

# Les mécanismes de la panique

Christian Chavagneux, *Alternatives Economiques* n°273, Octobre 2008

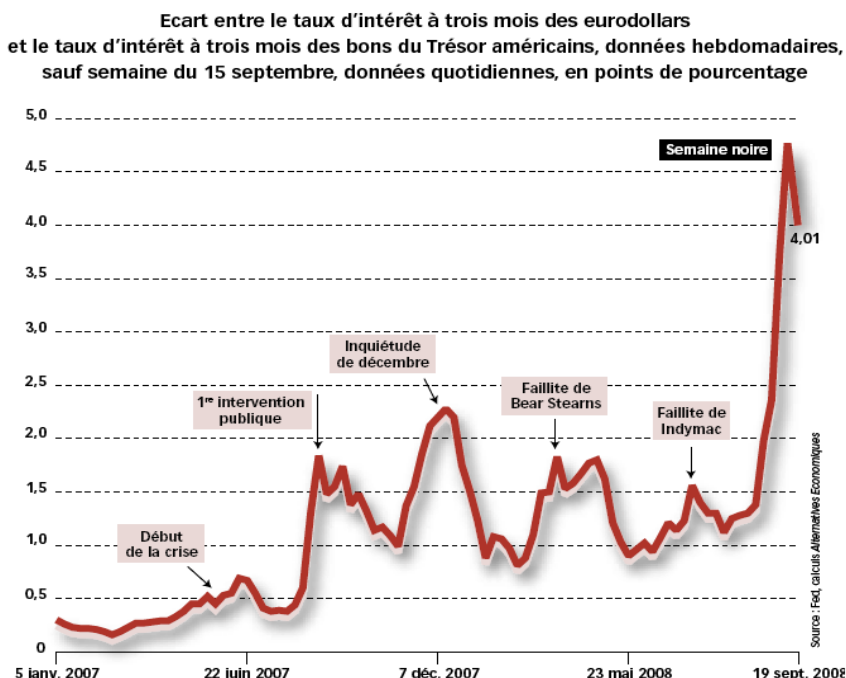
Le goutte-à-goutte ponctuel n'a pas suffi pour endiguer la crise. Le gouvernement américain a dû sortir la grosse artillerie et passer à l'intervention chirurgicale.

Les autorités américaines ont dû gérer une crise à double dimension. D'une part, une crise de "liquidités": les banques ne trouvaient plus sur les marchés l'argent dont elles avaient ponctuellement besoin. D'autre part, elles étaient confrontées à une dépréciation de leurs actifs, ce qui entraînait des pertes et donc des besoins en capital pour y faire face. Un capital pas facile à trouver dans un tel contexte de crise.

Au jour le jour, les banques se prêtent de l'argent entre elles à un taux d'intérêt légèrement supérieur au taux directeur que fixent les banques centrales lorsqu'elles se prêtent à très court terme (un jour, quelques jours...) et qui augmente avec la durée du prêt. Certaines banques ont, à un moment donné, plus de ressources qu'elles n'en ont besoin pour octroyer leurs crédits alors que d'autres ont des besoins. Le système bancaire international (les banques se prêtent entre elles au niveau mondial) fonctionne ainsi grâce à ce marché interbancaire. Mais en période de panique, les banques ne se font plus confiance. Elles ne veulent plus se prêter d'argent ou alors à des niveaux de taux d'intérêt prohibitifs, ce qui bloque le bon fonctionnement du marché du crédit.

Depuis le début de la crise, le marché interbancaire s'est bloqué à cinq reprises. A chaque fois, les banques centrales ont réussi à le redémarrer assez rapidement avec une méthode simple: puisque les banques ne veulent pas se prêter entre elles, ce sont les banques centrales qui deviennent le prêteur en dernier ressort, celui qui accepte de prêter pour que le marché reparte. Pour cela, il faut injecter à chaque fois plusieurs centaines de milliards de dollars. Cet argent est simplement prêté aux banques qui le remboursent quelques jours ou quelques semaines plus tard. En échange de cet argent, la banque centrale demande aux banques de lui donner des titres financiers qu'elle pourrait revendre si l'établissement ne pouvait pas la rembourser.

## Le film de la crise



Lecture: l'évolution de l'écart entre le taux d'intérêt des eurodollars (le prix auquel les banques se prêtent des dollars) et celui des bons du Trésor américains (considérés comme un placement sans risque) permet de suivre les soubresauts de la crise. Plus les banques estiment que la situation est risquée, plus elles sont réticentes à se prêter de l'argent et plus l'écart augmente. On peut ainsi relire le début de la crise: la petite panique de décembre, celle de mars liée à Bear Stearns, celle de juillet avec la faillite d'Indymac (l'un des premiers prêteurs hypothécaires américains), celle de début septembre avec la nationalisation de Fannie et Freddie. Et, enfin, la tempête de la semaine folle de la mi-septembre. Chacune suivie d'interventions publiques.

Cette facilité de refinancement en "monnaie centrale" n'est pas inhabituelle. Ce qui l'est, en revanche, ce sont les montants en cause et le fait que la Fed s'est mise à accepter en garantie, non seulement des titres absolument sûrs, comme c'est le cas normalement, mais aussi une partie des créances immobilières pourries détenues par les banques.

#### Défiance généralisée

Mais la crise financière comporte une seconde dimension, beaucoup plus difficile à gérer. Quand les banques voient la valeur de leurs actifs diminuer, comme c'est le cas avec les titres immobiliers risqués, elles font des pertes qui correspondent à ces dépréciations. Elles doivent donc disposer de capitaux qui leur permettent, à court terme, de faire face à ces pertes et, à moyen terme, de pouvoir repartir sur un bon pied. Or, dans le climat de défiance généralisée actuel, les investisseurs ne veulent pas apporter leur épargne aux banques. Ces dernières cherchent alors à vendre leurs titres, ce qui fait encore plus baisser leur valeur et qui mange encore plus leur capital. Et quand la Bourse s'emballe et que la valeur de marché de ce capital s'effondre, la situation devient critique.

Il y a alors quatre façons de résoudre le problème. La première: on laisse tomber ! On ne recapitalise pas et l'institution fait faillite (Lehman Brothers). La deuxième: on laisse le marché faire et les acteurs privés se racheter entre eux. C'est ce qui s'est passé avec Merrill Lynch, reprise par Bank of America, ou pour la banque immobilière britannique HBOS, mangée par sa concurrente Lloyds TSB. D'autres suivront. Au début de la crise, ce sont les fonds souverains (les fonds d'investissement étatiques des pays émergents) qui ont joué le rôle d'investisseurs, mais ils ne veulent plus le faire aujourd'hui car tout s'écroule trop vite.

Autre possibilité: on met des capitaux publics. En clair, on nationalise. C'est ce qui s'est produit pour Fannie Mae, Freddie Mac et l'assureur AIG. Soit l'établissement devient public, soit son découpage et sa vente à d'autres acteurs privés sont organisés par des fonctionnaires qui récupèrent ainsi des fonds pour l'Etat. Fannie et Freddie pourraient rester dans le public, AIG sera revendue.

#### Les effets sur la croissance

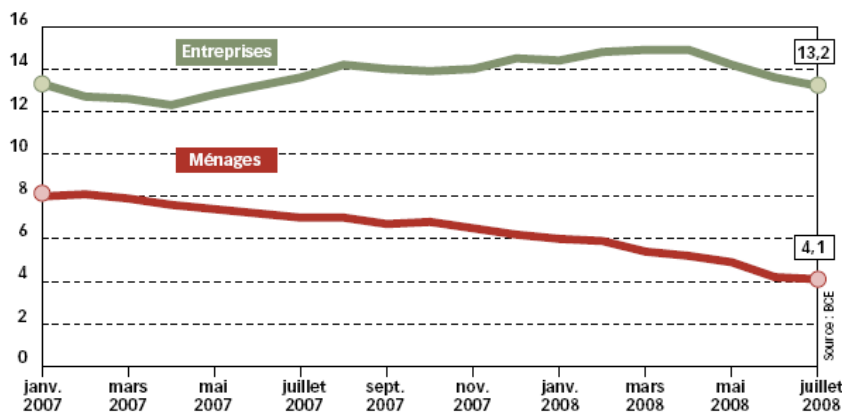
L'économie américaine avait commencé l'année 2008 sous les auspices d'un ralentissement marqué de sa demande intérieure et d'une fragilité accrue (voir page 56). Avec la poursuite de la crise financière, son emballement et les tentatives de résolution mises en place, deux scénarios assez contrastés sont aujourd'hui possibles.

Pour les pessimistes, les Etats-Unis et le reste du monde développé, dont la France, n'échapperont pas à un fort ralentissement de la croissance. Parce que les ménages américains, en pleine déconfiture financière, vont consommer moins et donc importer moins, ce qui va réduire nos exportations. Et parce que les banques, mal en point, restent très frileuses et refusent de prêter aux ménages et aux entreprises, même celles qui défendent de bons projets. Les banques et les assureurs français étaient engagés sur Lehman Brothers ou AIG, et leur disparition ne fera qu'accentuer leurs difficultés. Il y aura moins de crédits et, par suite, moins de croissance. Les ménages augmenteront alors leur épargne, consommeront moins, ce qui ralentira encore plus l'activité.

Pour les optimistes, ces deux canaux de transmission de la crise vont jouer, mais pas forcément de manière très forte. Dans l'hypothèse où le plan Paulson arrive à redonner confiance dans une sortie organisée de la crise, les banques pourraient se révéler moins frileuses que prévu en termes de distribution de crédits. D'ailleurs, si la croissance des crédits immobiliers a fortement ralenti en Europe, elle reste positive, tandis que le crédit aux entreprises demeure dynamique.

Par ailleurs, le plan Paulson va de nouveau attirer les capitaux des investisseurs étrangers, ce qui peut contribuer à soutenir le dollar. D'autant plus que si le plan réussit, la Réserve fédérale ne baissera pas ses taux, alors que la Banque centrale européenne (BCE) pourrait le faire dans les mois qui viennent, ce qui sera favorable à une dépréciation de l'euro et donc aux exportations. La crise de confiance des ménages et la remontée de leur épargne pourraient alors être de courte durée.

Taux de croissance annuel des crédits, en %



Bref, tous les scénarios sont ouverts et bien malin celui qui ne se trompera pas. Et le pire n'est pas forcément le plus probable. L'essentiel sera toutefois de ne pas louper la prochaine étape: réréguler la finance. La part de la finance dans l'ensemble des profits des entreprises américaines, tous secteurs confondus, était passée de 10 % en 1980 à 40 % à son plus haut niveau l'an dernier. L'excroissance est en train de se résorber. Il faudra veiller à ce qu'elle ne réapparaisse pas.

#### Plan de sauvetage collectif

Reste une dernière solution: quand la baisse du prix des actifs détenus par les banques est telle qu'elle mange leur capital et que le phénomène se généralise, il ne suffit plus d'aider individuellement tel ou tel établissement. Il faut alors trouver une solution collective en sortant l'ensemble des actifs dépréciés du bilan de toutes les banques afin de réduire leurs besoins de capitaux. C'est ce que va faire le gouvernement américain en mettant 700 milliards de dollars sur la table pour racheter les titres financiers liés aux créances immobilières des banques. Et Hank Paulson a demandé à ses collègues ministres des Finances de faire la même chose chez eux.

Le gouvernement ne va bien sûr pas racheter l'ensemble des 12 000 milliards de crédits immobiliers américains, mais seulement les titres financiers risqués qui ont été créés sur la base des prêts aux Américains les plus pauvres. Il faudra déterminer sans se tromper le prix auquel ces actifs seront rachetés: trop bas, les banques devront encaisser de lourdes pertes et se retrouveront avec le même problème de manque de capital; trop haut, elles repartiront soulagées refaire des folies en s'en sortant à bon compte.

Avec ce plan, on arrête les médicaments et on passe à l'intervention chirurgicale pour enlever la racine du mal. Cette solution extrême est coûteuse mais elle s'attaque au coeur du problème. D'où le soulagement des marchés à l'annonce du plan, dont les détails au moment où nous écrivons ces lignes étaient encore discutés entre le secrétaire au Trésor et les parlementaires démocrates. Ceux-ci cherchaient à limiter le coût du plan pour les contribuables et à encadrer politiquement sa mise en oeuvre. Et à obtenir aussi quelques milliards pour aider ceux qui, faute de pouvoir rembourser leurs prêts, sont mis à la rue et voient leur maison vendue. Avant les banques, ce sont tout de même les premières victimes de la crise des *subprime*...