

Marchés & Produits

Vers un nouveau Bear Stearns ?

Michel Juvet

Analyste financier et membre du comité de direction de Bordier & Cie

Mardi 16 février 2010

Grece. La crise qui frappe les dettes publiques ressemble en de nombreux points à la crise bancaire qui émergea dans l'été 2007.

Déni de réalité

Au début de la crise, la réaction des hommes politiques ou des managers fut identique: minimiser les problèmes, voire les cacher. La publication des statistiques économiques grecques ressembla ainsi à s'y méprendre aux publications de résultats d'UBS, ou de Citigroup en 2007: confuses, obscures, sous estimant les problèmes. Quant aux déclarations de nombreux officiels européens soulignant à la fois la petitesse du problème grec et son caractère limité, elles ressemblent aux déclarations de Henri Paulson, secrétaire au Trésor américain, affirmant le caractère contenu de la crise des *subprime* en l'assimilant à une « simple réappréciation des risques » par les marchés.

Des spéculateurs coupables

La gestion calamiteuse des affaires publiques ou privées est à l'origine des problèmes. Pourtant de nombreux commentateurs affirment que la crise de la dette publique est le produit de spéculateurs qui parieraient sur la faillite prochaine d'un Etat, comme dans la crise bancaire les faillites auraient été dues à la spéculation des *hedge funds*.

Des effets de contagion mortels

En 1929, les «*bank run*» populaires avaient mis à terre de nombreuses banques. En 2008 les «*bank run*» institutionnels couchèrent des banques d'investissement. Assistera-t-on en 2010 à un «*state run*» qui verrait les créanciers des Etats endettés se précipiter en masse pour être rem-

boursés? Ce phare diabolique, dirigé par les créanciers, qui désignait hier les banques fautives les unes après les autres, éclaire aujourd'hui de la même lumière létale, le Portugal, l'Espagne et l'Italie.

Exagération

La quasi anorexie actuelle des investisseurs pour les dettes publiques s'oppose à celle qui prévalait il y a 18 mois sur les dettes bancaires ou d'entreprises privées. Renversant! La panique bancaire a créé des primes de rendement exagérées du côté des emprunteurs privés; la crise actuelle crée également des exagérations de prime de rendement sur les dettes étatiques. Le sauvetage nécessaire Au printemps 2008, le sauvetage de Bear Stearns, intégré avec l'aide de la Réserve fédérale américaine au sein de JP Morgan, semblait évident pour éviter une aggravation de la crise. De la même manière, aujourd'hui, personne ne peut envisager de laisser se débrouiller le vilain canard grec. Trop dangereux pour la stabilité des institutions de la zone euro... A la fin 2008, les autorités américaines inversèrent leur logique et abandonnèrent Lehman Brothers, avec les conséquences que l'on connaît. Le sauvetage de la Grèce aujourd'hui ne préfigure-t-il pas d'un futur Lehman Brothers étatique?

Too big to fail

Le «*too big to fail*» qui torture l'esprit des architectes de la future réglementation bancaire concerne aussi la taille des dettes étatiques.

Une faillite de Bear Stearns aurait envoyé un signal fort aux autres banques et ainsi probablement freiné le développement de la crise. Pour

les Etats aujourd'hui, il est donc primordial que le sauvetage de la Grèce ne soit pas compris par les autres pays en difficulté comme des licences pour ne rien faire, qui déboucherait sur une crise beaucoup plus importante en Espagne ou Italie. Pourtant, avec seulement des sparadraps prévus en cas d'aggravation, les autorités européennes semblent rejouer le cas Bear Stearns et ouvrent de facto la voie à l'aggravation. Dans la crise bancaire, les créanciers, contrairement aux actionnaires, ont été sauvés par les Etats. Cependant un effort de ces derniers aurait évité des recapitalisations douloureuses pour les Etats. Sauver la Grèce et les autres consistera donc à nouveau à sauver les créanciers. La zone euro doit agir *hic et nunc*, avec des messages clairs et des perspectives de sanctions, sinon les marchés financiers imposeront un Lehman Brother à l'Espagne ou l'Italie. Après les nationalisations bancaires, découvrirons-nous les supra-nationalisations d'Etats?

Garanties implicites

La garantie implicite des dettes des mastodontes bancaires par les Etats a certainement encouragé les prises de risque. Mais aujourd'hui ce sont les Etats qui se financent grâce aux banques (plus d'euros 300 milliards de dettes étatiques achetées par les banques européennes en 2009!), et bénéficient à leur tour d'une espèce de garantie impli-

cite de financement. Rappelons-nous que les banques, pressées de réduire leurs risques de bilan, et financées à bon marché par les banques centrales, n'avaient pas de meilleures possibilités pour atteindre leurs nouveaux objectifs que d'acheter des dettes publiques, dites sans risque...

Différences

Cette nouvelle crise sera néanmoins plus longue que la crise bancaire car il est plus difficile d'imposer des sacrifices à une population que de restructurer une banque. Les responsables politiques confrontés aux pressions sociales pourraient céder aux expédients faciles, tel que le financement des déficits budgétaires par l'inflation. La BCE sera au centre de tous les débats et pourrait y perdre une partie de son indépendance. Les banquiers qui ont entraîné leurs entreprises dans des pertes abyssales n'ont pas tous connu l'exil sans parachute doré. Les responsables politiques qui perpétuent l'endettement public connaîtront-ils le prix de leur incompétence. La démocratie sera-t-elle plus efficace que les assemblées générales des actionnaires?