



La crise du système financier mondial

Exposé de Gérard Bekerman

pour le personnel du GIE AFER

le 10 décembre 2008

Mesdames, Messieurs, chers collaborateurs du Gie, chers amis de notre délégation de Nice et d'Afer Europe à Bruxelles, avec qui nous sommes reliés, je vous dis tout d'abord bonjour et remercie votre comité d'entreprise qui a eu la bonne idée de me solliciter pour que je vous livre quelques réflexions sur la crise du système financier. Je dis « bonne idée » car j'ai eu, à maintes reprises, l'occasion de m'exprimer sur ce thème dans la presse, à la télévision, à la radio, au cours de nos assemblées régionales, et il est bien normal que j'en fasse de même devant vous aujourd'hui.

Je voudrais vous proposer deux parties, si vous le voulez bien.

La première rappellera l'origine du mal qui accable depuis plus d'un an les marchés financiers dans le monde. Ce mal commence à avoir des effets extrêmement néfastes sur l'économie dans son ensemble, les revenus, le circuit, l'emploi, l'activité, la consommation et l'investissement.

Dans un deuxième temps, nous verrons que si, effectivement, nous ne sommes pas au bout du tunnel, on peut déjà tirer des enseignements et, même, entrevoir les différents chemins qui nous permettront de nous en sortir. Toute crise a pour vocation de détruire, de remettre en jeu, de remettre parfois même en question, un ordre. Mais une crise a, aussi, une autre vocation : une crise, elle crée des opportunités, des ouvertures, des solutions desquelles peut sortir un nouvel ordre, parfois meilleur que le précédent. Voyons cela de plus près.

J'en viens au premier point : les causes.

La première cause, vous commencez tous à connaître son nom : *subprime*.

Un *subprime*, c'est quoi ? C'est un crédit à risque octroyé à un client peu solvable. La volonté du législateur, à la fin des années 1990 aux Etats-Unis, était de permettre aux ménages démunis d'accéder à la propriété. L'objectif était sain, louable, social.

Pour compenser cette faible solvabilité, la banque majore le taux d'emprunt (d'où le nom de « prime »). Les premières années, seul le paiement des intérêts entre en jeu alors que le remboursement du capital n'intervient, généralement, qu'à la fin du crédit. C'est une pratique courante aux États-Unis où l'on peut s'endetter à 30 ans en ne commençant à payer, pendant de longues années, que le seul remboursement des intérêts.

Pour que ce système soit viable, deux conditions doivent être remplies. La première est que le prix de l'immobilier monte ; la deuxième est que les taux d'intérêt baissent. C'est exactement le contraire qui s'est produit. L'immobilier a chuté et les taux ont monté.

L'ancien président de la Fed, la banque centrale américaine, serait bien inspiré à s'en souvenir, lui qui sillonne le monde pour donner, aujourd'hui, des leçons au monde entier, oubliant qu'il a été le premier responsable de la hausse des taux d'intérêt. N'attendez pas de moi que je qualifie quelqu'un qui dénonce aujourd'hui ce dont il a été complice hier.

Dans un premier temps, donc, la crise a bien été économique : elle a concerné la sphère immobilière :

- ⇒ les ventes de maisons individuelles (*existing home sales*) avaient très fortement chuté en début d'année 2007. Le taux des défauts de paiement liés aux *subprimes* (*subprime mortgage loan performance deteriorating*) atteignait 19% à fin 2007, un niveau très supérieur à celui des années passées
- ⇒ le stock des maisons individuelles (*existing home inventories*) atteint aujourd'hui un niveau plus de trois fois supérieur à celui de 2003
- ⇒ le prix moyen de l'immobilier a chuté de plus de 20 % depuis 2006. Parallèlement, le taux des Fed Funds sont passés de 1 % en 2004 à 5,25 % en 2006 avant de redescendre à 3,50 % en janvier 2008, pour avoisiner un seuil très bas que Keynes qualifiait de « trappe à la liquidité », avant que la hausse ne pénalise les ménages endettés.

Dans un deuxième temps, cette crise immobilière s'est répercutée sur la sphère bancaire, puis financière.

Pourquoi ? Parce qu'une part significative des prêts immobiliers aux États-Unis est financée par la **titrisation**. Cette technique revient à sortir du bilan des banques certains actifs qu'elles ne veulent plus garder, puis à émettre des titres appelés ABS (*Asset Backed Securities*), CDO (*Collateralised Debt Obligations*), MBS (*Mortgage Backed Securities*) et d'autres outils permettant de porter les créances hypothécaires. Et quand on ne peut plus financer du long terme parce que le court terme est plus cher et indisponible, c'est une crise de liquidité bancaire qui apparaît.

Les banquiers centraux (FED et BCE) sont alors intervenus, injectant - en une seule journée - (le 9 août 2007) l'équivalent cumulé de quelque 130 milliards d'euros, pratiquement le double du refinancement intervenu le 11 septembre 2001. Vous mesurez l'ampleur du risque. J'ai appris, alors que nous étions sur les plages, que le gouverneur Noyer avait dû passer des nuits bien agitées en plein mois d'août. Je ne sais si ces produits étaient vraiment « toxiques », en tout cas, ils n'étaient pas vraiment transparents, et encore moins liquides.

Résumons le schéma :

1. le ménage américain s'endette à un taux supérieur pour financer un actif qui se déprécie
2. la banque « sort » de son bilan détérioré, le crédit douteux
3. la valeur hypothécaire est inférieure à la valeur du prêt
4. ce crédit est maintenant titrisé, c'est-à-dire transformé en un titre de créance commerciale proposé à un investisseur sur le marché
5. un fonds d'investissement, l'équivalent d'un fonds de créances commerciales, achète la créance titrisée à haut rendement (le *subprime* est censé mieux doper la performance que le prime...) et voit la valeur de son actif se déprécier
6. un sentiment de méfiance s'instaure vis-à-vis de ces outils d'adossement des prêts qu'il devient de plus en plus difficile de refinancer. Les premiers établissements touchés furent allemands, puis américains
7. dérégulé, mais flexible, le circuit interbancaire finit par vulnérabiliser quelques institutions avant que le risque ne devienne, à un premier degré, systémique, c'est-à-dire intégré à l'ensemble de la communauté financière.

Il ne faut pas oublier que les banques ont cherché, au cours de ces dernières années, à externaliser au maximum leurs risques. En vue de la mise en place de *Bâle II*, elles ont profité d'un contexte de taux bas, elles ont donc proposé aux investisseurs ces structures qui, bien qu'illiquides, offraient un supplément de rémunération pouvant les rendre attractives.

Ces structures portent les noms que je viens d'évoquer. Je ne sais s'ils sont « barbares », mais on sait maintenant qu'ils se sont révélés « toxiques ». Ces véhicules, ces « conduits » étaient, certes, déjà existants, mais ils ont connu un vif essor au cours des dernières années préfigurant la crise. Ils ont montré leur fragilité et leur limite au moment de l'éclatement de la crise des « *subprimes* » qui a entraîné la crise financière en août 2007, génératrice de la plus grande crise de liquidité jamais observée.

Pour le système bancaire international cela a eu, au moins, trois conséquences :

- la première fut un retour du risque dans les bilans, conséquence de l'impossibilité de financer les différents « conduits »
- la seconde fut une destruction de valeurs du fait de la faillite de certains *Hedge Funds*, et les rachats massifs dans les OPCVM de trésorerie qui ont nécessité de reprendre au bilan un certain nombre d'actifs avec un « *marked to market* » défavorable du fait de l'absence de liquidité dans le marché, voire des pertes sur des instruments ayant fait défaut
- la troisième, mais sans doute pas la dernière, fut l'obligation de la part des banques de procéder à de substantielles augmentations de capital, quand elles l'ont pu.

Sur les marchés, cela s'est traduit par un assèchement complet de la liquidité et par un très fort élargissement des *spreads* de crédits.

Face à cette situation, les intervenants, particulièrement les banques, ont été amenés à vendre des actifs et à faire des concessions en termes de prix nettement en deçà de la « *fair value* » des actifs en question.

Le risque est-il « systémique » ?

Si nous jetons maintenant un coup d'œil sur le tableau résumant les principaux événements depuis l'été 2007 jusqu'à aujourd'hui (*annexe 1*), vous vous posez inévitablement la question : ce risque est-il « systémique » ?

Je pense qu'il faut être prudent avec ce concept de risque systémique. L'expression est heureuse, elle est élégante, mais on a parfois tendance à se méprendre sur sa signification.

C'est quoi un risque systémique ? Dans un système, quand un élément va bien, quand une institution va bien, la somme de toutes les institutions qui vont bien produit un ensemble solide, sain. Puis, quand une institution va mal, la somme d'une institution qui va mal plus toutes les autres qui ne vont pas nécessairement mal produit un système instable, contaminé par la propagation, la rumeur, la contagion. La faillite de l'un peut provoquer la banqueroute de tous. La maladie de l'un contamine tout le monde.

Je fais observer que plusieurs grandes banques européennes continueront d'afficher, en 2008, des résultats nets positifs, même certaines grandes institutions américaines. Si un risque est « systémique », comment ne pas tenir compte de ses sous-éléments qui ne se portent pas nécessairement mal ?

On a incontestablement les ingrédients d'un risque systémique, mais l'ensemble, marié, sauvé, recapitalisé, voire nationalisé, reste viable. Je ne veux pas sous-estimer le problème de solvabilité. Il y en a un. Et il est sérieux. Personne n'en doute. Laissez-moi vous dire que le vrai problème a d'abord été celui de la liquidité avant qu'il ne débouche sur celui de la solvabilité. Je prendrai une métaphore pour suggérer que la crise du système bancaire international, c'est en quelque sorte un code de la route qui n'aurait pas été respecté. Des feux rouges ont été grillés. Des stops n'ont pas été respectés. Des lignes ont été franchies. Des excès de vitesse ont été commis. Certains conducteurs sont allés trop vite sans maîtriser les risques. D'autres ont même pu conduire sans permis. Mais cela n'implique pas que tous les conducteurs ne savent pas conduire. Il est temps de rétablir un code de parfaite conduite pour que les dérapages des uns ne provoquent pas des incidents pour tous.

Il est probable que les pertes et dépréciations d'actifs dépasseront les \$ 2,000 milliards dans le monde. On estime aussi à plus de \$ 1,000 milliards le besoin de recapitalisation. C'est beaucoup. Nous n'avons jamais connu de tels besoins dans toute l'histoire financière. Quand, en 2029, nous demanderons aux étudiants quelles ont été les deux grandes dates de crise financière mondiale, ils répondront, sans hésiter, 1929 et 2008. Mais je n'ai pas répondu à la question du « risque systémique ». D'un certain point de vue, il semble que les banques, en soi, ne sont pas le problème. Le problème, au départ, c'était quelques banquiers, quelques opérateurs qui ont cru pouvoir s'enrichir sans prendre de risque. Ce n'est pas le système qui est en cause.

Un jour, quand on se penchera sur ces événements, on constatera que le système, par sa flexibilité, aura prouvé qu'il a été, une fois de plus, capable de surmonter la crise. Je me demande même si on évoquera je ne sais quel risque « systémique » ou si on se souviendra tout autant d'un Kerviel ou d'un Madoff...

Relisez les biographies, les mémoires de ces grands banquiers du XIXe siècle, les Pereire, les Rothschild. Ces hommes sont devenus fortunés parce qu'ils ont toujours conçu l'enrichissement comme la rémunération d'un risque d'entreprise. Aujourd'hui, et c'est le principe même de la titrisation, le transfert de risque revient à diluer, à confondre les responsabilités dans un ensemble inutilement complexe. Et c'est tellement vrai que le G 20, dont je vais vous parler dans un instant, a envisagé de prendre des garanties sur l'emprunteur initial. C'est un peu tard. Avouons-le. Je ne vois pas de risque de système, mais je vois plutôt des opérateurs cupides qui ont cru pouvoir s'enrichir sans prendre de risque. Ils ont confondu le **temps** et la **durée**. Permettez-moi un instant de dire ce que j'entends par là.

Jadis, être riche, j'évoque la fin du Moyen Âge, être riche consistait à accumuler des métaux précieux, d'abord du cuivre, puis de l'argent et, après, de l'or. Cette doctrine, qu'on appelait mercantiliste, a vécu de longs siècles. Soit dit en passant, elle a même inspiré nos banquiers centraux qui, au jour où je vous parle, sont encore de vrais mercantilistes en accumulant des quantités considérables d'or, tout en refusant, pour la plupart, d'en vendre alors que rien ne leur interdirait. Ils le pourraient. Rien ne s'y oppose. Qu'attendent-ils ? Vous savez, Monsieur Noyer, c'est un peu Monsieur Colbert, mais ne lui dites pas car ses prédécesseurs ont tous été de vrais mercantilistes, comme lui. Je me suis d'ailleurs toujours demandé comment on pouvait qualifier cet actif, l'or, qui, à peine sorti de sous-sols, y revient au galop pour y dormir pour l'éternité... Passons.

Après les mercantilistes, vinrent nos physiocrates français, les Mirabeau, Quesnay, du Pont de Nemours, Mercier de la Rivière. Ils nous disent que la richesse, ce n'est pas l'or, mais la nature, les terres. La richesse est foncière. En 1750, c'était vrai.

Puis vinrent les « Économistes », Smith en 1776, et Ricardo un peu plus tard. Ils affirment que la richesse est industrielle, le travail dans les manufactures.

Avec l'apparition des bourses de valeurs et le développement des sociétés par actions, la richesse prend progressivement une acception financière tout au long du XIXe et du XXe siècle.

Nous en sommes là aujourd'hui. A vrai dire, pas tout à fait là. Car, la richesse commence à prendre, au XXIe siècle, une autre évolution. Je pense que la richesse au XXIe siècle, reposera sur l'exploitation de l'**intelligence du temps**. On le voit, on le vit, avec les produits dérivés qui ne sont rien d'autres qu'un pari sur la valeur temps, une notion spéculative, la volatilité.

Je vous invite à considérer les statistiques de la Banque des Règlements Internationaux, la doyenne des institutions financières officielles, la banque centrale des banques centrales. Les encours notionnels dérivés de gré à gré représentent, avec \$ 683 000 milliards, plus de quinze fois le total du bilan des banques commerciales dans le monde, quarante cinq fois le PIB américain.

Nous passons de nombreuses heures à expliquer aux étudiants de maîtrise la signification de tels encours, les valeurs brutes de marché (*gross market values*), les notionnels (*notional outstanding*) les positions de place (*open interest*), les volumes d'activité (*turnover*), je ne veux pas entrer dans ces détails aujourd'hui, mais nous comprenons tous que, si « notionnels » soient-ils, ces encours de dérivés traduisent forcément une certaine réalité ; ils expriment, d'une manière ou d'une autre, cette idée d'excès en matière d'intelligence sur le temps. Nos physiocrates français des années 1750 étaient persuadés, eux aussi, que les mercantilistes évoquaient des notions « notionnelles » avec leur or ; Adam Smith,

lui aussi, considérait, en 1776, que ces physiocrates, avec leur « ordre naturel, évident, et nécessaire » évoquaient des concepts « notionnels » ou symboliques. Chaque époque de l'histoire a ses propres symboles, ses propres concepts de richesse.

La durée, la patience dans la durée, a été, tout au long de l'histoire, la source des richesses. La précipitation dans une mauvaise intelligence du temps a provoqué les désastres financiers qu'on découvre aujourd'hui.

Ce qui nous interpelle, c'est la violence, la virulence d'une crise qui n'est que le résultat d'une parfaite méconnaissance de la relation entre le réel et le monétaire.

Si la crise n'était liée qu'au *subprime*, il y a bien longtemps que nous en serions sortis. C'est qu'il existe donc une autre cause. C'est cette seconde explication que je souhaiterais maintenant évoquer : **la contagion par les jeux d'opinion**.

Demandons-nous si, en un certain sens, le monde financier ne méconnaîtrait pas l'économie ?

Vous allez me dire : espérons-le ! Je pense, pour ma part, que le monde financier a trop tendance à ne connaître que la finance, quand il la connaît. La richesse, elle vient de l'économie. Les opérateurs sont plongés dans un univers macro qu'ils ne maîtrisent pas nécessairement, parce qu'ils n'ont pas le temps de l'apprendre, parce qu'ils pensent pouvoir s'en affranchir, trop préoccupés qu'ils peuvent parfois être à rechercher primes, bonus, parachutes ou autres rémunérations variables. Et puis, il faut bien l'avouer, au XXI^e siècle, l'économie n'est pas vraiment une science passionnante !

Les régulateurs, quant à eux, s'efforcent de surveiller un univers micro qui peut parfois leur échapper en raison de sa complexité. Je connais des inspecteurs de banque qualifiés, des auditeurs expérimentés qui ont du mal à apprécier les risques liés à la gestion, par exemple, des options exotiques. J'ai passé plusieurs années à expliquer aux étudiants les modèles de valorisation des dérivés qui permettaient de gagner beaucoup d'argent, et j'en ai passé encore plus à leur expliquer comment, avec ces modèles, on pouvait aussi se ruiner, et ruiner les banques qui les emploient. Je continue à le faire sans savoir si un étudiant prenait vraiment le temps de s'intéresser à ceci, quand il avait la certitude de gagner cela s'il prenait la peine de méditer le risque de perte quand la probabilité de profit lui paraissait suffisamment forte.

Cette indifférence aux fondamentaux qui s'appellent : finances publiques, dettes, différentiels d'inflation, soldes des paiements courants, déphasages des cycles conjoncturels, risques fondés sur la durée, tout cela est souvent perçu par des opérateurs de marchés comme d'inutiles et encombrantes arguties.

Je suis persuadé, et j'ai pu le constater chez de nombreux professionnels de la communauté financière, que nous sommes en présence d'une sorte de dérive innocente à l'égard de la théorie économique. A vouloir conduire les yeux fermés, on prend inévitablement des risques. Trop nombreux sont les opérateurs qui croient pouvoir s'affranchir des fondamentaux de la réalité macroéconomique et, même, microéconomique, soit parce que l'apprentissage de ces fondamentaux prend du temps, ce qui est vrai, soit parce qu'ils estiment ne pas en avoir besoin, ce qui est faux, soit les deux à la fois, ce qui est pire. Ils sont donc tout simplement amenés à se limiter à des opinions, des anticipations d'opinions, à faire comme le voisin. Regardez comme un opérateur, un gérant, préfère avoir tort comme tout le monde, que raison tout seul.

C'est ce que nous pourrions appeler le retour de l'*homo sapiens* et la déconfiture de l'*homo oeconomicus* rationnel. L'action, la décision, la stratégie sont désormais fondées sur l'anticipation des réactions mutuelles, un jeu d'opinions absurde, (vous savez, avoir des opinions, c'est toujours dangereux dans la vie...). Oui, les banquiers sont devenus des *homo sapiens*, ils ne sont pas des *homo oeconomicus* rationnels tels qu'on les enseigne dans les facultés, c'est en ce sens qu'ils sont des agents irrationnels, parce qu'humains, mais naïfs car affranchis du calcul économique. Il n'y a rien de pire qu'un « consensus » de marché dicté par le mimétisme des actions.

On en sait quelque chose, de ce consensus de marché, en mars 2007. A cette date, quel était le consensus : que la crise du *subprime*, disait-on, était « derrière » nous, que l'Amérique n'entrerait jamais en récession, que le découplage États-Unis/zone euro/reste du monde était assuré, que la principale menace des économies occidentales, c'était l'inflation, que l'efficacité des contrôles prudentiels rendait quasi-impossibles les faillites bancaires, que la rentabilité des fonds propres était toujours supérieure au rendement des produits de taux. Eh bien, l'on voit aujourd'hui toutes les conséquences de ces anticipations et, sans doute, pas vraiment toutes les conséquences que les marchés subissent.

Cette idéologie, et le terme est sans doute impropre, car je pense plus simplement qu'il n'y a pas idéologie mais des comportements de marchés dictés par la coutume, le réflexe, la facilité, la copie, l'imitation, disons donc : ce schéma, on le voit maintenant, a totalement discrédité ses partisans. **Les marchés financiers sont devenus sur-déterminés par l'accessoire et sous-déterminés par l'essentiel.**

Plus on s'installe dans ce schéma et plus on court le risque de provoquer des déséquilibres, des crises qui se révèlent d'une extrême violence.

Vous allez me dire, on a beaucoup de mal, en théorie, à modéliser l'aléa (opinion, anticipation, rumeur, contagion) car nous avons affaire à des situations difficilement probabilisables. Et vous auriez raison. On a quand même fait quelques progrès. Un jour, je préparais ma thèse, Alfred Sauvy, me disait : *en matière de prévision, on ne peut partir qu'avec de « l'à-peu-près »*, et je lui avais répondu : *c'est pire si c'est pour aboutir à de l'« improbable »*.

La théorie est coûteuse en énergie, mais elle apporte une tranquillité d'esprit d'analyse. Elle est un réducteur d'erreur. Et c'est déjà bien.

Le résultat, quel est-il ? C'est qu'on en est arrivé à une sophistication excessive des techniques financières, utile quand tout va bien, douteuse quand les risques grandissent, catastrophique quand ils se réalisent et que nous ne les maîtrisons plus vraiment. Le résultat, c'est qu'on en est arrivé, aussi, à des excès en matière de transfert de risques à l'infini : propagation, contagion, doute, panique, et une confiance ébranlée dans l'esprit des gérants ou des opérateurs.

On en est là. Il est temps de **réconcilier** le réel avec le monétaire, le fondamental avec l'anticipation, l'essentiel avec l'opinion. Le tableau, vous voyez, est un peu sombre. Mais il n'est pas sans issue.

Plusieurs facteurs sont favorables, ce qui m'amène maintenant à la seconde partie.

Vous savez que les Chefs d'État viennent de se réunir à Washington dans le cadre du G20. Certains ont même prétendu que cela leur rappelait Bretton Woods. Ils se méprennent sans doute sur le plan historique, mais on ne leur en veut pas car ils marquent certainement des points sur d'autres plans.

A Bretton Woods, c'était bien autre chose. Il s'agissait alors :

- de reconstruire des économies dévastées par six années de guerre mondiale,
- de rétablir des taux de change stables, fixes et ajustables,
- de consacrer, sur le plan géopolitique, la suprématie des États-Unis dans le monde, en clair, de consacrer l'avènement d'une nouvelle monnaie, le dollar américain, destinée à s'imposer au monde entier en qualité de monnaie de facturation et de paiement du commerce mondial, monnaie de réserve des banques centrales, principal actif sur les marchés monétaires et financiers et, enfin, monnaie d'intervention sur les marchés des changes,
- d'entériner la fin de l'empire britannique, de la livre sterling, pour inaugurer la nouvelle domination du dollar américain. Adieu, la livre sterling !

Aujourd'hui, il ne s'agit pas de réécrire l'histoire, ni de redéfinir un nouvel ordre monétaire. Cet ordre, il a donné satisfaction depuis la guerre en assurant la prospérité du plus grand nombre de pays. Il continuera de le faire en permettant à d'autres pays de s'intégrer au mouvement. Aujourd'hui, il s'agit de redéfinir des règles de bonne conduite en matière de pratiques bancaires et financières. A Bretton Woods, il y avait 700 délégués, et non pas 20 Chefs d'État, dont je fais observer au passage que le principal, le président des États-Unis, était absent ; il y avait, non pas un week-end, mais deux ans de préparatifs avant d'aboutir à la création de la Banque Mondiale et du FMI. A Bretton Woods, il s'agissait de refonder un système, il ne s'agissait pas de gérer une crise. Jadis, c'était la guerre qui avait abouti à Bretton Woods, pas le *subprime*. A Bretton Woods, les États étaient en question ; aujourd'hui, ce sont les banques qui le sont. Hier, on en appelait aux marchés pour reconstruire les nations ; aujourd'hui, on en appelle aux États pour sauver les marchés.

Cela dit, la légitimité du G20 n'est pas contestable puisqu'il représente quelque chose comme 90 % du PIB mondial.

C'était un G20 nécessaire, je devrais dire, c'est un G20 nécessaire, car il doit se réunir à nouveau en avril 2009, mais nécessaire dans un tout autre contexte. Les causes, les objectifs sont aujourd'hui différents.

Le G20 se fixe deux buts : limiter la crise, et stimuler les économies pour éviter la récession.

Les moyens qu'il a envisagés sont ambitieux :

- recapitaliser les banques, ce qui est une nécessité. Pour prendre un seul exemple, la capitalisation de la Citi ressortait à l'équivalent de \$ 255 milliards en juin 2007, contre \$ 36 au moment où je vous parle, celle de Bnp Paribas à \$ 108 contre \$ 35 milliards. C'est même sain pour l'économie car, avec un ratio de 8 %, quand on recapitalise 100, c'est 1 200 de crédits possibles
- encadrer des agences de notation ; c'est une bonne chose, il serait temps de noter les agences de notation et, plus globalement, de commencer à réguler les régulateurs
- renforcer le contrôle des *Hedge Funds*
- mettre en place une régulation financière et bancaire internationale ; je n'y crois pas beaucoup car les zones de complaisance n'attendent que cela et en profiteraient pour prospérer encore davantage
- interdire certaines ventes à découvert
- durcir la rémunération des opérateurs de marché
- « purifier » les produits qualifiés de « toxiques », (en prenant, par exemple, des garanties sur le débiteur initial)
- repenser les procédures de contrôle des risques

Nous verrons ce qu'il en résultera pour nos économies. Quels que soient ces moyens, la question que nous nous posons tous, aujourd'hui, est : à quand la sortie de crise ? Nul ne peut le prédire. Il n'y a qu'un économiste pour croire que l'histoire est écrite à l'avance. Il faudra du temps pour voir tout ce qu'il y a dans les bilans des banques. Le Dow Jones s'était écroulé, non pas en 1929, mais en 1932.

Voyons d'abord les autres mesures.

Le TARP (*Troubled Asset Relief Program*) a donné lieu à des tergiversations, des hésitations, de la part de H. Paulson, le secrétaire américain au Trésor. On comprend son dilemme entre acheter des créances hypothécaires illiquides (quelque \$ 700 milliards étaient prévus) ou fournir des capitaux en recapitalisant les banques.

Je vais vous dire pourquoi la seconde solution a été privilégiée. D'abord parce que la House of Representatives avait rejeté la première, ensuite, parce que le problème qui se posait était de savoir à quelle valeur le Trésor pouvait acheter du papier dont les marchés ne voulaient plus. On sait, à peu près, valoriser quand les choses vont bien. On ne sait plus valoriser en période de crise. Ou bien, la valorisation se faisait au *marked to market*, à la valeur de marché et, inévitablement, c'était trop bas pour pouvoir aider les banques, ou bien la valorisation se faisait au coût historique et c'était trop haut, trop coûteux, avec des conséquences pénalisantes pour les contribuables. H. Paulson se fera, finalement, dicter les grandes lignes du tarp. A cette maladresse, l'histoire rajoutera sa curieuse décision de ne pas « sauver » Lehman de la faillite. J'aurais bien aimé m'étendre sur cette faute, mais le temps presse ; oui, c'est assurément une faute quand je considère les réactions en chaîne désastreuses que cette décision a provoquées sur le marché. De la méfiance, on passait à la défiance à l'égard du régulateur. Un contrôleur doit protéger, pas accabler.

A l'heure où je vous parle, le Trésor américain a déjà engagé \$ 300 milliards de recapitalisation bancaire. L'Europe, à une moindre échelle, est sur la même voie et il ne faut pas exclure que, si les recapitalisations se révèlent insuffisantes, c'est probablement une véritable nationalisation des banques qui se mettra en place.

Trois issues de crise semblent possibles :

La première se caractériserait par une hausse considérable des déficits publics et des dettes car le sauvetage public a un coût ; il faut le financer, émettre des emprunts. Oui, les déficits publics vont fortement se creuser, soit parce que les impôts sont déjà trop lourds et les gouvernements ne voudront pas les augmenter davantage, soit parce que l'administration américaine voudra subventionner, soit parce que plusieurs pays européens devront augmenter la dépense publique. Ma conviction est qu'il ne faudra surtout pas aller trop loin dans cette voie.

Nous avons connu la bulle financière des entreprises en 2000. Il ne faudrait pas connaître la bulle financière des États à partir de 2010.

J'entends dire que les besoins de financement nouveaux représenteraient plus de \$ 3 000 milliards pour que les États soient à même de financer la récession. \$ 3 000 milliards pour 2009, vous savez, c'est trois fois plus qu'en 2008. La progression est inquiétante. J'y vois au moins quatre dangers, supérieurs au mal que les emprunts entendent conjurer.

C'est d'abord la hausse des taux longs, coûteuse pour les États, dépressive sur la valeur du papier obligataire, même si ces taux seront profitables aux détenteurs de liquidités. C'est bien connu, quand les taux montent, le prix des papiers obligataires baisse.

C'est, ensuite, le risque que les émissions ne soient pas toutes souscrites. Je m'interroge sur la capacité des États à trouver, chaque jour, ce qui pourrait être l'équivalent de \$ 10 milliards sur le marché obligataire. Il faut espérer que les investisseurs soient riches et liquides. Je n'en suis pas si sûr.

C'est, troisièmement, le fait que, quand un État emprunte trop, il ne reste plus beaucoup d'argent pour l'entreprise qui ne peut plus emprunter. C'est ce qu'on appelle l'« effet d'éviction », le « *crowding out effect* » dont on a connu, dans le passé, tous les effets malsains.

C'est enfin, le risque, qu'une fois de plus, les banques centrales viennent épauler leur petit frère, le Trésor Public, en acceptant d'absorber en partie des emprunts qui n'auraient pas trouvé « preneurs ».

Là aussi, je m'interroge sur la qualité d'un papier public souscrit, en dernier ressort, par une autre entité publique. Cela me fait penser aux billets de banque, au passif des banques centrales, « garantis » (car il faut bien garantir, après tout, ce qui n'est que papier), par l'encaisse métallique, à leur actif, cette encaisse n'étant pas autre chose qu'une créance sur le Trésor public. En soi, ce système n'est pas malsain. Compte tenu de la gravité de la crise et des encours en jeu, il peut le devenir.

Je rajouterais, néanmoins, qu'il n'y a rien de mal à ce qu'un État emprunte, surtout lorsque l'emprunt a pour contrepartie un actif, un investissement plutôt qu'une consommation qui viendrait creuser notre solde extérieur. Il n'y a rien d'anormal à ce qu'un État s'endette quand il s'agit d'aider des entreprises, des banques, à passer des moments difficiles. Avec le temps, les États commencent à s'initier aux bonnes affaires en obtenant des rentabilités sur quasi-fonds propres supérieures au coût des emprunts publics. Nous en avons de nombreux exemples, notamment en France.

Incontestablement, l'obligation va devenir encore davantage un placement à risque. Il va falloir revoir nos manuels de théorie financière ! Ce risque, je le vois moins dans les obligations privées, qui l'ont déjà intégré depuis un certain temps, que dans les emprunts publics, même s'il ne faut pas l'exagérer avec un portage aux conditions monétaires d'aujourd'hui.

La deuxième sortie de crise, telle une question ouverte à partir du point où notre vue s'arrête, qu'il n'est pas absurde d'envisager, c'est la spirale de la dépression qui l'emporterait, dépression de tous les actifs : les actifs financiers, les actifs bancaires, immobiliers, la déflation conjuguée à la récession qu'on voit poindre. La croissance mondiale ressortait à 9 % en 2007 ; elle sera probablement de 3 % en 2008 et peut-être nulle en 2009 et, ce, en dépit du faible soutien apporté par les pays émergents. La coopération reculerait partout dans le monde avec une résurgence des préférences nationales, les contingentements, ou ce qui reviendrait au même, la quasi-fermeture des frontières, l'autarcie, la montée des protectionnismes, les dévaluations compétitives, les guerres commerciales et le réveil des nationalismes économiques. On renouerait avec les années 1930, une situation qui, hier, pouvait avoir un sens quand l'intégration n'était pas encore synonyme de globalisation, mais qui serait un véritable calvaire à l'heure de la mondialisation. Quand je dis « pouvait avoir un sens », je veux dire : n'oublions pas où cela nous a menés. Oui, les populismes veillent. Méfions-nous en tel un péril. Je sais bien que le pire est toujours une option désagréable et quand bien même, personne ne croirait à un tel scénario, il serait imprudent de ne pas l'envisager.

Reste la troisième voie, la moins improbable : considérer et encourager les initiatives publiques telles que le G20 ; leur salut dépendra de la confiance que les acteurs voudront bien leur accorder, repenser les procédures de contrôle des risques internes, faire quelques concessions de doctrine en acceptant la nécessité d'une socialisation momentanée du système bancaire. Une telle décision politique est bonne dans le contexte d'aujourd'hui, car elle doit nous permettre de nous libérer, demain, de l'intervention publique. Il n'est pas du tout exclu, qu'un jour, les États feront de belles plus-values dont les contribuables bénéficieront. Il faut savoir faire la différence entre une nationalisation conçue comme l'ultime recours - un recours temporaire destiné à sauver une institution - et une nationalisation qui serait, je dirais, l'âme d'une doctrine politique. D'un côté, elle est une solution temporaire, un moyen acceptable, car nécessaire, de l'autre, elle est une finalité, une vague idée de l'histoire. Je pense qu'au XXI^e siècle, nos gouvernements, aux États-Unis comme en Europe, l'ont bien compris. Une nationalisation, c'est bien, surtout quand ça se termine...

Sachez aussi que les banques centrales sont devenues riches. Le bilan de la Fed a plus que doublé. Au moment du déclenchement de la crise, en été 2007, il ne dépassait pas \$ 900 milliards. On est passé aujourd'hui à \$ 2 150 milliards.

Je connais peu d'entreprises qui doublent leur bilan en si peu de temps. Une autre mesure illustre la richesse des banques centrales. Elles avaient \$ 1 500 milliards de réserves de change en 2 000 ; elles en ont \$ 6 500 aujourd'hui (dont \$ 4 000 en Asie).

Quant aux États, je viens d'évoquer les emprunts massifs qu'ils ont déjà lancés et qui se renforceront dans les tout prochains mois. Ces États, à vrai dire, n'ont pas encore « touché » à leur ultime richesse, et cette ultime richesse c'est quoi, c'est qui, c'est nous, les contribuables.

Je voudrais aussi dire un mot sur ce qui, je le sais bien, défraie la chronique « populaire » et suscite tant d'attention de la part des médias : les rémunérations des dirigeants bancaires. Je pense que nous avons affaire, là, à des *gadgets symboliques*. Ne vous y laissez pas prendre. On est tolérant avec la richesse quand on en bénéficie, mais on ne l'aime pas facilement quand elle concerne son voisin. Je connais de nombreux acteurs de marchés, de dirigeants qui méritent ce qu'ils gagnent. J'en connais aussi qui se sont enrichis sans prendre de risques. Ça, ce n'est pas acceptable. On ne va quand même pas introduire des considérations de droit canonique pour prêcher des bonnes paroles sur les rémunérations qui, après tout, doivent revenir aux conseils d'administration. Les excès doivent être corrigés. Les rémunérations privées doivent s'adapter aux engagements publics, aux deniers que les gouvernements accordent. Après avoir dit cela, je ne suis pas sûr qu'on aura dit grand-chose. Je conçois que ce soit séduisant de s'en prendre aux rémunérations élevées, mais je pense qu'il est plus raisonnable de comprendre que c'est contre-productif sur le plan de l'efficacité d'un système économique de s'en prendre à ce qui le nourrit, surtout quand cette nourriture repose sur de vrais risques. Notre salut, ce n'est pas l'argent des dirigeants, c'est la croissance. C'est une évidence. Si on accepte l'idée d'un « malus » - et je partage cette idée - la logique veut qu'on accepte l'idée de son contraire.

Les erreurs de gestion doivent être pénalisées, d'autant que nous vivons des tensions, de fortes inégalités en matière de rémunérations et que de nombreuses couches de la population le vivent même très mal. Il faut espérer que l'éthique de la responsabilité l'emportera - pour parler comme Max Weber - et, à tout prendre, je préfère l'éthique individuelle à celle qui serait imposée par l'État si la communauté financière n'en avait pas suffisamment conscience. Dans le même sens, la taxation des flux de capitaux internationaux est séduisante pour l'homme politique, mais n'a pas grand sens comme solution à nos problèmes. Je ne crois pas en l'efficacité d'une autorité globale de régulation des marchés, mais en la nécessaire amélioration de la concertation entre les autorités nationales. Tout cela peut renforcer le système financier interne. Se posera un autre problème : rendre compatible la sécurité du système dans le monde avec les règles imposées par des souverainetés nationales. On estime que l'économie mondiale est à trois points en dessous de son « potentiel réalisable » (*sustainable potential level*). L'écart entre le produit potentiel (*potential output*) et le produit réel (*actual output*) est très élevé aujourd'hui. Tout au long de sa durée, il faudra s'attendre à une dépréciation continue des prix des biens et services, une chute des actifs immobiliers, des actifs financiers, à des restrictions d'offre de crédit, à la poursuite des reculs de PIB dans le monde et à une montée des incertitudes.

La crise est aussi unique en son genre. En 1991, les banques américaines étaient en grande difficulté, mais la bourse montait. En 1998, elles redevenaient profitables, mais la bourse chutait. Vous voyez, ça ne paraît pas très cohérent. Aujourd'hui, les deux baissent. La chute des capitalisations bancaires (*annexe 2*) conjuguée à l'effondrement des indices boursiers en 2008 (*annexe 3*) sont sans précédent dans l'histoire financière. Les marchés ne peuvent plus être « sauvés » par les pays émergents qui commencent à subir les mêmes effets.

Tout n'a pas été dit sur ces « produits toxiques ». Sur certains, les CDO, les Hedge conservent la tranche *Equity*, les banques ont gardé la tranche *super senior*, ces options sur les cash-flows de CDS en *marked to market* très dégradées depuis la crise ; elles s'exposent aussi à de sérieux problèmes de fonds propres, mais, au moment où je vous parle, personne ne veut vraiment savoir où circulent les autres tranches, *Mezzanine* et *Senior*. Elles sont bien quelque part, mais on ne sait ni où, ni combien, ni comment. La communauté financière joue à cache-cache avec des choses dangereuses qui finiront bien par apparaître un jour.

Je crois, aussi, qu'une nouvelle ère s'ouvre où la relation régulateur/régulé devra être plus transparente. Des agences de notation, des régulateurs officiels sont entrés dans une relation d'interdépendance confuse où les garanties de contrôle et de neutralité ont pu faire défaut. Tout cela doit appartenir au passé.

En conclusion, mais ce terme n'est pas vraiment approprié car je ne pense pas qu'on puisse conclure à quoi que ce soit en ce moment, et il ne me reste pas beaucoup de temps devant vous aujourd'hui, je voudrais aussi souligner, après ce triste mais réaliste panorama de la crise financière et économique, **que le propre des crises est qu'elles savent aussi créer des opportunités**. Une fois de plus, c'est Joseph Schumpeter, un grand économiste, qui l'enseigne. Un système a été bouleversé. Un modèle de banque vient d'être contesté. Le système a implosé. Le temps est venu de le purger entièrement, de l'assainir, et ce sera salutaire. Il faudra, ensuite, laisser place à l'innovation. Bien distinguer le temps et la durée. Sortir de ce schéma du court terme. Bien comprendre, aussi, que des risques nouveaux sont apparus. Qu'une rentabilité de 12 à 15 % des fonds propres est illusoire et appartient dorénavant à un modèle du passé. Que la course effrénée aux effets de levier est dangereuse. Qu'en recourant, à l'excès, aux transferts de risque, on dilue le risque, donc on met inévitablement en question le fondement même de la propriété. Qui est aujourd'hui propriétaire de grandes banques dans le monde ? Pas nécessairement ceux qui l'étaient hier. Que chaque risque a donc un prix qui doit être ni celui des rentes ni celui qui mettrait la sécurité en danger.

La crise, qui a débuté en été 2007, s'est propagée à toute la planète avec une virulence exceptionnelle. Relisons les dictionnaires d'économie politique des siècles passés, à la lettre C, crise, on ne voit rien de tout cela. Que ceux qui n'en sont pas convaincus aient l'humilité de s'interroger sur leur habileté à n'avoir pas su prévoir ce que nous subissons aujourd'hui. Les années 2009-2010 et, probablement, une ou deux en plus, vont voir coexister une économie de marché ébranlée, un système bancaire contesté, une multiplicité d'interventions publiques incertaines. Et, comme dans toute coexistence, il n'est pas certain qu'elle soit pacifique. La crise pourrait connaître une autre dimension avec des prolongements sociaux. Il faudra aussi prendre, un jour, le temps d'expliquer ce que cette crise implique pour des millions d'exclus sociaux qui sont les premiers vulnérables. Les États ont su agir. Ils protègent. Je suis convaincu qu'ils feront tout pour que la récession ne conduise pas à la dépression. Mais ils doivent maintenant rester à leur place. Sinon, ils finiront, eux aussi, par imploser, comme les marchés qu'ils entendent sauver. Et quant à nous, et à la communauté financière, il va falloir apprendre à vivre dans un univers plus instable, plus ouvert aussi, même si nous finirons bien un jour par considérer que cette crise a été historique, mais passagère, violente, mais une fois de plus surmontée et vaincue. On en a les moyens. C'est pourquoi je suis confiant. On pourrait, même, être surpris par la vitalité du retour à une ère plus prospère.

Je vous remercie de votre attention.

Annexe 1

Principaux évènements de la crise (18 juillet 2007 au 25 novembre 2008)

- 18/07/07 - Faillite de deux fonds d'investissement de la banque d'affaires Bear Stearns
- 28/11/07 - Le Fonds souverain d'Abu Dhabi acquiert 4,9 % de Citigroup
- 17/02/08 - Nationalisation de Northern Rock (8^{ème} banque britannique)
- 16/03/08 - Rachat de Bear Stearns par JP Morgan (\$ 2 par action) avec l'aide de la Fed
- 07/08 - Effondrement de Freddie Mac et Fannie Mae (établissements de droit privé assurant une mission publique de garantie de \$ 5.400 milliards de crédits hypothécaires)
- 09/08 - Mise sous tutelle de Freddie et Fannie
- 14/09/08 - Faillite de Lehman
Refus du sauvetage par la Fed
- 15/09/08 - Merrill Lynch est rachetée par Bank of America
- 17/09/08 - Nationalisation de la compagnie d'assurances AIG (prêt-relais de \$ 85 milliards en échange de 79,5 % de son capital)
- 18/09/08 - Mise en place d'un swap officiel entre banques centrales de \$ 160 milliards
- 18/09/08 - Mariage HBOS (4^{ème} banque britannique) rachetée par Lloyds
- 19/09/08 - Annonce du premier plan Paulson de \$ 700 milliards, le TARP (*Troubled Assets Relief Program*) destiné à racheter les actifs douteux des banques commerciales
- 26/09/08 - JP Morgan prend le contrôle de Washington Mutual
- 28/09/08 - Les États belge, néerlandais et luxembourgeois injectent 51,2 milliards d'euros dans Fortis en prenant 49 % de leur filiale dans le pays
- 29/09/08 - Ligne de 35 milliards d'euros (garantie par l'État allemand) qui permet d'éviter la faillite de Hypo Real Estate
- 29/09/08 - La US House of Representatives rejette le plan TARP
- 29/09/08 - Citigroup absorbe \$ 42 milliards de pertes de Wachovia et le gouvernement absorbe les pertes au delà
- 03/10/08 - Le Congrès américain adopte le plan TARP révisé
- 07/10/08 - La Fed annonce la création de la *Commercial Paper Funding Facility* destinée à racheter le papier commercial à 3 mois

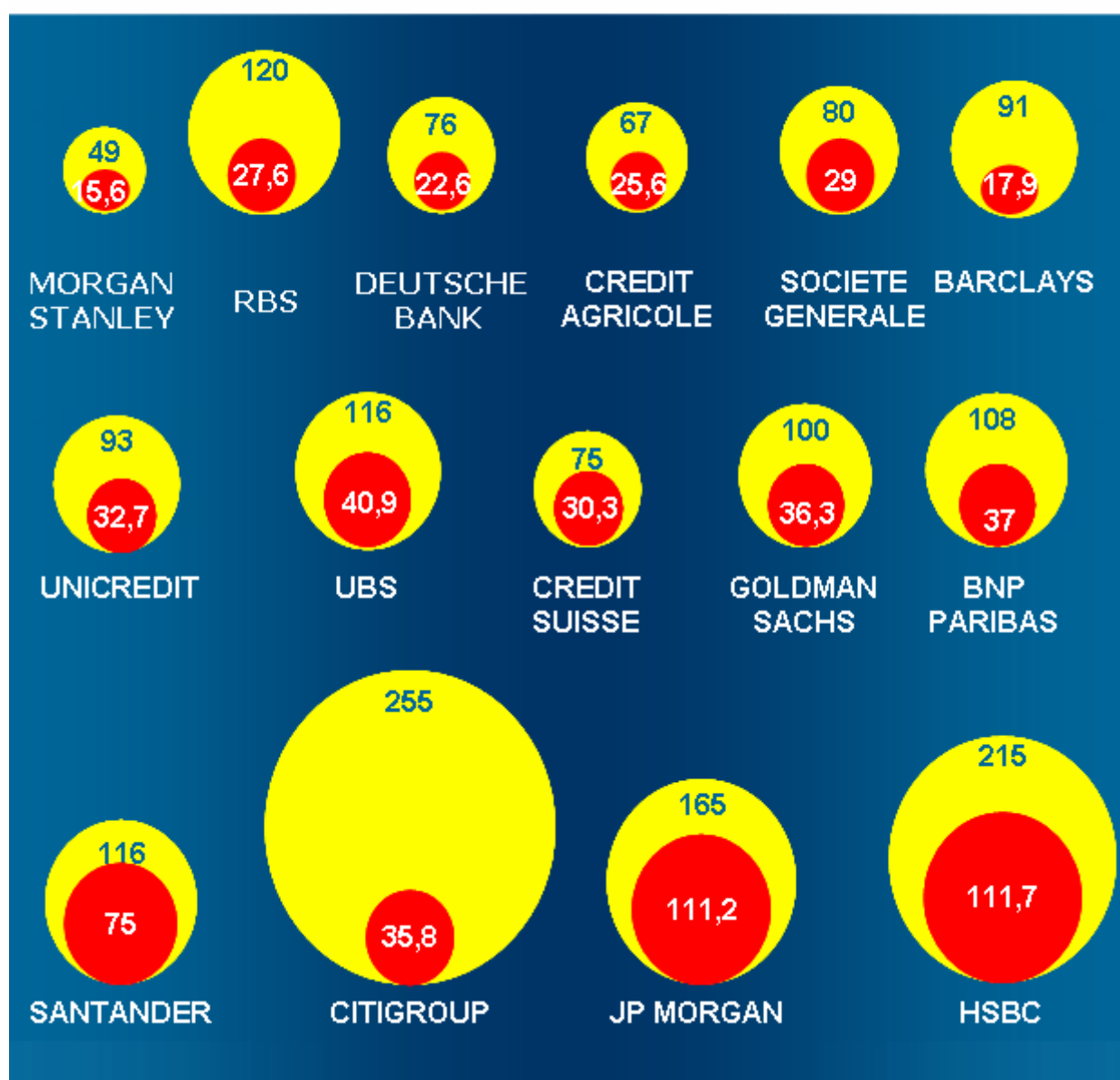
- 08/10/08 - Action concertée des banques centrales pour baisser les taux directeurs
- 08/10/08 - Le gouvernement britannique annonce un plan de soutien bancaire avec injections massives de capitaux et de caution aux nouvelles dettes bancaires à court et moyen terme
- 13/10/08 - Injections massives de liquidités, recapitalisations bancaires et garanties de nouveaux engagements financiers dans la zone euro et US
- 14/10/08 - La Fed annonce que \$ 250 milliards issus du programme TARP serviront à recapitaliser les banques ; neuf des grandes banques américaines acceptent cette recapitalisation
- 12/11/08 - Le Trésor américain annonce que le programme TARP soutiendra la consommation des ménages
- 23/11/08 - Le gouvernement américain accepte de garantir \$ 306 milliards de crédits et de titres inscrits dans les livres de la Citi, et d'injecter \$ 20 milliards de cash en échange de \$ 27 milliards d'actions préférentielles
- 25/11/08 - La Fed annonce la création d'une facilité de \$ 200 milliards pour accroître les crédits en contrepartie des créances titrisées au profit des ménages et des petites entreprises. Un autre programme de \$ 500 milliards est annoncé pour racheter les obligations et les MBS (*Mortgage-backed Securities*) émis par Fannie, Freddie et Federal Home Loan Banks

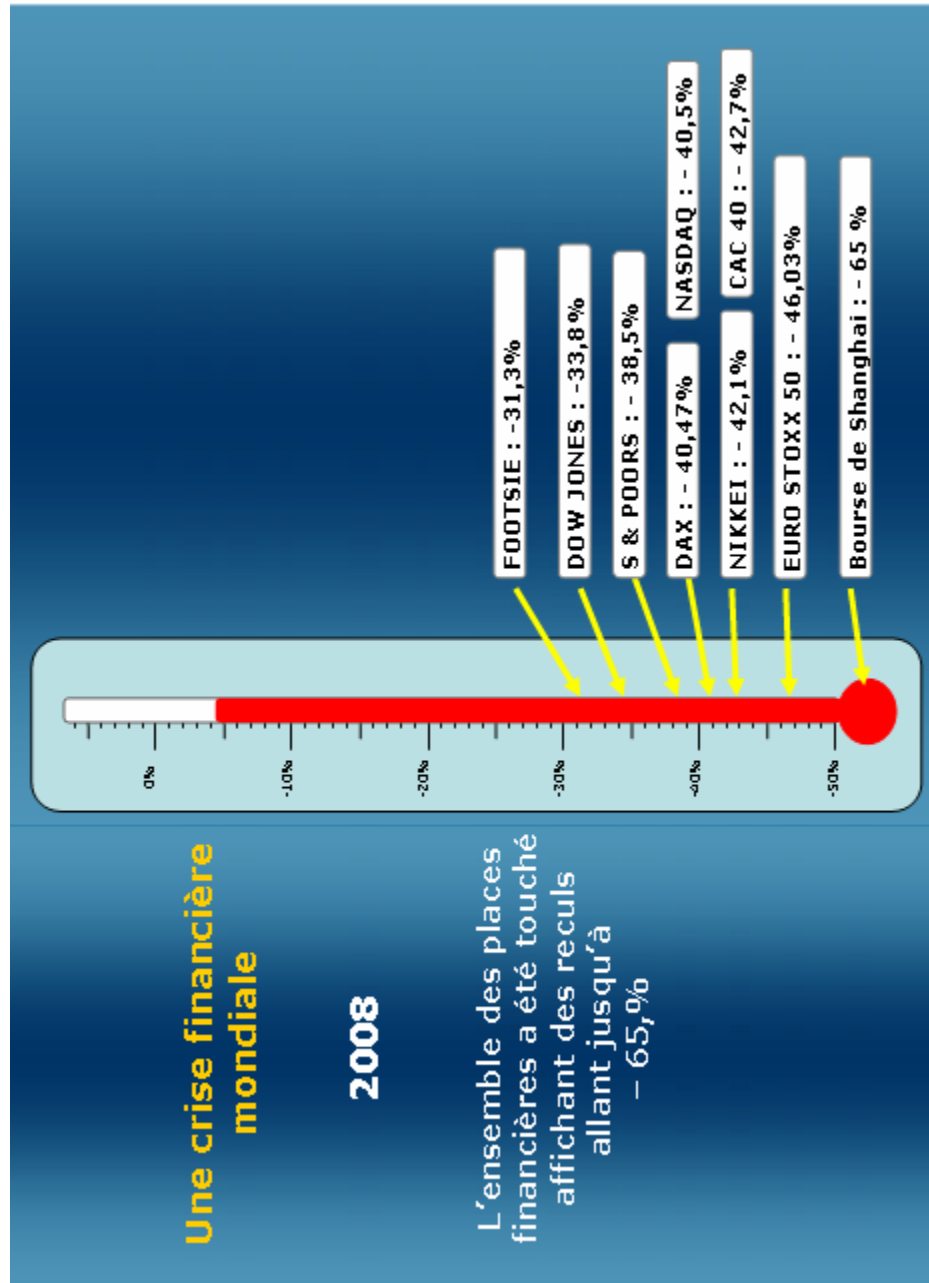
Fin au 26 novembre 2008

Capitalisation boursière des banques en US \$

● au 30 / 06 / 2007

● au 15 / 12 / 2008





CAC 40 : 8 % de progression par an depuis 1968

Variations annuelles des actions françaises depuis 1968

