

LE POINT DE VUE DE MICHEL AGLIETTA

# La crise financière empire

Al'occasion du 10<sup>e</sup> Rendez-vous de la mondialisation organisé aujourd'hui à Paris par le Centre d'analyse stratégique et le Cepii, nous publions le point de vue de Michel Aglietta sur la crise financière.

La crise du crédit est entrée dans un cercle vicieux qui a convaincu la Réserve fédérale d'employer les grands moyens. Car son action sur le taux d'intérêt s'est avérée décevante. En dépit d'une baisse de 125 points de base (pb) du taux des fonds fédéraux en janvier 2008, le coût du crédit a augmenté. En effet, la baisse continue des valeurs immobilières force tous les agents financiers détenteurs des produits titrisés gagés sur ces valeurs à acheter des protections contre le risque de crédit (« credit default swaps » ou CDS). La hausse des coûts des protections de 190 pb en février sur les crédits de bonne notation, quelle que soit leur origine (« investment grade ») se répercute directement sur les primes de risque sur les crédits nouveaux. La même détérioration de la qualité des crédits se répand en Europe, où le coût des CDS est monté de 150 pb dans le même laps de temps. Les « hedge funds » entrent à leur tour en crise et la propagent aux banques d'investissement. Le 12 mars, le « hedge fund » Carlyle Capital endetté à

32 fois son capital a fait défaut sur 16,6 milliards de dollars de dettes et entraîné dans sa chute son « prime broker », la banque d'investissement Bear Stearns ; ce qui a déstabilisé l'ensemble des marchés et accentué la plongée du dollar. La réponse de la Fed la rapproche de plus en plus

## L'économie mondiale a besoin de puissantes relances budgétaires coordonnées parmi les grandes économies de la planète.

d'un sauvetage généralisé des banques d'affaires. Hormis une nouvelle baisse de son taux directeur de 75 pb, elle a prêté 30 milliards de dollars à JP Morgan pour lui permettre de racheter Bear Stearns à bon compte.

Les prix immobiliers baissent continuellement aux Etats-Unis sans qu'aucun investisseur institutionnel puisse considérer que les titres gagés sur ces valeurs (les fameux crédits titrisés) sont suffisamment bon marché pour être rachetés aux banques, « hedge funds » et autres fonds spéculatifs aux abois.

Au fur et à mesure que les prix baissent, les ménages font faillite lorsque la valeur de leur richesse immobilière devient inférieure à

la valeur faciale de leurs emprunts, qu'ils soient « prime » ou « subprime ». Ils exercent l'option de se débarrasser de leurs dettes en abandonnant leurs biens immobiliers. Les banques sont condamnées à saisir les biens et à les vendre à perte. La réalisation des pertes aggrave la crise bancaire et la vente des biens accentue la baisse des prix. Une spirale de baisse des prix et d'augmentation des pertes est donc enclenchée. L'objectif de la banque centrale américaine est d'interrompre cette spirale. C'est pourquoi elle a décidé d'acheter jusqu'à 200 milliards de dollars de crédits hypothécaires aux banques contre des bons du Trésor pour leur permettre d'obtenir des liquidités et donc pour alléger la pression qu'elles font peser sur les « hedge funds ».

Cependant le besoin de liquidités des banques d'investissement n'est pas le seul aspect de la crise. Les pertes de crédit sont capables de paralyser l'économie si elles ne sont pas enrayerées. Selon les estimations, les pertes totales pourraient aller de 400 milliards de dollars, dans le meilleur des cas, à 1.000 milliards dans le pire. Les pertes bancaires seraient de 200 à 600 milliards. Le capital du système bancaire serait suffisamment atteint pour provoquer une restriction durable de l'offre de crédit (« credit crunch »).

La crise ne restera pas cantonnée à la finance. Trois cercles vicieux se renforcent mutuellement. Le manque de liquidités recherchées pour couvrir les risques de crédit fait baisser les prix d'actifs. La baisse de la valeur des actifs réduit la dépense et donc les revenus, faisant entrer les Etats-Unis en récession. D'ores et déjà la baisse du nombre d'emplois dans le secteur privé non agricole a été de 65.000 aux Etats-Unis en février. La décelération des revenus va faire baisser les profits des entreprises, provoquant une faiblesse des Bourses, qui va relancer la baisse des prix d'actifs.

A ce point, la crise s'internationalise par la perte de confiance des investisseurs à l'égard du dollar. La baisse du dollar se transforme en glissade très dangereuse parce qu'elle menace à la fois la résistance de l'Europe et des pays émergents. Il s'ensuit que les capitaux spéculatifs ne sachant plus où investir se précipitent sur les matières premières.

Dans un contexte aussi délétère la politique monétaire rencontre ses limites. L'économie mondiale a besoin d'acheteurs en dernier ressort, c'est-à-dire de puissantes relances budgétaires coordonnées parmi les grandes économies de la planète.

MICHEL AGLIETTA est conseiller scientifique Cepii et Groupama AM.