

HÉLÈNE REY

Crise : l'acte V reste à écrire

[16/10/08] - Les Echos

Acte I : Août 2007, septembre 2008. La baisse de l'immobilier aux Etats-Unis se traduit par une hausse des défauts pour les désormais célèbres prêts « subprimes ». Contre toute attente, ces défauts conduisent à une panique financière. Les Etats-Unis jugent qu'ils peuvent laisser tomber Lehman Brothers sans risquer une crise systémique. C'est une erreur gravissime qui porte un coup fatal à la confiance des marchés. Acte II. Les Banques centrales et le Trésor américain se contorsionnent pour sauver le système financier et rassurer les investisseurs. Episode tragi-comique le 29 septembre quand les républicains les plus conservateurs bloquent le plan Paulson, sponsorisé par George W. Bush, puis le laissent passer quelques jours plus tard devant la panique boursière grandissante. Le plan est critiqué par nombre d'économistes qui le jugent trop cher et peu efficace - mais néanmoins supérieur à l'alternative du statu quo. Acte III. Les mesures ad hoc se multiplient au gré des pays. L'Irlande garantit tous les dépôts bancaires, l'Allemagne sauve Hypo Bank de la faillite, la France et la Belgique soutiennent Dexia. La chute des marchés s'amplifie. Acte IV. Un consensus émerge chez nombre d'économistes respectés (1) sur ce que devrait être le « bon » plan de sauvetage : il doit utiliser l'argent public pour recapitaliser les banques et restaurer la liquidité du marché interbancaire en garantissant les transactions. Le 8 octobre, le Trésor britannique propose un plan qui fait exactement cela et limite judicieusement les garanties sur le marché interbancaire aux banques qui acceptent leur recapitalisation avec de l'argent public. Les économistes réclament alors une coordination entre pays, soulignant l'importance de ne pas déstabiliser les systèmes bancaires de pays voisins. Ils expliquent aussi l'effet de cercle vertueux sur la confiance des marchés si tous les pays prennent les mêmes mesures que le Royaume-Uni. Le 12 octobre, les décideurs politiques de la zone euro annoncent enfin une intervention coordonnée modelée sur le plan britannique. Le Trésor américain transforme son plan initial pour le rapprocher de celui de Gordon Brown. Les économistes se penchent maintenant sur les conséquences fiscales et inflationnistes des plans, qui sont les nouvelles incertitudes. Le synopsis de la crise est passionnant, mais il pose une question fondamentale : comment en sommes-nous arrivés là ?

A la racine du problème, on trouve la surabondance de liquidités créées par une politique monétaire laxiste aux Etats-Unis et les flux massifs de capitaux en provenance d'Asie qui cherchent des investissements en dollars. On trouve aussi l'élimination des restrictions du Glass-Steagall aux Etats-Unis en 1999 qui, en introduisant une concurrence féroce entre banques commerciales et d'investissement a conduit ces dernières à prendre des

stratégies risquées, alors qu'elles étaient peu régulées. Il s'ensuit un développement de la titrisation tous azimuts et une utilisation abusive de l'effet de levier avec endettement massif sur les marchés à court terme pour investir en actifs risqués. Les ratios montants investis/fonds propres des banques d'investissements peuvent être de l'ordre de 20. Une telle stratégie produit de hauts rendements quand les actifs s'apprécient et une spirale vertigineuse quand les actifs perdent leur valeur. Or, avec la baisse des prix de l'immobilier, c'est bien une telle spirale qui s'est enclenchée. La valeur des fonds propres des banques a baissé, ce qui les a forcées à vendre des actifs, ce qui a fait plonger le prix de ces actifs, réduisant la valeur de leurs fonds propres encore plus, etc. C'est ce mécanisme qui explique la propagation de la crise de banque en banque et de pays à pays et qui a conduit à la paralysie totale du marché interbancaire, les intervenants craignant un défaut des autres agents. Le plan anglais est le plus adapté, car il s'attaque de front à l'érosion du capital bancaire. Mais l'acte V est encore à venir. Les défaillances du crédit vont-elles conduire à une destruction massive d'entreprises dans les prochains mois ? L'espoir est que le marché interbancaire se fluidifie vite, que le crédit reprenne et que l'on assiste seulement à une baisse modérée de l'activité économique, au moins en Europe. Mais les ressources fiscales des Etats seront-elles suffisantes si l'investissement dans les banques s'avère être à perte ? A suivre.

HÉLÈNE REY est professeur à la London Business School

(1) Voir « Rescuing our jobs and savings : What G7/8 leaders can do to solve the global credit crisis » sur www.voxeu.org