

La crise bancaire s'enfonce dans la torpeur

Les incertitudes grandissantes sur la solvabilité des établissements bancaires paralysent le marché interbancaire

Ces derniers temps, les marchés financiers mondiaux réagissent violemment aux signes croissants d'une forte détérioration conjoncturelle généralisée : tandis que les marchés continuent de présenter une certaine fragilité, les incertitudes grandissantes quant à la solvabilité du système bancaire et les inquiétudes sur les perspectives économiques qui en résultent sont devenues plus pesantes, affectant les valorisations dans toutes les classes d'actifs.

Depuis cet été, les marchés de la dette subissent de fortes pressions, les primes de risque augmentant en raison de l'incidence de l'ajustement des anticipations de pertes et de dégradation de bilans des établissements financiers.

En dépit du repli conjoncturel des cours du pétrole et des produits de base, et de l'action de soutien des pouvoirs publics aux Etats-Unis en faveur du marché immobilier, les efforts soutenus de recapitalisation engagés par les banques et sociétés d'assurances ne réussissent pas à calmer les pressions sur le marché interbancaire.

Dans ce contexte, les tensions se sont aggravées dès le mois de juin, conduisant les banques centrales à prendre de nouvelles mesures pour augmenter l'efficacité de leurs mécanismes respectifs de fournitures de liquidités¹, incitant le gouvernement des Etats-Unis à accentuer ses interventions pour assurer la stabilité de son système financier.

Une défiance généralisée s'installe sur le secteur bancaire

9 mois après le rachat de Countrywide, 6 mois après la faillite de Bear Stearns et une semaine seulement après le sauvetage des rehausseurs de crédit Fannie Mae et Freddy Mac², c'est au tour de Merrill Lynch d'être reprise par Bank of America, de Lehman Brothers d'être mise en liquidation, d'AIG d'être démantelée, de Washington Mutual d'être bradée à JP Morgan Chase, ...

La mise en liquidation le 15 septembre de Lehman Brothers a marqué un tournant décisif dans la crise bancaire : la volonté du Trésor américain de ne pas intervenir sur toutes les banques a attisé les craintes, et le doute s'est installé sur l'ensemble du secteur y compris sur ses composantes les plus saines.

Dès lors, en proie aux inquiétudes grandissantes et aux rumeurs les plus folles, les marchés financiers ont intensifié l'ampleur de leur chute : avec des pertes de plus de 40% depuis le début de l'année, les indices boursiers accusent leur plus forte déroute depuis la crise asiatique de 1997.

L'Amérique agit, l'Europe s'agite...

Le Plan Paulson : une réponse suffisante face à la crise ?

Jusqu'à l'avènement du Plan Paulson, l'approche graduelle et au cas par cas caractérisait jusqu'alors l'essentiel de l'attitude de l'administration américaine et du Congrès, et marquait de toute évidence un manque d'ambitions dans le traitement de la crise bancaire.

Au-delà des adjudications de grande ampleur de la Fed et des mesures d'adossement du Trésor américain, il était devenu clair que les autorités ne pouvaient plus régler les problèmes au coup par coup.

Après plus d'une semaine de débats intenses au Congrès, la Chambre des représentants promulguait le 3 octobre le plan Paulson de sauvetage du système financier américain via le rachat de 700 milliards de dollars d'actifs toxiques

¹ 7 baisses de taux sur 4 mois (de 5,25 à 2%), des dizaines de milliards de dollars injectés dans le système bancaire, la possibilité exceptionnelle et inédite offerte aux banques d'investissement de se refinancer au propre taux d'escompte de la Fed (fenêtre d'oxygène jusqu'alors réservée aux seules banques commerciales), la prise en pension de prêts nantis sur une vaste palette d'actifs,...

² En septembre, le gouvernement fédéral a procédé à la nationalisation de facto de ces établissements de refinancement hypothécaire américains pour un montant de 200 milliards de dollars ;

des banques : par son ampleur et son caractère interventionniste, ce plan témoigne de la révolution à l'œuvre aux Etats-Unis. Mais s'il s'agit sans conteste d'un premier pas significatif, il est néanmoins jugé insuffisant en l'état pour enrayer la crise de liquidités : après l'euphorie initiale provoquée par l'annonce de la plus vaste opération de soutien aux marchés financiers de l'histoire des Etats-Unis, opérateurs et économistes craignent qu'elle n'intervienne trop tard pour dynamiser une économie multipliant les signes de récession.

L'Europe peine laborieusement à se coordonner pour traiter la crise

Face au Plan Paulson et à la contagion de la crise bancaire qui affecte irrémédiablement tout le Vieux Continent (*Fortis, Dexia, Hypo Real Estate, Bingley & Bradford, Unicredit, ...*), l'Europe s'éparpille dans une déroutante cacophonie et s'illustre dans son incapacité à trouver une réponse commune face à la crise si ce n'est de ne s'unir que sur le seul intérêt d'agir dans le cadre d'actions strictement nationales non coordonnées :

- les Pays-bas décident de nationaliser leur quote-part de la banque belgo-néerlandaise Fortis, en laissant entendre que la « bad bank » est à Bruxelles ;
- l'Irlande et sa garantie unilatérale des dépôts fragilise des établissements britanniques, que Londres doit s'empresse partiellement de nationaliser ;
- les banques islandaises gèlent les avoirs de leurs clients au Royaume-Uni, sans consulter les autorités de ce pays ;
- l'Allemagne rejette, sans même en débattre, toute idée d'un fonds de sauvetage européen, pour ne pas avoir à le financer...

On observe toutefois des actions mieux ordonnées et des signes plus tangibles d'investissement au capital des banques par les gouvernements :

- le gouvernement britannique a annoncé l'injection de 50 milliards de livres au travers d'acquisitions d'actions préférentielles ;
- le gouvernement espagnol s'engage à fournir une aide d'urgence de 30 à 50 milliards d'euros au travers d'actifs détenus par les banques espagnoles.

Les marchés financiers au bord de la crise ... de nerfs

L'action coordonnée le 08 octobre de six banques centrales³ de baisser leur taux de 0,5 points répondait au besoin d'adresser aux intervenants un message de crédibilité et de détermination à agir pour apaiser les tensions affectant les échanges sur les marchés interbancaires, et ainsi favoriser un retour au calme ordonné sur les marchés financiers.

L'intervention des banques centrales n'a hélas pas su tenir tête aux dissensions américaines autour des modalités d'application du Plan Paulson (*détermination du prix des actifs, ordre de priorité dans le rachat, fragilité des institutions, traitement des banques étrangères, injection de fonds dans les banques défailtantes,...*) et à l'incapacité des gouvernements européens à fournir une réponse coordonnée à la crise financière.

Au milieu de cette cacophonie, relayée et accentuée par une agitation médiatique débridée et trop souvent incompétente, l'action concertée des banques centrales a souffert d'un manque de relais politiques coordonnés et a été, de fait, perçue par les marchés comme l'aveu d'un geste d'impuissance de la part des institutions et des gouvernements à faire face à l'asphyxie du crédit et à la contamination de l'économie réelle à la crise bancaire.

La déstabilisation des marchés financiers n'en a été que plus forte : la propagation de la crise sur les places boursières restera comme le leitmotiv de cette sombre semaine du 7 octobre 2008 avec un enchaînement de chutes des bourses de New-York à Tokyo, de Paris à Sao polo, de Hong-Kong à Moscou : partout les bourses ses sont effondrées, cédant à la panique pour afficher des reculs de -35% à -58% depuis le début de l'année.

Sur la seule semaine en cours, le CAC 40 à perdu 22,2%, du jamais vu⁴...

Quelles solutions aujourd'hui ?

L'arrière-plan des difficultés du système bancaire est bien connu : des bilans rendus fragiles dans le climat de défiance actuel par leur dépendance à l'égard des financements extérieurs et la présence dans les bilans d'actifs, souvent gagés par de l'immobilier, dont l'évaluation pose problème et alimente la défiance.

C'est cette problématique que les autorités doivent traiter au fond et non superficiellement : l'arrêt du marché interbancaire depuis 18 mois et le renchérissement très significatif du crédit pénalisent actuellement les marchés financiers, mais affectent encore plus dangereusement la structure même de l'économie réelle.

³ Réserve fédérale américaine, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque de Suisse, Banque Suédoise.

⁴ Le 11 septembre 2001, le Cac 40 avait chuté de 16,7% ... en 10 jours, jusqu'au 21 septembre ;

Hier, à la veille du G7 Finance et de l'assemblée générale du FMI, on comprend l'insistance des propos du directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, pour enjoindre les européens à plus de solidarité active, condition nécessaire au retour de la confiance sur les marchés : « *Toutes les formes de coopération doivent être recommandées. Toute action solitaire doit être évitée, voire condamnée. J'appelle les pays européens à travailler ensemble. Il n'y a pas de solution nationale dans une crise comme celle-ci* ».

Quelles sont les conditions nécessaires au retour de la confiance dans l'économie et dans les marchés financiers ?

De faibles avancées ont été enregistrées lors du G4 de samedi dernier : flexibilité de la commission en matière d'intervention public dans les banques, dans l'application du Pacte de Stabilité, dans le domaine comptable, volonté de parvenir à une approche commune en matière de garantie des dépôts.

Mais jusqu'à maintenant, les multiples réunions n'ont conduit qu'à une unité de façade.

Les difficultés de la coordination des gouvernements européens tiennent principalement à deux facteurs :

- d'une part, la situation des banques en Europe est hétérogène et l'intensité du retournement économique varie d'un pays à l'autre, avec un recul plus marqué dans les pays où le cycle immobilier s'est retourné nettement ;
- d'autre part, il n'y a pas, en dehors de la BCE, de cadre institutionnel clair pour affronter une crise financière ou coordonner une relance budgétaire.

Il paraît donc essentiel, pour un rapide retour de la confiance, que les Etats européens se mobilisent ardemment au cours de ce week-end lors de la réunion du G7 Finance pour renforcer leur coopération active, notamment autour des axes prioritaires suivants :

- **débloquer le marché interbancaire** : on a vu que la faillite de Lehman Brothers avait constitué un séisme pour les créiteurs. Dans un marché du crédit déjà extrêmement difficile, leur non-protection a généralisé la crise de confiance que nous connaissons.

Les institutions les plus fragiles étant caractérisées par un besoin élevé en refinancement de court terme, la garantie des prêts interbancaires devra être assurée par l'ensemble des gouvernements européens comme préalable indispensable au retour de la confiance sur le marché interbancaire en faveur des banques pour les inciter à se prêter entre elles.

- **débloquer le marché du crédit** : la prise en compte des enjeux économiques actuels passe inévitablement par le développement des entreprises dont la bonne santé dépend de leurs conditions d'accès au crédit.

Cette nécessité de débloquer le marché du crédit devra conduire les états européens à soutenir par des mesures décisives et déterminées la solidité des institutions européennes, notamment par des programmes cohérents de garantie des dépôts bancaires et par la recapitalisation des banques au travers d'acquisitions d'actions préférentielles. Ces mesures d'intervention, auprès des banques et autres intermédiaires financiers, sont un point de passage indispensable des Etats européens pour assurer aux investisseurs (particuliers ou entreprises) l'accès aux liquidités et aux capitaux nécessaires à leur développement et au retour de la croissance.

Quelles perspectives pour demain ?

Pour la stabilité du système financier

L'engagement des gouvernements dans la poursuite d'actions coordonnées constitue une étape décisive à la sortie de la crise financière et contribuera efficacement au retour à un fonctionnement normal des circuits de financement des économies.

L'action coordonnée des Nations favorisera non seulement la stabilisation du système financier mais aussi l'accélération concomitante de la phase de consolidation du système bancaire, que nous observons ces derniers temps : cette période de grande incertitude a en effet provoqué une accélération de la recomposition du secteur financier aussi bien aux Etats-Unis (*acquisitions de Merrill Lynch par Bank of America, de Wachovia par Wells Fargo*), en Grande Bretagne (*Lloyds Bank-TSB absorbant HBOS*), ou encore en Europe (*acquisition de Fortis par BNP*).

Pour la stabilité des économies

Les Etats-Unis et l'Europe sont sur la voie de la récession, si ils n'y sont pas déjà... En témoigne la forte tendance baissière des indicateurs de confiance des ménages et des entreprises et les révisions à la baisse des PIB trimestriels.

La question est donc davantage : « quelle sera l'intensité et la durée des récessions ? ».

L'économie réelle étant de plus en plus affectée par la crise financière, il est essentiel de trouver une solution globale à la crise actuelle, et le timing est crucial pour permettre que l'impact de la crise sur le comportement des dépenses

des consommateurs et sur les dépenses d'investissement des sociétés ne devienne irréversible. Certaines entreprises ont déjà enregistré un ralentissement important de l'activité le mois dernier, ce qui se traduira sur la croissance des résultats et des bénéfices à venir.

Pour la stabilité des marchés boursiers

Actuellement, le pessimisme des investisseurs est à des niveaux historiques : la volatilité du marché a atteint son paroxysme et culmine à des niveaux record de 70⁵. Au-delà de leurs embardées quotidiennes, les marchés ont mis en exergue leurs inquiétudes face à l'inefficacité des actions envisagées ou mises en place pour résorber la crise financière et limiter son impact sur l'économie mondiale.

Face à ces anticipations intégrant beaucoup de mauvaises nouvelles, les valorisations boursières ont retrouvé cette semaine des plus bas niveaux depuis 20 ans...

Le niveau de valorisation actuel, extrêmement favorable pour un positionnement opportun, ne suffit pas en lui-même à offrir un soutien solide aux marchés et seules les actions répétées et déterminées des banques centrales et des gouvernements pourront constituer le catalyseur d'un rebond significatif des marchés sur les niveaux actuels⁶.

Pour les marchés boursiers, beaucoup dépendra donc à court terme de la réalité et de l'ampleur des mesures qui seront présentées à l'issue du G7 Finance et de l'Assemblée générale du FMI : face à l'ampleur de la crise, l'Europe ne peut pas prendre le risque de décevoir une nouvelle fois les attentes des marchés financiers (*comme cela avait été le cas le week-end dernier lors du G4 restreint*) pour lesquels le retour à la confiance est un préalable nécessaire à leur bon fonctionnement.

Achevé de rédiger le samedi 11 octobre 2008

⁵ La volatilité dépassait à peine 20 début septembre ;

⁶ Le Cac 40 a clôturé sur un plus bas à 3.047 points ce vendredi ;