

## GIKAS A. HARDOUVELIS

Professeur au Department of Banking and Financial Management à l'université du Pirée. Chef économiste à l'Eurobank EFG

La crise financière internationale actuelle n'est pas imputable à une seule cause mais à l'interaction de facteurs nombreux et divers, dont chacun isolément ne pouvait provoquer la crise mais qui, ensemble, se sont renforcés mutuellement créant un effet de dominos. Parmi eux je note la hausse rapide des prix des logements et leur déclin après 2006, l'expansion continue des prêts hypothécaires « subprime » par l'intermédiaire de mécanismes du type « origination et distribution », la titrisation et la création d'une multiplicité de couches opaques d'instruments dérivés, le classement optimiste attribué par les agences de notation à certaines d'entre eux, l'avidité et la quête de rendement par les investisseurs qui ont sous-estimé le risque de baisse (c'est-à-dire, l'inverse du célèbre « peso problem »), et peut-être, la plus importante de toutes, le fort effet de levier des institutions financières non bancaires qui a été fondé en particulier sur les emprunts à court terme et a conduit à leur effondrement rapide.

Bien que les causes de la crise seront débattues encore pendant un certain temps, la crise elle-même continue de s'étendre et nous devons comprendre pourquoi. Trois éléments sont à l'origine de cette poursuite irrépressible : l'absence de liquidités, l'insolvabilité et le désendettement.

Le problème de liquidités n'a pas disparu en dépit des interventions lourdes et novatrices des banques centrales qui continuent à fournir de grosses sommes d'argent à la demande. Les banques conservent leurs espèces et ne veulent pas prêter aux autres banques, parce qu'elles ne se font pas confiance et ont peur des squelettes dans le placard, un comportement qu'il est surprenant de rencontrer 14 mois après le début de la crise. Les « spreads » (écarts de cours) interbancaires, plus élevés que les emprunts d'état arrivant à échéance, ont augmenté aux États-Unis et en Europe, mais plus aux États-Unis, et sont actuellement à leur niveau le plus élevé jamais atteint. Ils ont renchéri le coût du financement pour les banques, d'où une augmentation des taux des prêts et une réduction de la disponibilité du crédit, ce qui porte un coup à la consommation et à l'investissement et diminue la croissance économique mondiale. L'année 2009 devrait être pire que 2008, qui était déjà pire que 2007.

L'insolvabilité, le deuxième élément derrière la poursuite de la crise, provient des pertes subies d'abord du fait des investissements anciens, peu judicieux, effectués sur les actifs dits « toxiques », qui ont ramené à de très bas niveaux la base en capital des institutions financières, parfois même à moins de zéro.

Les pertes antérieures sont beaucoup plus importantes que les nouvelles augmentations de capital, créant un décalage dangereux dans les livres des banques, qui aboutit à des rachats forcés, à des infusions de capital par les gouvernements et/ou par des individus, ou à la faillite (par exemple, Lehman Brothers). Les autorités fiscales des États-Unis ont été promptes à répondre à la crise d'insolvabilité, au cas par cas. Au niveau global, le paquet fiscal de l'administration Bush a évité aux États-Unis une récession profonde en 2008, tandis que le TARP, récemment voté, malgré ses faiblesses – j'aurais aimé que l'accent soit mis plus fortement sur les recapitalisations – est un outil pour faire redémarrer de nombreux marchés dans le secteur financier.

En Europe, il manque une approche commune pour lutter contre la crise et il est possible que les pays agissent chacun pour soi. Les Européens semblent être d'accord sur la meilleure façon d'installer des extincteurs pour prévenir un futur incendie – une crise – par l'intermédiaire de cartes routières et d'autres processus bureaucratiques, mais ils sont lents en tant que groupe pour réagir et éteindre l'incendie actuel, c'est-à-dire, la crise actuelle. Apparemment, les motivations diffèrent considérablement d'un pays à l'autre.

Le désendettement, le troisième élément, est peut-être le principal coupable de la prolongation de la crise et de son transfert à l'économie réelle, parce que la perte de capital force les banques à vendre des actifs ou à diminuer les crédits de plusieurs ordres de grandeur. Le capital des banques finance un montant d'actifs plusieurs fois plus élevé, 10 fois plus aux États-Unis et 20 fois plus en Europe, donc les effets de sa perte sont également multipliés.

On estime que la restriction future du crédit se traduira par une année de stagnation dans les prêts bancaires en Europe et par deux ans aux États-Unis, et ça pourrait ne pas être le pire des scénarios. Cette réduction de la croissance du crédit va ralentir l'économie des États-Unis et d'Europe en 2009 et peut-être plus longtemps. Les commentateurs ont, bien sûr, des opinions divergentes au sujet de la durée la crise ou de son degré de gravité. Certains pensent que le pire sera passé quand les prix des logements aux États-Unis seront stabilisés. D'autres sont plus pessimistes et s'attendent à une augmentation de son intensité en faisant valoir que les fonds de couverture et/ou les fonds de placement du secteur privé, tous deux fortement endettés, vont être frappés à leur tour.

Nous devons garder à l'esprit que cette crise, malgré sa gravité, n'est pas comparable, même de loin, à la Grande dépression, lorsque la production industrielle avait chuté de plus de 50 %, la production économique de 30 %, les prix partout, de 37 % à 52 %, selon l'indice utilisé, et le taux de chômage passé à 25 %. Les différences entre les deux périodes sont totales, à cette époque l'étalon-or a agi comme un important dispositif modérateur, les États-Unis étaient un grand centre économique, plus important qu'il n'est maintenant, avec une puissance économique asiatique absente, les fonctionnaires du gouvernement américain ne sont pas intervenus, et il y avait peu de réglementation, comme l'assurance-dépôts ou l'exigence de fonds propres réglementaires.

Ceci est un rappel à l'attention des nombreux commentateurs, qui, influencés par les politiques interventionnistes actuelles, se sont empressés d'étendre le pouvoir d'intervention des pouvoirs publics encore plus loin en affirmant que nous sommes maintenant entrés dans une nouvelle ère avec plus d'autorité centrale et moins de liberté de marché, exactement comme cela s'est passé après de la Grande dépression. Peut-être ont-ils en partie raison, seul l'avenir nous le dira. Mais ce ne sera pas en raison d'une redite de la politique postdépression.

Dans l'environnement actuellement défavorable du marché, les régulateurs devraient éviter de suivre une politique strictement pro-cyclique sur l'exigence de capitaux. S'ils insistent pour que les banques augmentent rapidement leur capital de base, ils aggraveront tout simplement la crise, comme s'ils voulaient forcer à un rythme de désendettement plus rapide, à une réduction des prêts et à une récession plus profonde. Pourtant, l'approfondissement et l'élargissement de la réglementation seront à long terme le résultat le plus probable de la crise actuelle. Élargir est essentiel pour éviter l'arbitrage réglementaire et l'instabilité potentielle générée par les acteurs financiers qui opèrent en marge de la réglementation et réduisent à néant les restrictions réglementaires appliquées aux principaux acteurs.

L'approfondissement de la réglementation sera le plus visible à une période intermédiaire parce que les régulateurs s'attaqueront probablement d'abord aux lacunes évidentes de la réglementation existante. Le risque conjoncturel sera réévalué avec des normes plus strictes pour les capitaux. La titrisation, les produits dérivés du crédit et le transfert de risque seront réexaminés. La liquidité des actifs et la transparence seront en première ligne. Il faudra mettre davantage l'accent sur les questions de gouvernance d'entreprise, le Pilier II des accords de Bâle en cours actuellement. Les économistes confirmés, plutôt que seulement des physiciens et des mathématiciens intelligents qui développent des modèles statistiques fantaisistes, seront appelés à évaluer le risque global.

Au milieu de la nouvelle ferveur réglementaire, il ne faut pas perdre de vue le fait que le capital est coûteux et que les crises financières de l'ampleur et l'intensité que nous observons actuellement ne se produisent dans les économies avancées et stables qu'une fois dans une vie. Les régulateurs ne devraient pas imposer de lourdes restrictions, pour pallier la possibilité d'une mauvaise situation survenant une fois sur 100. Ils ne doivent pas sous-estimer la capacité du secteur privé à toujours les devancer pour trouver des moyens de contourner les restrictions réglementaires, lorsque ces restrictions sont trop lourdes. Il faudrait trouver le bon équilibre pour instaurer une régulation plus large, plus profonde et moins coûteuse, équilibre qui réduirait les causes de conflit, ne serait pas pro-cyclique, prendrait en compte les externalités positives et négatives imposées par une institution financière aux autres, et qui réduirait la probabilité d'une crise et son coût pour l'économie.