions d'ABS noté AAA, de prêts hypothécaires à l'automobile ou aux étudiants, originés sur le marché américain. Les échéances de ces prêts sans recours accordés aux banques par la Federal Reserve ont été portées à trois ans au lieu d'un an dans sa première version. Chaque établissement peut solliciter la Banque centrale uniquement en contrepartie d'actifs éligibles.

315

Ce qui est extraordinaire, c'est que chaque étape coûte plus cher que la précédente, il n'est pas inutile de rappeler les coûts des sauvegardes de la banque Bear Stearns, 30 Md\$, et le soutien à AIG qui est évalué à plus d'une centaine de milliards de dollars, à aujourd'hui.

Au total, les bilans des banques centrales ont explosé.

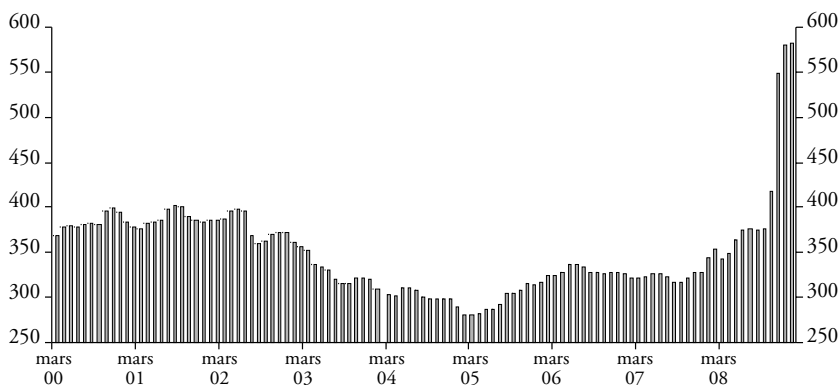
Tout cela pour rien ? Bien sûr que non. Les banques centrales ont permis de soutenir le système bancaire, d'éviter un risque systémique, et ont joué un rôle non négligeable dans les circuits de financement de l'économie.

Le premier objectif a été partiellement rempli, même si, comme on l'a vu, la crise bancaire n'est pas finie.

Tableau 1
Mesures prises par la Federal Reserve depuis la crise

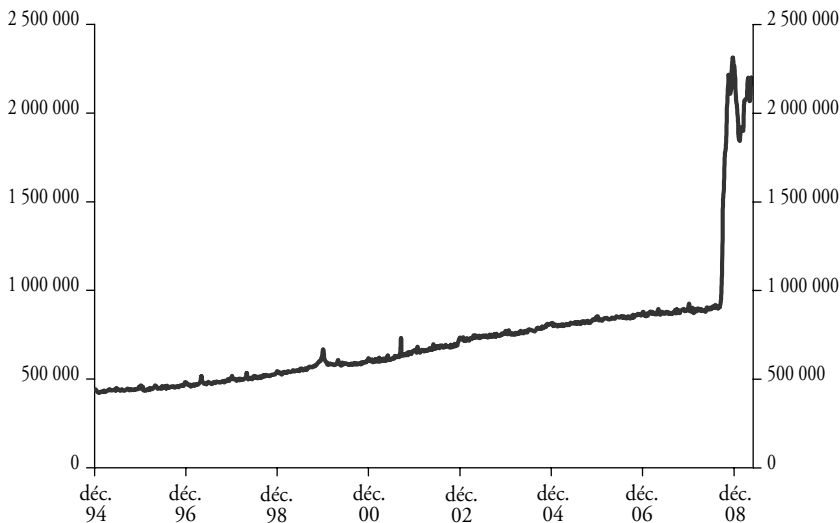
Nom du programme	Montant potentiel engagé à fin 2008 (en Md\$)	Durée du programme	Mode	Collatéraux et durées
Term Auction Facility (TAF)	600 450	Aussi longtempse que nécessaire	Adjudication bimensuelle au guichet d'escompte	MBS, titres ou bons du Trésor Pensions de durée 28 jours ou 84 jours
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	Inconnu 24	Jusqu'au 30 octobre 2009	Programme de rachat auprès des banques de <i>commercial papers</i> adossé à des ABCP (<i>asset-backed commercial paper</i>) détenus dans leurs fonds monétaires	
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	1 800 334	Jusqu'au 30 avril 2009	Le CPFF à la Federal Reserve permet d'acquérir directement des entreprises financières et non financières des titres de créances d'entreprises financières et non financières	Dans la réalité, la Federal Reserve accorde des lignes de crédit à des marges qui sont fonction de la nature du collatéral
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	1 000	Trois ans à compter des premiers triages	Le TALF permet le rachat de MBS notés AAA sur une durée maximum de trois ans	

Graphique 9
Actifs à la BCE
 (en Md\$)



Sources : Bloomberg, BCE, février 2009.

Graphique 10
Actifs à la Federal Reserve
 (en Md\$)



Sources : Bloomberg.

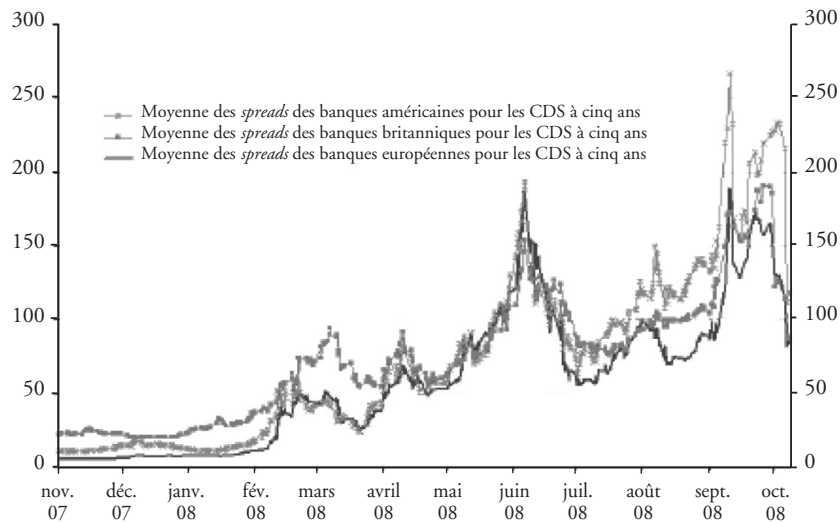


MOBILISER ENCORE DES LIQUIDITÉS POUR ÉVITER LA CRISE RÉELLE

Mais tout n'est pas perdu, il est possible de mobiliser encore des liquidités pour éviter la crise réelle.

Le pire n'est jamais sûr et la réactivité des pouvoirs publics dans les derniers mois, tant aux États-Unis qu'en Europe, ont été remarquables. Les différents plans mis en place par les gouvernements et les banques centrales ont permis un début d'amélioration du marché du crédit. Notamment les *spreads* des banques mesurés par les CDS à cinq ans ont fortement diminué ces derniers jours.

Graphique 11
Spread des CDS de banques après l'annonce des plans



Source : Morgan Stanley.

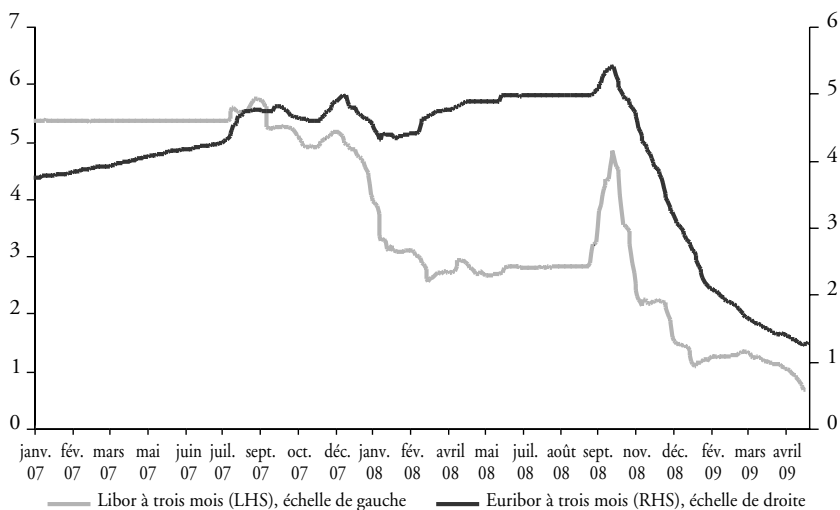
Mais on est encore loin d'un retour de la confiance qui pourrait se traduire par un marché interbancaire plus fluide et des banques qui se prêtent entre elles. Certes, sur le court terme, le marché monétaire est revenu à la quasi normale, c'est-à-dire avant la faillite de la banque Lehman Brothers. Mais la confiance n'est toujours pas là. Les conditions de refinancement sur le marché restent toujours tendues pour les banques et les entreprises. On comprend que la Federal Reserve ou d'autres banques centrales maintiennent en place des guichets pour racheter des titres de créances à court terme.

Autre signal positif : la relance du marché obligataire du crédit, tant en Europe qu'aux États-Unis, commence à s'opérer au premier trimestre 2009 grâce à des taux courts au plus bas depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale qui contraignent les détenteurs de cette liquidité à un gigantesque recyclage.

Les marchés du crédit et principalement des obligations *corporate* ont été extrêmement actifs les deux premiers mois de 2009. Avec 82 Md\$ d'émissions, ce montant représente un pourcentage de plus de 50 % des encours émis pour l'année 2007 comme l'année 2008.

Ceci met en évidence que les circuits du crédit restent profondément grippés, dans la mesure où les banques ne peuvent plus offrir des lignes de crédit aux grandes entreprises. Celles-ci n'ont d'autre alternative que d'émettre une obligation à un *spread* très élevé pour s'assurer le placement auprès des investisseurs.

Graphique 12
Libor et Euribor à trois mois
(en %)



Source : Bloomberg.

Tableau 2
Émissions non financières entre 2001 et 2009
 en (M€)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Janvier	23 385	22 688	24 850	11532	9 750	11 225	9 802	7 825	48 500
Février	12 004	9 780	19 640	4 562	4 520	11 135	11 235	5 120	33 600
Mars	23 607	17 365	3 930	9 130	8 645	10 435	17 275	10 275	
Avril	18 909	15 971	15 565	6 291	4 115	6 145	8 125	17 840	
Mai	21 682	22 197	16 221	14 486	6 875	17 600	17 055	19 455	
Juin	21 211	12 038	24 026	10 617	19 865	11 580	17 600	14 165	
Juillet	23 280	4 825	13 037	13 013	2 300	5 100	3 300	6 190	
Août	4 265	2 168	1 325	722	1 500	5 450	2 000	10 925	
Septembre	6 543	9 849	18 443	13 755	6 550	13 567	12 825	7 100	
Octobre	17 126	3 119	12 715	6 332	4 500	12 880	13 315	3 650	
Novembre	21 488	9 126	10 987	7 109	15 925	18 880	6 320	23 050	
Décembre	6 661	7 258	4 538	3 350	2 665	2 140	4 400	7 875	
Total	200 161	136 384	165 277	100 899	87 210	126 137	123 252	133 470	82 100

Source : Société générale.

*LES PLANS AMÉRICAINS ET EUROPÉENS
 TENTENT DE LUTTER
 CONTRE CETTE CRISE DE LIQUIDITÉS
 POUR RELANCER LE FONCTIONNEMENT DU CRÉDIT*

L'épargne mondiale, depuis l'accentuation de la crise, s'est reportée sur des actifs liquides et court terme ou sur des dettes étatiques.

La raison en est simple, c'est l'extrême incertitude dans lesquelles se meuvent les liquidités, comme on peut le voir sur cette incroyable montée de la volatilité dans la dernière période et sa baisse récente conséquence de la levée des incertitudes sur les fameux *stress tests* des dix-neuf banques américaines et des succès de certaines augmentations de capital qui ont suivi ces annonces.

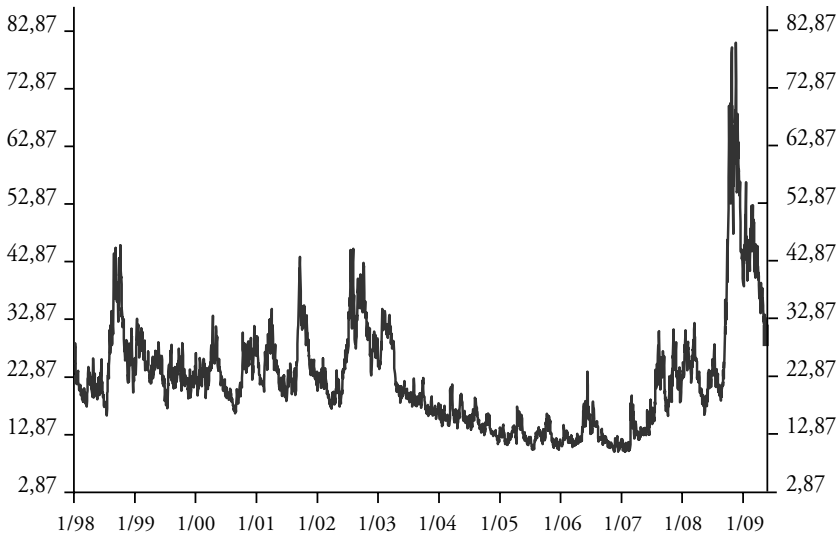
Or, les plans Paulson, Brown et Sarkozy ont, à juste titre, tout centré sur la liquidité, mais cela ne suffit pas pour réamorcer la pompe du crédit.

Il va donc falloir réinventer des instruments financiers simples, faciles à valoriser et accessibles à un plus large éventail d'investisseurs et, disons-le, aux particuliers détenteurs d'une part non négligeable de cette épargne.

Graphique 13

Volatilité du marché des actions américaines

(en %)



Source : Bloomberg, mai 2009.

321

Les banques centrales devront en permanence être proactives pour mettre en place des mécanismes de refinancement des actifs invendables des institutions financières, mais aussi pour reprendre des billets de trésorerie ou des certificats de dépôt acquis par des entreprises ou des fonds mutuels, afin d'éviter à tout moment que le marché ne se ferme et donc ne freine la circulation de cette liquidité.

Les banques centrales n'ont donc plus le choix. Elles doivent se positionner, au moins pour un certain temps, peut-être plusieurs années, au centre de leur marché monétaire respectif et mettre tous les plans en place pour assurer la circulation de la liquidité et des instruments financiers. Ce travail a parfaitement été réalisé au fur et à mesure du développement de cette crise financière par la Federal Reserve ou par la BCE et il faut souhaiter qu'il se poursuive.

La remise en ordre des marchés de la dette passera inévitablement par plus de marchés organisés, des marchés organisés avec des chambres de compensation pour annuler le risque de contrepartie, et par une réglementation stricte afin d'encadrer l'utilisation d'instruments financiers négociés de gré à gré, pour les institutions financières, banques ou compagnies d'assurance et pour tous les gestionnaires financiers.

La bonne illustration en est la faillite de la banque Lehmann Brothers. Son coût est estimé à 400 Md\$, car cette institution était une importante contrepartie sur les marchés de dérivés de crédit, un marché de gré à gré exclusivement.

Autre insuffisance des plans en cours, il est utile de rappeler que cette crise provient essentiellement d'un mauvais fonctionnement des marchés de la dette et non des marchés d'actions qui offrent une meilleure transparence et une meilleure liquidité sans la dictature de certaines banques d'investissement ou de certaines agences de notation. Cette crise est due à une financiarisation excessive des marchés des matières premières.

Pour illustrer ce qu'il faut faire, il est nécessaire de suivre les marchés à terme organisés sur des contrats de *futures* de taux à dix ans ou encore sur des contrats d'indices boursiers, parce que ces marchés permettent de prendre un risque en couverture ou en spéculation sans se soucier du risque de contrepartie.

La faillite de la banque d'affaire Lehmann Brothers et l'importance des dégâts collatéraux ne seraient sans doute pas arrivées, si le marché des dérivés de crédit avait été parfaitement organisé autour d'une chambre de compensation.

En conclusion, on voit bien où se situent les mesures urgentes à prendre, au-delà des derniers plans publics.

*SEPT PROPOSITIONS DE MOBILISATION
DES LIQUIDITÉS ET DE TRANSFORMATION
DES CIRCUITS DE FINANCEMENT,
OU L'ART DE BIEN UTILISER LES LIQUIDITÉS*

La résolution de cette crise financière prendra du temps. Mais il faut absolument que des transformations profondes soient mises en œuvre pour relancer les circuits de financement de l'économie. Les ordres de grandeur doivent être importants, bien supérieurs à ce que l'on évoque aujourd'hui, susceptibles de soutenir des activités fortement déprimées en Europe et aux États-Unis. Il ne s'agit évidemment pas de jouer indéfiniment sur les déficits publics, essentiellement parce que les États n'ont que des capacités de redistribution, peu de possibilité d'absorption et de financement rapide. L'objectif est de mettre en place des circuits de financement courts et efficaces, mobilisant de l'épargne privée à destination du système productif. Sur ce plan-là, la création du fonds souverain à la française, en dépit d'un nom maladroitement connoté, est une bonne illustration par sa méthode, ses objectifs et son ordre de grandeur.

La baisse des taux d'intérêt

À tout seigneur, tout honneur, il s'agit plus d'une condition plus nécessaire que suffisante. Comme on le constate, le ralentissement de l'économie est mondial et le découplage entre les économies émergentes et les pays développés est une simple vue de l'esprit.

Il est donc essentiel que la baisse des taux courts dans les principales zones se poursuive de façon homogène avec les deux objectifs suivants : améliorer les conditions du crédit et celui des banques, et éviter des niveaux de taux d'intérêt court terme entre pays offrant des opportunités d'opérations de *carry trade*.

La détente monétaire doit donc se poursuivre à pas accélérés pour éviter une récession majeure en Europe et rendre les courbes de taux d'intérêt positives : une condition nécessaire pour rendre la transformation des banques positives.

Les banques centrales européenne et anglaise doivent poursuivre cette politique sur le même rythme, afin de rejoindre le niveau des taux des *federal funds* américains. En fait, les économies américaine, européenne, britannique et japonaise ont besoin de taux court terme réels négatifs ou nuls.

C'est à cette condition aussi que l'épargne des ménages en France et en Europe se tournera, dans un premier temps, vers des actifs financiers de durée plus élevée et ensuite, une fois la confiance retrouvée, vers des biens de consommation courante.

323

Réouvrir des circuits de financement spécialisés

La reprise économique mondiale, et particulièrement en Europe, passera inévitablement par le rétablissement de la fonctionnalité et de la confiance dans le système financier.

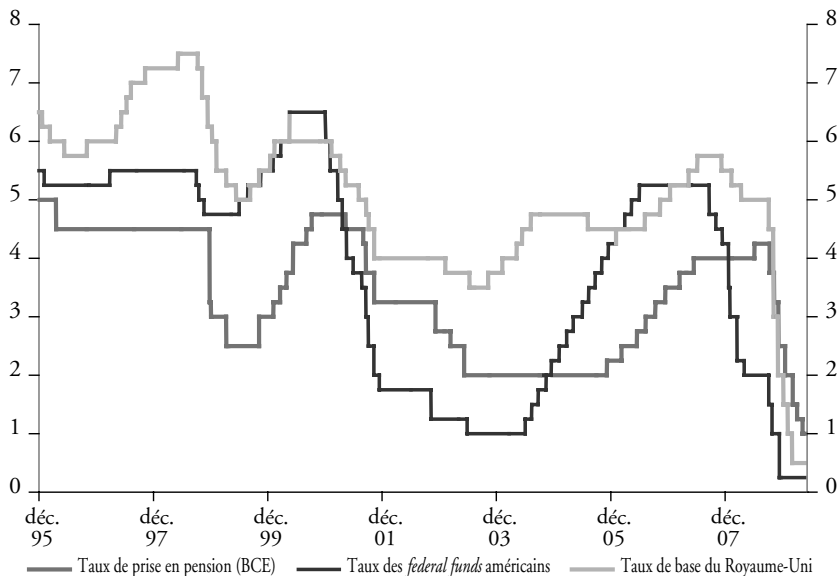
Le système bancaire actuel risque de ne pas pouvoir financer suffisamment les économies et cela pour plusieurs mois, voire plusieurs années. C'est pour cela que les gouvernements doivent agir rapidement par la création de nouveaux circuits de financement contournant ou suppléant le système bancaire existant. L'objectif premier est de favoriser le plus rapidement possible le financement de l'ensemble des actifs.

Les solutions sont multiples, car aucune prise individuellement ne peut offrir une perspective assez certaine de stabilisation de l'activité.

La réduction de l'effet de levier dans les banques prendra du temps, car la durée des actifs, même de qualité, est en moyenne de plusieurs années.

Pour relancer le financement aux ménages, aux entreprises et enfin aux collectivités locales, il faut réactiver des structures comme la Caisse de refinancement de l'habitat, ou des banques spécialisées comme Oséo, ou redéfinir en profondeur les missions de Dexia Crédit Local de France.

Graphique 14
Comparaison des politiques monétaires
 (en %)



Source : Bloomberg, mai 2009.

324

La Caisse de refinancement de l'habitat avait permis une titrisation extrêmement positive des prêts au logement consentis par les établissements de crédit actionnaires. Cette institution financière donnerait l'opportunité aux banques actionnaires de céder des prêts hypothécaires consentis conformément au Code de la consommation française. Celui-ci, rappelons-le, a montré, durant ces dernières années, toutes ses qualités. Ce dispositif pourrait être dupliqué aussi pour les prêts destinés aux PME françaises.

Enfin, une fois restructuré et recapitalisé, Dexia Crédit Local de France doit redevenir ce qu'elle était : une institution financière au service du financement des collectivités locales et des grands projets.

Une politique de grands emprunts

C'est le moyen, au niveau national et européen, de financer une large partie d'équipements collectifs avec une définition très large de l'équipement qui peut inclure une large partie d'investissement dans le domaine de la recherche. On voit bien que le vrai sujet est de modifier profondément la frontière entre public et privé et d'admettre que le capital fixe utilisé pour la fourniture de services collectifs n'a pas vocation naturelle à être propriété publique et peut correspondre à des rémunérations de type loyers.

Mais il faut que les grands emprunts puissent réunir une bonne qualité de signature : proche du risque de l'État français, mais n'ayant pas la garantie explicite pour échapper aux critères du traité.

Ouvrir réellement des émissions obligataires aux ménages

Aujourd'hui, la liquidité est abondante. Les ménages en France ont peu investi en actifs risqués, mais plutôt dans des supports comme les dépôts réglementés, l'assurance-vie et les fonds monétaires, et ne sont donc que partiellement touchés par la crise financière. Or, la rentabilité des fonds monétaires est aujourd'hui proche de zéro après déduction des frais de gestion.

Pour illustrer nos propos, il faut savoir que l'encours de l'industrie de la gestion des OPCVM enregistrés à Paris a dépassé les 1 000 Md€ à la fin 2007 : 40 % de cet encours sont investis en OPCVM de trésorerie et 27 % en OPCVM actions.

Si la BCE poursuivait la baisse de son principal taux directeur à 0,50 %, c'est alors plusieurs dizaines de milliards d'euros qui pourraient être progressivement mobilisés. Il faut que quatre conditions soient remplies : au moins un risque de signature incontestable *investment grade*, une rémunération attractive, une fiscalité et un coût de gestion administrative nul.

Il est donc intéressant de favoriser cette ouverture des marchés aux particuliers qui permettrait de refinancer des structures différentes créées *ad hoc*, comme la Société de refinancement des participations de l'État ou nos grandes entreprises

La réactivation de telles institutions financières permettra, de plus, la sécurisation des circuits de financement des divers agents de l'économie et d'éviter toute dérive comme on a pu le constater dans certaines collectivités locales ou sociétés d'HLM ou encore chez certains investisseurs institutionnels.

Élargir le marché de la dette en euros

C'est peut-être le sujet le plus important, car il s'agit à la fois de mobiliser des liquidités de non-résidents pour les grands marchés financiers européens et, vraisemblablement, c'est le moyen de lutter contre une hausse non voulue de l'euro plus précisément. Le marché obligataire américain représente un encours de 21 000 Md\$ contre 14 000 Md\$ pour celui de la zone euro.

Le volume du marché secondaire est d'environ 60 Md\$ en zone euro dont près de 70 % sont des emprunts d'État.

Jusqu'à fin 2006, le volume négocié des seules émissions des agences fédérales américaines représentait celui des emprunts d'État de la zone euro.

Pour finir, nous pouvons constater que le marché américain offre régulièrement une liquidité supérieure à celle de son homologue européen : les écarts de prix sont moins importants pour les dettes libellées en dollars qu'en euros.

Les atouts du marché obligataire américain ont incité de nombreuses banques centrales à détenir des emprunts d'États américains en grande quantité, mais aussi à détenir des émissions de Fannie Mae ou Freddie Mac. Cette phase, qui a débuté à la fin des années 1990, coïncide avec la contraction des encours des valeurs du Trésor américain.

On imagine les problèmes diplomatiques majeurs que notre chère planète aurait eus si la Federal Reserve et le Trésor américain avaient tout simplement décidé de mettre en faillite ces institutions pour restructurer leurs endettements.

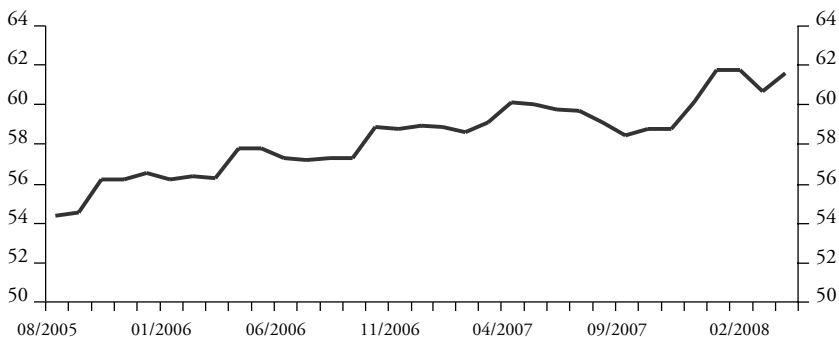
Le marché de la dette en euros a une opportunité historique d'offrir aux investisseurs non-résidents des meilleurs atouts que ceux de son homologue américain.

L'encours des réserves de change de nombreux pays donne l'information que les banques centrales limitent réellement leurs avoirs en euros à cause de la profondeur du marché.

La création d'émetteurs de qualité, quasi souverains, améliorera sans aucun doute la profondeur du marché obligataire sans prendre le risque d'une remontée des taux par un excès d'offres.

Aujourd'hui, les banques centrales étrangères limitent volontairement leurs détentions en dettes d'État libellées en euros du fait de la structure des échanges commerciaux, mais surtout par un marché de la dette en euros qui est de 14 000 Md\$ contre 21 000 Md\$ aux États-Unis.

Graphique 15
Détention par les non-résidents d'emprunts d'États français
(en %)



Source : Banque de France, mai 2008.

L'encours de la dette publique aux États-Unis et dans la zone euro est comparable, d'environ 5 000 Md\$.

Par contre, les titres des dettes privées (émis par des entreprises ou adossés à des actifs) représentent environ 15 000 Md\$ au États-Unis contre 8 000 Md\$ en zone euro.

*Surmonter les séquelles de l'éclatement de la bulle des actifs
par un nouveau cadre de politique monétaire*

Les pressions déflationnistes n'ont jamais été aussi importantes. Il est donc nécessaire d'adapter le cadre de la politique monétaire de la BCE, notamment sur le suivi des critères d'inflation.

Une politique monétaire avec des taux court terme réels, nuls, voire négatifs, aurait plusieurs avantages bien connus :

- un transfert de l'épargne placée à court terme vers des actifs plus long terme. Il est important de savoir que c'est environ 400 Md€ à 500 Md€ d'euros qui sont aujourd'hui dans des OPCVM monétaires et qui pourraient être mobilisés dans de l'épargne à long terme ;
- un accès à un taux de refinancement plus compétitif pour les banques ;
- toute baisse des taux court terme administrés aura un impact baissier sur les taux longs et donc sur les taux des prêts ;
- une courbe de taux fortement positive est une condition nécessaire pour les banques à la reconstitution de leurs marges et donc de leurs fonds propres.

Des taux court terme et long terme bas permettant un financement de l'économie réel sont les conditions absolument indispensables pour éviter une déflation des actifs de longue durée et pour provoquer une bulle de l'économie réelle.

Développer le capital-développement auprès des PME françaises

La crise du crédit va inéluctablement renforcer le rôle du capital-investissement, même de taille modeste, dans le tissu productif de l'économie française.

Rappelons que la France dispose d'une épargne abondante investie dans des produits très peu risqués, mais ne dispose pas d'une réglementation favorisant l'émergence d'une base très large d'investisseurs de haut de bilan. Il faut bien sûr revoir la réglementation prudentielle pour les investisseurs institutionnels de long terme qui reste très pénalisante.

Les investisseurs de long terme en France comme en Europe, par exemple les compagnies d'assurance, sont soumis par Solvabilité 2 à des exigences en fonds propres accrues aux titres des investissements en capital-investissement.

Pis encore, pour évaluer le capital exigible, Solvabilité 2 s'est fixée pour norme de couvrir la *value at risk* d'un portefeuille d'actions à un horizon d'un an. Une aberration, alors que nous savons que les actions issues du capital-investissement viennent en général couvrir les engagements les plus longs des passifs de ces compagnies d'assurance.

De plus, les réglementations prudentielles Solvabilité 1 et bientôt Solvabilité 2 ont servi de socles à la révision des réglementations des caisses de retraite (Agirc, Arco), des caisses d'assurance vieillesse, des mutuelles soumises au Code de la mutualité.

La réglementation prudentielle qui se met progressivement en place exclut donc tous nos investisseurs de long terme des investissements en actions non cotées issues du capital-développement.

Mais cela ne suffira pas. Le développement de ce type de fonds nécessite un maillage au niveau des régions, d'institutions financières dédiées à la prise de participation minoritaire de sociétés en croissance.

Même si l'histoire des sociétés de développement régional à la fin des années 1990 paraît bien loin, il nous semble aujourd'hui urgent de créer, sous la tutelle de la Caisse des dépôts et en partenariat avec la région et les banques régionales, ce type d'institutions financières en leur conférant une capacité d'intervention en fonds propres, en prêteurs de long terme sous la forme de prêts bonifiés, ou encore de crédit-bail immobilier dans les PME de la région.

L'objectif n'est pas de se substituer aux banques, mais d'éviter ou de prévenir une rupture temporaire de la liquidité des PME et donc de pérenniser leurs besoins en fonds de roulement.

En réalité, ces sept propositions sont d'abord là pour souligner trois idées simples. Les financements des plans de soutien sont disponibles, mais le sujet technique à résoudre est celui de réorganiser les circuits de financement de manière à canaliser l'épargne privée vers plus d'activités productives. C'est peut-être là la principale révolution à faire dans les esprits. Il suffit pour s'en persuader de se souvenir des difficultés que l'on a eues à compléter les régimes de retraite par répartition par des régimes de capitalisation, c'est-à-dire d'épargne longue. Le second point est celui de la difficulté forte pour les gouvernements de mesurer l'ampleur des besoins de financement. Ils viennent de nous donner un exemple magistral de leur aptitude à saisir les ordres de grandeur. Faut-il encore qu'ils montrent le même talent pour traiter de l'économie réelle. Enfin, la troisième idée est largement au cœur des propositions. Il existe déjà des circuits de financement, reste à les réactualiser, à les recalibrer, en un mot en faire de vrais instruments d'une politique économique adaptée à une situation d'exception.