

LES BIENFAITS DE LA CRISE

PATRICK ARTUS

Directeur de la recherche et des études, Natixis

La crise économique et financière qui se déclenche à l'été 2007 a bien sûr des conséquences très négatives : perte d'emploi, défauts sur les crédits, renforcement de l'excès de liquidité mondiale avec les dangers associés, perte de richesse sur l'immobilier et les actions, fragilisation des banques... Mais il ne faut pas oublier ses conséquences positives à plus long terme :

- *les financements seront réalisés avec moins de levier d'endettement et davantage de capital ou de ressources stables, ce qui est stabilisant ;*
- *le risque sera normalement valorisé, ce qui remplace une situation où tous les financements étaient pratiquement réalisés au taux d'intérêt sans risque ;*
- *l'allocation des risques, avec le freinage de la titrisation, pourra être plus efficace ;*
- *l'augmentation du besoin de capital va réduire le rendement du capital, ce qui contribue à la nécessaire diminution de l'exigence de rendement par les investisseurs ;*
- *les actifs financiers vont devenir plus simples et plus faciles à valoriser, donc plus liquides.*

Les conséquences évidemment négatives à court terme de la crise actuelle

La crise qui se déclenche à l'été 2007 a incontestablement de multiples conséquences négatives :

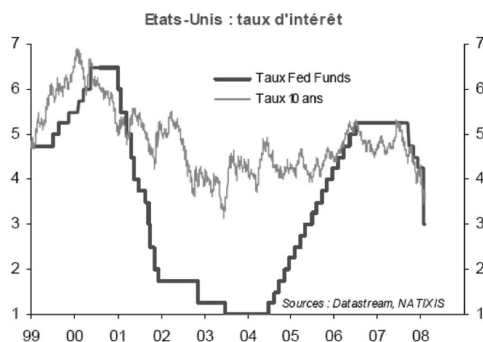
- une perte de croissance et donc d'emploi ; ce qui est déjà visible aux États-Unis, en Espagne, le sera plus tard dans les autres pays avec le freinage attendu de la croissance ;
- une hausse des défauts sur les crédits immobiliers aux États-Unis, mais aussi en Espagne, et à un moindre degré au Royaume-Uni, ce qui est d'ailleurs à la fois une conséquence et une cause de la crise ;
- une perte de richesse sur l'immobilier résidentiel,

sur les actions ;

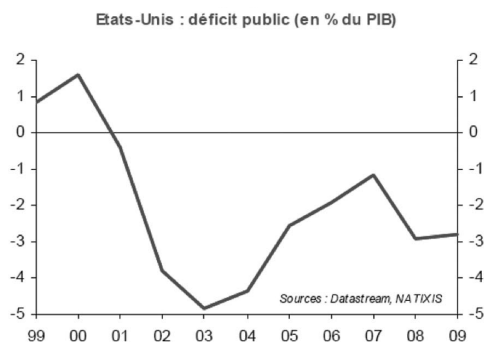
- une fragilisation des banques en raison des pertes dues aux défauts sur les crédits « *subprimes* » mais aussi du recul, souvent sans raison fondamentale, des prix de marché des actifs (obligations d'entreprise par exemple) ; la fragilisation des banques peut les amener à durcir les conditions du crédit donc à rendre plus difficiles les financements ;
- un renforcement de l'excès de liquidité mondiale ; la liquidité mondiale augmente très rapidement depuis le début des années 2000, ce qui est surtout dû – on le sait – à l'accumulation très rapide de réserves de change par les pays émergents et exportateurs de matières premières.

La crise pousse l'administration américaine et la Réserve fédérale (Fed) à mener des politiques très expansionnistes : baisse des taux d'intérêt, augmentation du déficit public (graphiques 1a et 1b).

Graphique 1a



Graphique 1b



Ces politiques empêchent la réduction du déficit extérieur des États-Unis, malgré le freinage de la demande intérieure, et affaiblissent le dollar avec la baisse des taux d'intérêt. Elles obligent donc les banques centrales à accumuler davantage de réserves pour obtenir la même stabilisation du dollar, d'où un surcroît de liquidité mondiale.

Ces conséquences négatives, sérieuses, de la crise – sur l'emploi, les emprunteurs, les banques, la disponibilité du crédit, la valeur des patrimoines, la liquidité mondiale compte tenu de la réaction de la politique économique aux États-Unis – sont assez systématiques et apparaissent dans toutes les crises. Cependant, les caractéristiques particulières de cette crise font aussi apparaître des conséquences favorables, à terme.

Conséquences positives à plus long terme de la crise de 2007-2008

Nous examinons ici :

- la structure des financements entre dette et capital (et ressources stables) ;
- la valorisation du risque ;
- la localisation des risques ;
- l'exigence de rentabilité ;
- la nature des actifs financiers.

■ Structure des financements entre dette et capital

La période précédant la crise a été marquée par une forte hausse du levier d'endettement de la part de la dette dans le total des financements. Cela concerne :

- les fonds d'investissement (fonds de *private equity*, graphique 2a ; *hedge funds*, graphique 2b) ;
- les entreprises, avec les rachats d'actions aux États-Unis, la hausse du taux d'endettement en Europe (graphiques référencés 3a-3b) ;
- les banques, soit parce qu'elles se finançaient sur les marchés et non à partir des dépôts (modèle de la « banque sans dépôts » comme par exemple Northern Rock au Royaume-Uni – tableau 1), soit en raison de la titrisation qui permettait aux banques de ne pas conserver les crédits dans leurs bilans – donc de réduire leur besoin de capital – et de faire porter ces derniers soit dans des véhicules financés par dette, soit par les investisseurs après structuration.

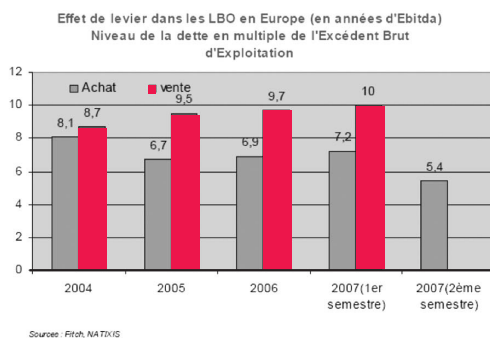
Tableau 1

Bilan de Northern Rock (Mds £)			
Actif		Passif	
Crédits	92,3	Dépôts	29,0
Actifs financiers	6,6	Notes	40,2
Autres	2,1	Obligations	6,2
		Covered bonds	17,9
		Capital	3,2
		Divers	4,5

Source : Natixis

LES BIENFAITS DE LA CRISE

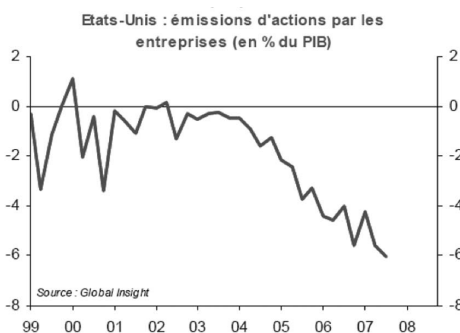
Graphique 2a



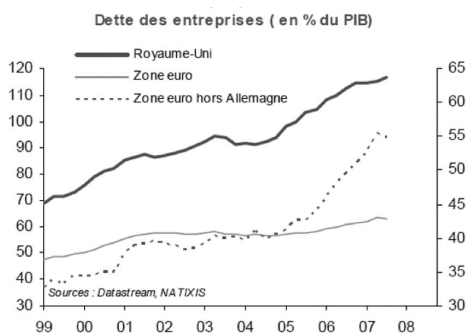
Graphique 2b



Graphique 3a



Graphique 3b



La crise a durablement :

- accru l'aversion pour le risque et fait monter les primes de risque (*cf. infra*), ce qui réduit le levier d'endettement optimal ;
- montré les dangers, en cas de crise de liquidité, du modèle de la banque sans dépôts ;
- réduit l'ampleur de la titrisation – nous y revenons plus loin – qui a ainsi augmenté le besoin de capital des banques.

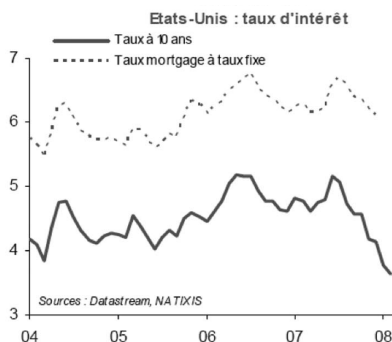
On devrait donc avoir, de manière permanente, davantage de capital et de ressources stables (dépôts pour les banques), moins de dette dans la structure des financements. Cela est stabilisant en réduisant – si le levier d'endettement est plus faible – le risque

de défaut en cas de choc ou de ralentissement économique.

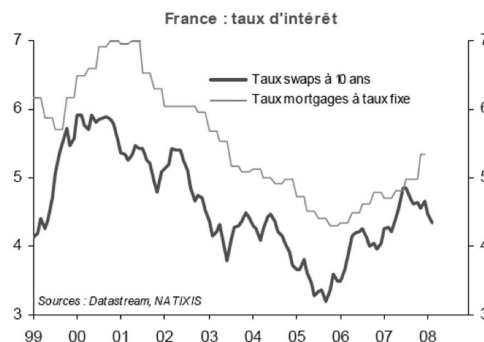
■ Valorisation du risque

Avant la crise de l'été 2007, les primes de risque étaient devenues extrêmement faibles sur les dettes des entreprises, sur les dérivés du crédit, sur les coûts de financement des banques à toutes maturités et de tous types, sur les crédits aux ménages dans certains pays (les graphiques référencés 4a-4b montrent les exemples des États-Unis et de la France où les *spreads* sur les crédits hypothécaires étaient devenus plus faibles que les risques de défaut).

Graphique 4a



Graphique 4b



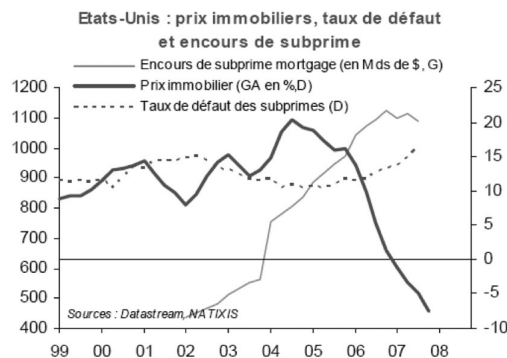
La crise provoque une ouverture exagérée des primes de risque (sur les entreprises, sur les banques), mais on peut raisonnablement penser que l'on retrouvera ensuite un niveau raisonnable de primes de risque, supérieur à celui – trop faible – observé avant la crise.

Cette revalorisation du risque est favorable : rien ne justifie, du point de vue de l'allocation optimale de l'épargne, que l'on prête aux entreprises, aux ménages ou aux banques, à peu près au même prix qu'aux États-Unis. Évidemment, lorsque la revalorisation du risque se produit, il y a hausse des coûts de financement, ce qui est négativement ressenti.

■ Localisation des risques

La titrisation a pour objectif aussi de décharger les banques du risque de défaut des emprunteurs. Cela a été d'abord conçu comme une évolution favorable : la titrisation évite les crises bancaires. Mais la crise du « *subprime* » a été l'occasion de voir que le fait que les banques ne portaient plus les risques de défaut faisait apparaître un grave aléa de moralité : elles n'avaient plus d'incitation à évaluer la solvabilité des emprunteurs. C'est ainsi que l'on a vu que les crédits « *subprimes* » se sont surtout développés à un moment (2006) où les taux de défaut augmentaient déjà et où les prix de l'immobilier se retournaient également déjà à la baisse (graphique 5).

Graphique 5

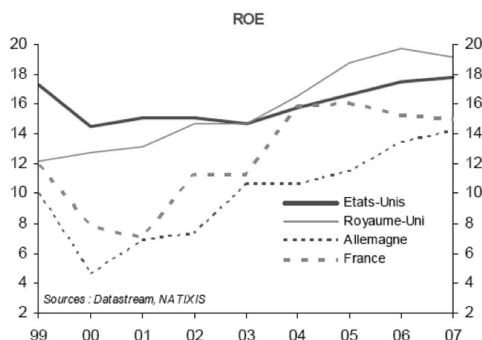


La réintégration des risques de défaut des emprunteurs dans les bilans des banques (la réintermédiation) est donc favorable car elle va inciter ces dernières à examiner la situation des emprunteurs.

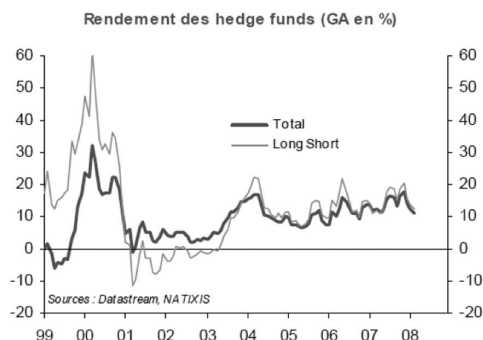
■ Exigence de rentabilité

Une des causes de l'instabilité financière est l'exigence anormalement élevée de rentabilité, que l'on voit par exemple dans le rendement du capital des entreprises (graphique 6a) ou dans le rendement des *hedge funds* (graphique référencé 6b).

Graphique 6a



Graphique 6b



Cette recherche de rentabilité très forte a conduit à un niveau excessif de levier d'endettement, à un excès d'investissement en actifs risqués, d'où l'écrasement des primes de risque. Si le besoin accru de capital dû à la crise, analysé plus haut, réduit le rendement du capital et conduit progressivement à une exigence de rendement plus faible, la stabilité financière sera améliorée.

■ Nature des actifs financiers

Le recul des possibilités de titrisation (décrit plus haut) vient surtout de ce que les investisseurs ont réalisé que les ABS (*asset-backed securities*) étaient des actifs financiers complexes, peu liquides en réalité, difficiles à valoriser. La chute de la demande d'ABS explique l'ouverture de leurs *spreads*.

En synthèse : un conflit microéconomie/macroéconomie

On voit donc que la finance devra proposer aux investisseurs des actifs plus simples, liquides, dans toutes les configurations de marché, faciles à valoriser.

Au-delà de ses effets négatifs évidents (perte d'emploi,

de richesse, défauts d'emprunteurs, fragilisation des banques, excès accru de liquidité), la crise financière qui débute en 2007 a des effets favorables du point de vue microéconomique, de l'allocation efficace de l'épargne, de la stabilité financière. Elle procure :

- un accroissement du capital utilisé dans les financements ;
 - une valorisation plus convenable du risque ;
 - une allocation des risques de défaut plus efficace (vers les prêteurs) ;
 - une baisse de l'exigence, excessive avant la crise, de rentabilité du capital ;
 - un mouvement vers des actifs financiers plus simples, plus faciles à valoriser, plus liquides.
- Le problème peut être celui des effets macroéconomiques – qui peuvent être défavorables – de ces évolutions :
- les banques peuvent être amenées à rationner le crédit si elles manquent de capital et si elles doivent porter les risques de défaut ;
 - la hausse, normale, des primes de risque pénalise les emprunteurs ;
 - le rendement du capital plus faible réduit le revenu des investisseurs.

Mais ces inconvénients ne doivent pas faire oublier le caractère fondé des évolutions vues plus haut, qui conduisent à une allocation, à une valorisation des risques plus efficaces et à une réduction des risques de défaut.

