

# LES SIX RESSORTS ET LES SIX *RESORTS* DE LA CRISE ACTUELLE

JEAN-PAUL BETBÈZE

*Chef économiste, Crédit agricole*

*Professeur, université de Paris Panthéon-Assas*

*La crise que nous vivons est la combinaison d'un excès de crédit avec une cohorte d'innovations qui ont permis encore plus de financements, encore plus répartis, mais avec l'idée que cette répartition était celle d'un risque bien compris, bien disséminé et donc bien maîtrisé.*

*Pour comprendre ce qui s'est passé, il faut alors démonter la logique qui s'est mise en place.*

*Une logique qui, fondamentalement, a miné la confiance des acteurs économiques dans leur système de financement.*

*Pour en sortir, il faut donc aider les banques à retrouver des marges, l'économie à regagner de la vigueur et les acteurs économiques à retrouver de la confiance. Rien n'est évident, ni immédiat.*

*C'est pour cela que divers recours sont mis en œuvre dans des doses jamais vues et selon des modalités jamais utilisées, au moins à ce niveau. Souhaitons que tout cela marche !*

**N**ous connaissons la base de la crise actuelle : comme celle de toute crise de crédit, il y a eu trop de crédit distribué avec, en face, trop peu de fonds propres. Mais nous connaissons désormais la particularité historique de cette crise : c'est la combinaison d'une base sociale modeste, celle du crédit logement à la clientèle dite « *subprime* », avec les sophistications ultimes de la finance. Ce sont des crédits structurés et vendus selon des garanties diverses, en fonction de risques mathématiques anticipés. Quand tout va, cette dynamique augmente les profits de celui qui prête et les actifs de celui qui a emprunté. Le riche devient plus riche encore et le pauvre ne l'est plus –

plus exactement, ne l'est plus autant. Mais le processus s'inverse nécessairement : les prix des maisons ne montent pas au ciel. La correction comme toujours est violente. Le riche peut alors s'appauvrir, le pauvre est ruiné. Ajoutons que, cette fois, la question des appauvris est vaste puisque personne ne sait exactement de combien il s'agit, c'est-à-dire qui a acheté effectivement quoi. La confiance disparaît, le risque systémique s'installe. Quant aux pauvres, ils posent un problème social d'ampleur nationale aux États-Unis, un problème qu'il sera forcément nécessaire de résoudre. Au-delà, il faudra organiser un retour à la normale et travailler à éviter une réapparition de ce type de crise. Il sera important de s'interroger sur sa logique, ses ressorts, autrement dit sur les limites des

règles antérieures, et en attendant agir pour l'arrêter en recourant à divers *resorts*.

## Les six ressorts

### ■ Ressort 1 : une distribution hors banque

C'est par une titrisation quasi totale des crédits au logement que la crise a commencé. Les tranches les plus risquées – qui devaient normalement être gardées dans les SIV (*special investment vehicles*) – ont en effet été cédées à des fonds (*hedge funds*) désireux de rentabilité supérieure. Les fonctions de *monitoring*, classiques dans toute dynamique bancaire, ont ainsi été supprimées, à la fois parce qu'aucun crédit ne restait dans la banque originatrice et, bien souvent, parce qu'aucun engagement ne demeurait même dans le conduit (SIV). Le multiplicateur pouvait devenir infini, la rentabilité affichée était forte en fonction de risques anticipés faibles, d'autant que le risque effectif, le « sous-jacent », disparaissait. Le *return on equity* ne pouvait que monter puisque le *return* ne cessait de croître et l'*equity* nécessaire avait pratiquement disparu !

### ■ Ressort 2 : des garanties gratuites

Ce modèle « origination-distribution » s'est développé parce qu'il avait masqué les risques de l'opération. La logique complexe de la constitution de tranches de crédit était, en effet, occultée par des notes et des assurances de liquidité. Les premières venaient d'agences qui, en interne, utilisaient des modèles de risque et de corrélation pour créer des assemblages qui devaient être moins risqués que leurs composants. Les assurances venaient des *monolines*. C'étaient des entreprises spécialisées dans le rehaussement des crédits qui ne pouvaient prendre que d'excellentes signatures... qui venaient des agences de *rating*. Puisque la garantie des *monolines* avait peu de

chance de se manifester, on comprend que les coûts assurantiels étaient faibles, et puisque les risques de trésorerie n'avaient pas lieu non plus de se manifester, on comprend aussi que les lignes de *back up* des banques étaient quasiment gratuites. Cependant, preuve de l'anomalie de la construction, comme le risque sous-jacent était quand même risqué (« *subprime* »), son détenteur percevait un *spread* significatif (de 50 à 100 points de base)... pour du AAA. Il y avait là combinaison d'un multiplicateur quasi infini du crédit avec un processus circulaire de certification du crédit, où la note permet l'assurance, l'assurance consolide la note, tandis que les tranches fondent la qualité des crédits structurés... et donc leurs notes.

### ■ Ressort 3 : une *price discovery* sans peine

En théorie, le prix de marché d'un bien vient de l'analyse qu'en font les parties. Chacune, côté offreurs et côté demandeurs, doit faire ce travail avant de proposer un prix de vente d'un côté, d'achat de l'autre. Dans le cas qui nous occupe, il faut donc que l'émetteur étudie, comme l'acquéreur, selon la double logique « *trust and verify* ». *Trust*, car rien n'est possible autrement, puisque la confiance est la base de la transaction. *Verify* car, même en toute bonne foi, des erreurs d'appréciation, de calcul, de montage... peuvent toujours se produire. Mais cela n'a pas eu lieu, car les garanties (ressort 2) ont eu leur effet, surtout le *rating*. La note a détourné de tout travail de *price discovery*, c'est-à-dire, en pratique, de la lecture des documents qui accompagnaient les transactions. La note est devenue l'invariant des transactions alors que les produits passaient de main en main, rendant de plus en plus difficile, sinon impossible, le processus de *trust and verify*. Le sous-jacent était devenu invisible, au sens propre, la finance s'était émancipée du réel. On comprend que, quand la confiance disparaît et la liquidité s'évanouit, ces problèmes de non-information remontent brusquement – et violemment – à la surface.

## ■ Ressort 4 : des surveillants procéduriers

Il y a deux façons de surveiller :

- la première concerne la procédure suivie, elle est essentiellement formelle et microéconomique ;
- la seconde concerne la substance de ce qui est fait et prend en compte les effets macroéconomiques des décisions, tout autant que la réalité des sous-jacents.

La logique procédurière est par nature myope. Si l'on constate ainsi que beaucoup de notes AAA sont distribuées, on se dit que les mesures sont de plus en plus correctement suivies. On ne s'interroge pas sur la vraisemblance de crédits ainsi jugés excellents, dans leur substance et non dans leur constitution. On ne s'interroge pas non plus sur l'effet macroéconomique, sur le marché, d'une telle abondance de « bon papier ».

Une logique substantielle aurait fonctionné différemment. Elle se serait interrogée d'abord sur les risques de mesure même de la note, avec la confusion entre forme et substance. Elle se serait inquiétée ensuite des risques d'interprétation des notes des agences, donc sur la vraisemblance de créer autant de produits formellement parfaits. Elle aurait bouclé sur les effets que cette abondance quantitative et qualitative pouvait créer, d'autant qu'elle était très bien « payée ». À l'évidence, tel n'a pas été le cas : le double cycle du multiplicateur de crédit et de la logique de certification a fonctionné sans limite, à l'abri des procédures, au moins un temps.

## ■ Ressort 5 : une conception analytique du risque

Bâle I et Bâle II ont un double apport considérable et positif : celui de lister et de mesurer les risques encourus par les instances bancaires et financières et de mettre des fonds propres en face. Ce fonctionnement protège des excès de la transformation bancaire, mais pas de ceux de la titrisation (à moins que cela y pousse !). Il protège aussi des risques catégoriels en fonction des crédits eux-mêmes et de la nature des risques. La réglementation de Bâle II est constituée pour dépasser et englober Bâle I dans une logique

plus complète, car plus analytique encore. Mais cela ne protège pas des risques majeurs qui sont précisément ceux de l'interdépendance des facteurs de crise. Toute crise est synthèse. Ainsi, quand le ralentissement économique américain fait sentir ses premiers effets dans la construction, il pèse sur les prix des maisons. Les crédits « *subprimes* » ont donc été affaiblis par la valorisation des actifs qui les validait *in fine*, d'autant que la situation économique qui se dégradait faisait que l'on accordait des crédits (à titriser) à des populations de plus en plus fragiles. C'est alors que les agences de *rating* ont, ensemble, rapidement et fortement revu leurs positions et leurs modèles... et donc abaissé leurs notes.

## ■ Ressort 6 : une conception gaussienne des crises

La crise coagule, polarise les anticipations. Ce n'est que par beau temps qu'il y a des haussiers et des baissiers, donc qu'un prix peut se former (après analyse du produit). Quand le marché devient systématiquement haussier, l'intérêt porté à la substance diminue. Quand le marché devient baissier, le souci du sous-jacent revient, mais trop tard, mais excessivement, mais inégalement.

Trop tard, car le coût de la *price discovery* qui augmente fortement tandis que le prix ne cesse de baisser, *mark to market* oblige, pousse tous les acteurs à la vente en détresse. Cela est donc excessif et en même temps très inégal : les risques n'ont pas été bien répartis dans la période antérieure en fonction de leur prix, puisque ce prix n'était pas le bon. Des acteurs ont ainsi acheté des actifs risqués sans vraiment le savoir (se fiant au *rating* et à la finance moderne), mais en cherchant des rendements... qu'ils croyaient garantis. Or, ces acteurs qui cherchaient ces produits miracles étaient souvent fragiles. Ainsi, des risques se sont trouvés chez des acteurs qui n'en étaient pas vraiment conscients, et surtout qui n'avaient pas vraiment les moyens de l'assumer (certaines banques régionales allemandes par exemple). Au lieu de se trouver dans un cas de distribution gaussien des risques, où le « très peu probable » est à « très faible impact », l'économie

mondiale s'est trouvée dans un cas non gaussien, ou le « très peu probable » est en réalité « très cher ». Dans ce contexte, la logique du *mark to market* fonctionne plus vite, d'autant que les banques doivent réunir plus de fonds propres encore, en liaison avec leurs programmes de simulation de crise.

## ■ Concluons...

Une logique déflationniste se met donc en œuvre aux États-Unis, logique qu'il faut arrêter au plus vite. D'un côté, les prix des actifs baissent, de l'autre, le prix de la liquidité monte... D'un côté, les banques ne font plus de crédit et ont des problèmes de fonds propres, de l'autre, la confiance interbancaire s'effondre. Il faut passer des ressorts aux *resorts*.

## Les six resorts

### ■ Resort 1 : la banque centrale, banquier en dernier resort

Quand la crise d'inquiétude se met en place, la Banque centrale se doit d'abord d'expliquer et de tenter de coordonner les efforts. Mais cela dure un temps limité si les difficultés se poursuivent. En effet, quand les banques commerciales ne font plus crédit – et ne se font plus crédit – une seule peut continuer à assurer la liquidité : la banque centrale. Dans un premier temps, elle permet à la liquidité de se maintenir en escomptant de plus en plus de « papier » des banques, en relâchant les règles d'acceptation. Elle prend de cette façon une part du risque bancaire mais permet aux banques de poursuivre leur activité, ce qui repousse le *credit crunch*, toujours récessionniste. On a ainsi vu la Réserve fédérale américaine (Fed) – comme la Bank of England – étendre la masse de ses encours et en réduire le prix par des baisses de taux. La Banque centrale européenne (BCE), elle, n'a pas baissé ses taux mais fortement accru ses interventions et les gammes de papiers retenues.

### ■ Resort 2 : le déficit budgétaire, socialisation en dernier resort

Dans le cas américain, il faut évidemment que les ménages ayant souscrit des crédits « *subprimes* » soient soutenus. Si la banque centrale demande aux banques commerciales une certaine « compréhension », elle sait que cela implique plus de pertes dans leurs livres, donc moins de rentrées fiscales. Plus encore, quand les autorités politiques décident de soutenir l'activité par des chèques aux ménages en difficulté, ce sont plus de 150 milliards de dollars qui s'ajoutent au déficit public déjà plombé par la récession.

### ■ Resort 3 : la baisse du dollar, dépréciation en dernier resort

Pour diminuer le coût du refinancement, la banque centrale baisse ses taux. La Fed l'a fait continûment et fortement, portant les taux dollar très au-dessous des taux euro. Outre les effets de conjoncture entre États-Unis en récession et Europe qui résiste, il n'en faut pas beaucoup plus pour que le dollar baisse. Cela permet évidemment de soutenir les exportations américaines, tandis que la récession pèse sur les importations. En termes relatifs, la situation extérieure se redresse. Quant aux exportateurs vers les États-Unis, s'ils veulent y vendre, il faut qu'ils compriment leurs marges. Dans ce contexte, et hors pétrole, la baisse du dollar n'est pas inflationniste aux États-Unis. Elle est un autre ajustement partiel du pays, non coopératif bien sûr.

### ■ Resort 4 : les fonds souverains, acheteurs en dernier resort

Si les prix des actifs baissent, vient toujours un temps où ils se présentent sous de meilleurs auspices. Le prix est jugé « attractif ». Mais cela est vrai si des acteurs sont liquides ou si des banques peuvent les aider. Tel n'est pas vraiment le cas aux États-Unis où les seuls acteurs liquides sont extérieurs : ce sont les

fonds souverains. Ils peuvent en effet mobiliser une part de leur *cash* dollar ou des bons du Trésor à court terme qu'ils détiennent, seuls vrais actifs liquides de l'heure.

Mais on comprend que cette intervention peut être déstabilisante en termes de droits de propriété et d'indépendance nationale. L'énergie, la communication, l'économie numérique sont partout des secteurs stratégiques. Pas la banque, au moins directement. Pas la banque, dans une certaine mesure. Il ne faut donc pas trop utiliser ce *resort* mais montrer qu'il existe et le faire fonctionner.

### ■ *Resort 5* : la banque centrale, banque d'affaires en dernier *resort*

L'intervention de la Fed dans la solution de la crise de Bear Stearns va entrer dans les annales. C'est bien la Fed, avec le secrétaire d'État au Trésor, qui a opéré l'achat en un week-end de la banque en détresse par JP Morgan Chase, avec des conditions spéciales de financement et de garantie. C'est bien ainsi que les opérateurs de marché ont vu que la Fed avait sa conception du *too big to fail*, avec une implication forte. Ils en ont déduit que les prix des actifs bancaires étaient près de leur point bas, d'autant que les règles du *mark to market* s'estompaient par le recours croissant à des évaluations *level 3* (évaluations internes) et que le *resort 5* ne pouvait être trop sollicité.

### ■ *Resort 6*: les interventions concertées, action en dernier *resort*

La limite additive des *resorts 1 à 5* est qu'elle suppose une certaine impavidité des autres acteurs mondiaux. Or, il est peu possible d'imaginer une baisse du dollar et un creusement du déficit budgétaire américain sans réaction. La crise est d'origine américaine, elle est devenue mondiale. Sa solution sera surtout américaine, mais ne peut l'être exclusivement. C'est donc tout l'intérêt du dernier G7 Finance que d'avoir montré les limites du jeu singulier des États-Unis, avec des remarques sur la baisse du dollar, et appelé à une « opération transparence des comptes bancaires » à la fin du premier semestre 2008. À ce stade, il ne s'agit pas d'actions concertées de change, mais il s'agit de polariser les anticipations sur les prix des actifs. Il faut demander à tous de préciser les estimations et, ainsi, de faire refouler la défiance. La baisse des taux d'intérêt a atteint ses limites, comme les déficits extérieur et budgétaire américains, ou encore la baisse du dollar. Ce n'est aujourd'hui que par l'interbancaire que renaîtront les activités et les financements. Il faut donner une date pour la formation des prix, ce qui appelle un dernier futur *resort* : une logique comptable vraiment globale et stable, couplée à une gestion préventive des autorisations de crédit.

