

QUI VA PAYER ?

JEAN-HERVÉ LORENZI

Professeur, université Paris Dauphine

Président, Cercle des économistes

Conseiller, Compagnie financière Edmond de Rothschild

Membre du Conseil d'analyse économique

La solution globale à la crise devra être fondée sur quatre principes développés dans cet article, pour lesquels la rapidité de réaction est essentielle :

- La mise en œuvre d'une coordination des politiques économiques ;*
- La création de superconduits par les systèmes bancaires nationaux ;*
- La possibilité d'un amortissement exceptionnel des titrisations ;*
- Enfin, une réflexion sur l'ensemble des questions prudentielles.*

L'article examine qui doit prendre en charge les coûts de ces différentes actions.

Aujourd'hui, neuf mois après le début de la crise, nous sommes plongés dans une véritable incertitude sur le caractère systémique ou non de cette crise, bancaire dans un premier temps, plus globalement financière ensuite. Plus précisément, nous sommes à peu près au clair sur le rôle spécifique des « supbrimes » dans son déclenchement, sur son mode de diffusion en crise systémique de liquidités. Mais, là où notre analyse faiblit, c'est lorsque nous nous interrogeons à quel point nous en sommes, sur la durée de cette crise, et sur l'impact qu'elle pourrait avoir sur l'économie réelle. Évidemment, nous nous questionnons également sur les moyens à la fois d'accélérer la sortie de crise et – par une meilleure régulation – d'en éviter une prochaine.

Des opinions divergentes s'expriment. Certains pensent que la crise financière est derrière nous et qu'elle n'aura qu'un impact limité sur l'économie

réelle ; notamment, elle ne créera pas de mécanisme dépressif grave aux États-Unis. D'autres imaginent le contraire : que le pire est devant nous, que les mille milliards de dépréciations d'actifs – et donc de provisions à réaliser par le système bancaire – évoquées par le Fonds monétaire international (FMI) plongeront l'économie mondiale dans des difficultés sans fin. À chacune des réponses à ces questions, on peut associer, sans nul doute, un prix à payer et une forme spécifique de mutualisation de ces pertes.

La seule chose qui demeure certaine, c'est l'impact de la crise dans les derniers mois (deux millions de logements ont été vidés de leurs propriétaires) et le fait que les banques ont provisionné de l'ordre de 300 milliards de dollars. Olivier Pastre et Jean-Marc Sylvestre ont raison de rappeler¹ que, dans le dernier semestre 2007, « la valeur boursière des cent plus grandes banques de la planète s'est effondrée de 400 milliards de dollars » – ce qui est évidemment très important –

payés d'abord et avant tout par les actionnaires. De la même manière, lorsque les grandes banques centrales mettent en place des procédures pour prêter des titres du Trésor contre des produits financiers dépréciés, et tout cela à hauteur de 200 milliards de dollars, on sait que ce sont les États, donc les contribuables, qui en fin de parcours payeront. En définitive, la question du coût ne peut être appréhendée, pour cette dernière année, que dans des termes extrêmement pointillistes. Il y a les chômeurs de luxe des grandes banques d'investissement, il y a le petit propriétaire d'actions des mêmes banques, il y a le propriétaire expulsé d'une maison modeste auquel on avait fait croire qu'il pouvait l'acheter sans avoir, en fait, rien à déboursier. Et puis, il y a surtout les futures victimes du ralentissement de l'économie mondiale pour 2008 et 2009, principalement dans les pays développés. Voilà pour le passé et pour le présent.

Qu'en déduire pour demain ? L'exercice est bien périlleux et ne peut être que la traduction quantitative d'une approche bien intuitive. On ne peut donc qu'évoquer, en pure rigueur méthodologique, ce que seront les coûts des solutions pour sortir de cette crise. Et, bien évidemment, cela dépend des propositions de nouvelles gouvernances économiques mondiales faites par les uns comme par les autres. En outre, les solutions ne peuvent porter que sur les politiques menées pour conjurer la crise bancaire ; elles n'ont pour acteurs que les gouvernements, les banques centrales et les agences de notation. Elles supposent qu'il y ait possibilité de sortie de crise rapide, c'est-à-dire dans un délai de douze à vingt-quatre mois, et qu'elles puissent s'appuyer sur un diagnostic précis de ce qui fût fait jusqu'à aujourd'hui, sur l'efficacité de ce diagnostic qui détermine largement nos capacités de rebond.

Pour ma part, ma conviction est faite que le diagnostic des banques centrales a été rapide, juste et suivi d'effet. Dans une crise du marché interbancaire, elles ont su avec talent esquiver la catastrophe ; en l'occurrence, elles ont évité aux États-Unis la faillite des banques hypothécaires et permis à de grands établissements bancaires en véritable danger de

réintégrer, sans risque de liquidités, une partie de leurs produits titrisés. Et tout cela s'est fait, l'un dans l'autre, pour un coût assez rapidement assimilable.

L'important est l'avenir. Or, les banques centrales ne peuvent faire ce qui n'est pas de leur ressort. Elles sont capables de fournir des liquidités, mais comme chacun sait, le monde n'en manque guère et donc cela ne résout à court terme que les problèmes spécifiques des banques les plus en danger. Elles peuvent avoir des politiques monétaires accommodantes comme conditions nécessaires, mais pas suffisantes à l'activité économique. Elles n'ont pas la possibilité de résoudre le véritable problème du système financier mondial qui est celui des conséquences d'un manque de fonds propres et d'une régulation plus inadaptée qu'insuffisante.

Voilà les raisons pour lesquelles, à mon sens, la solution de sortie est mondiale, globale et fondée sur quatre principes.

Le premier est celui de la mise en œuvre d'une coordination des politiques économiques réunissant banquiers centraux, ministres des finances, régulateurs et commissions de contrôle des grands pays, non seulement ceux du G8 mais également ceux des grands pays émergents. Les décisions à prendre par un L20 réunissant les *leaders* des 20 plus grandes économies, portent à la fois sur la baisse des taux courts pour prévenir l'effondrement des prix des titrisations et des prix de l'immobilier, sur le soutien massif jusqu'à la nationalisation au sens d'une prise en charge collective (comme c'est le cas de Northern Rock) des acteurs les plus en danger, notamment les assureurs rehausseurs de crédit. Un autre point doit être soulevé avec force par le L20 : le rôle et l'action des agences de notation doivent être réexaminés car leurs résultats (d'autant plus stricts et rigoureux qu'ils ont péchés dans les toutes dernières années) pourraient avoir un effet d'amplification majeur sur la crise entraînant une augmentation des *spreads* et un effet extrêmement restrictif sur la liquidité interbancaire. Eichengreen a raison de dire à quel point les mauvaises performances des agences sont liées à l'utilisation de modèles de valorisation inadaptés et qu'il y a nécessité de les amener à éviter de se

situer en conflit d'intérêts lorsqu'elles fournissent et des prestations de conseil et des prestations de notation.

Ensuite, le second principe concerne les systèmes bancaires nationaux qui doivent créer des superconduits dont les pertes finales seront reprises par les États. Bank of America, Citigroup et JP Morgan Chase avaient pour projet la création d'un « superfonds » baptisé M-LEC (*Master Enhanced Liquidity Conduit*). Son objectif était de racheter les titres de dettes complexes placés par les banques dans des structures autonomes de type SIV (*structured investment vehicles*) et donc d'éviter que certains SIV n'aient à vendre leurs actifs à des prix bradés, ce qui aurait pu avoir des conséquences en chaîne sur l'ensemble des marchés financiers. Mais plusieurs grands établissements ont décidé de réintégrer dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs SIV, quitte à voir leurs ratios de solvabilité se dégrader et à devoir faire appel au marché. Ce projet, malheureusement, a été abandonné faute d'un intérêt collectif suffisant du marché. Cela revient donc aux États, comme toujours, de prendre le relais pour amortir et collectiviser, comme ce fut chaque fois le cas dans les crises précédentes, des pertes dont l'impact systémique pourrait avoir un coût très largement supérieur à ce coût de prise en charge.

Par ailleurs, le troisième principe fondateur d'une solution de sortie de crise tient au fait que les banques doivent pouvoir avoir la possibilité d'un amortissement exceptionnel des titrisations sur un délai de cinq années pour les encours existants. Elles devront, en effet, reprendre dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs conduits. Or, comme le niveau de valorisation des produits titrisés est en forte baisse – ou, encore pire, inconnu – les banques devront conserver l'essentiel des crédits dans leurs bilans. Cela, on l'a vu, va accroître leurs besoins en fonds propres car l'excès de fonds propres dont elles disposent ne permet pas de supporter tous ces crédits. En fait, plusieurs grands établissements ont déjà décidé de réintégrer dans leurs bilans les actifs détenus dans leurs SIV. Mais c'est excessivement dangereux car le montant des pertes cumulées peut créer un effet désastreux sur

la confiance générale dans le système financier. L'amortissement est évidemment une condition d'acceptabilité du choc. Finalement, le poids des pertes bancaires directes devrait pouvoir être réparti entre fonds souverains, fonds nationaux et effort des actionnaires, mais dans un cadre d'un lissage des pertes.

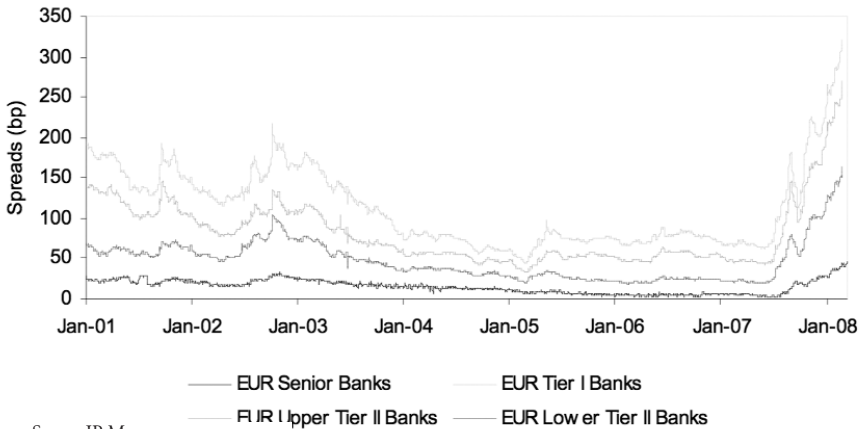
Enfin, la dernière condition nous est inspirée par Eichengreen². Il faut sûrement repenser l'ensemble des questions prudentielles sans pour autant vouloir imposer des carcans auxquels le système bancaire n'aurait que la tentation d'échapper. En un mot, une régulation plus adaptée, mais pas renforcée, comme c'est toujours le cas après les crises, avec ce que cela entraîne comme effets contre-productifs d'esquives des contraintes excessives. Faut-il revenir à Bâle 1,5 variante de Bâle II qui avait le mérite de surveiller particulièrement les éléments de passifs et d'actifs conditionnels et hors-bilan en les provisionnant. Eichengreen a aussi raison de rappeler que l'utilisation des modèles internes par les banques ne permet sûrement pas de résoudre, en pleine sécurité, tous les problèmes. Tous ces débats doivent donc être réouverts.

On le voit, à l'exception des grandes *defeasances* que je suggère, aucune de ces mesures n'a de coût direct. L'essentiel est donc ailleurs : dans le risque que la rapidité de réaction des autorités financières mondiales ne soit pas au rendez-vous.

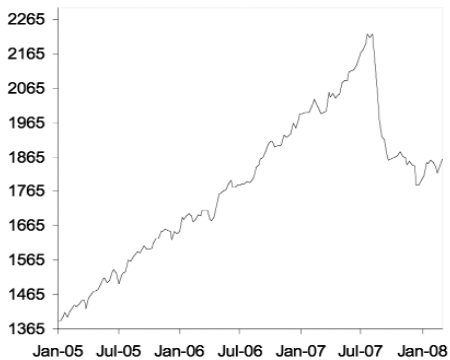
Dans ce cas, on ne peut écarter une crise bancaire majeure dont on voit les prémices dans la réorganisation de la structure du capital des entreprises financières qui devrait entraîner deux phénomènes : la réorganisation très rapide et violente des bilans des entreprises financières et le ralentissement – si ce n'est la disparition – de la titrisation. L'un et l'autre ont des implications très fortes qui peuvent conduire à un relatif assèchement du crédit et, ainsi, au renchérissement important et inévitable de son coût.

C'est donc sur ces deux points, avant tout, que doivent porter les efforts d'analyse et de réaction des autorités financières mondiales.

Banking Tier 1, Upper Tier 2 & Lower Tier 2



Encours d'ABCP



Car, attention, ce mouvement d'attrition est une très mauvaise nouvelle. Faut-il le rappeler une nouvelle fois ? La titrisation est essentielle dans le fonctionnement d'une économie de crédit qui, elle, permet à l'économie mondiale de se développer. Dire cela, c'est rappeler que le choc serait double puisque les banques non seulement y perdraient un instrument de crédit mais, par ailleurs, ayant à conserver ou à reprendre l'essentiel de ces titres dépréciés dans leur bilan, auraient des besoins massifs de fonds propres et des politiques de crédit évidemment beaucoup plus restrictives. Parler de cela au futur est d'ailleurs

inapproprié car ce scénario d'une crise est peut-être déjà en train de se mettre en place. Ainsi, à la crise immobilière – qui en elle-même n'a rien de gravissime d'autant plus qu'elle touche moins l'Europe que les États-Unis –, s'ajouteraient les éléments d'une crise financière systémique et mondiale, fondée sur un bouleversement des conditions de crédit bancaires et une baisse du prix des actifs, qu'il s'agisse des actions du *private equity* ou de l'immobilier. Le prix à payer sera alors très important : la baisse d'un à deux points de la croissance mondiale, touchant l'ensemble des revenus et donc, de manière différenciée, certes, les salaires et les revenus du capital. Mais rien ne nous condamne à ce scénario, d'autant plus que ces derniers mois ont plutôt été marqués par une forte réactivité des banquiers centraux ainsi que des administrations économiques et financières des grands pays. Reste à poursuivre...

Notes

1. Le roman vrai de la crise financière, *éd. Perrin, mai 2008.*
2. « Dix questions à propos de la crise des prêts subprimés », *Revue de stabilité financière, n° 11, février, 2008.*