

■ Fallait-il sauver les soldats Bear Stearns et Northern Rock ?

Par **Hervé Alexandre**, professeur à l'université Paris-Dauphine, directeur de DRM - finance (CEREG)

La crise récente des subprimes, qui touche en premier lieu les banques, relance de façon assez surprenante une discussion ancienne sur la performance comparée des firmes contrôlées par un Etat et des firmes privées. Il semblait pourtant, depuis plusieurs années, que le débat était tranché en faveur des firmes privées. La crise des subprimes qui peine à faire émerger un coupable unique, autre que « le marché », remet l'intervention étatique au goût du jour. Un problème majeur de cette crise est qu'elle est avant tout une crise de confiance envers les régulateurs, les Etats et surtout les banquiers.

Il est indéniable que certaines banques ont commis des erreurs : croissance trop rapide et mal contrôlée du bilan, recours massif à la titrisation de crédits de moins en moins bien documentés et explosion des CDS (Credit Default Swap) dont le montant nominal en circulation est aujourd'hui estimé à 62 000 milliards de dollars. De nombreuses banques ont ainsi prêté à des clients de moins en moins solvables, sortant rapidement ces créances de leur bilan en les titrisant, le risque de défaut des ces créances étant partiellement couvert par le biais des CDS. Ces techniques, à l'intérêt évident, ne sont devenues dangereuses que parce qu'elles ont été trop massivement utilisées tout en échappant au contrôle interne de nombreuses banques ainsi qu'au contrôle externe des régulateurs. Des problèmes de gouvernance ont donc permis que le courant de l'innovation financière se transforme peu à peu en un flot incontrôlé. Plusieurs articles du «New York Times» et du «Wall Street Journal» mettent en avant la réussite récente de Goldman Sachs durant cette crise et l'attribuent en grande partie à la qualité de la circulation de l'information et des modes de prise de décision au sein de cette banque. Perdre de l'argent n'est donc pas inéluctable dans le secteur bancaire, malgré la morosité ambiante.

Depuis janvier dernier, de nombreuses banques ont réagi en restructurant leur bilan. Pour cela, elles ont recours à la cession d'actifs et à la recapitalisation : 100 milliards d'augmentation de capital ont ainsi été annoncés par diverses banques pour le seul mois d'avril 2008. Citigroup annonce que 400 milliards de dollars d'actifs ne lui sont pas nécessaires et pourraient être cédés à court et moyen terme. Ces quelques chiffres illustrent la réactivité des banques et leur capacité à réallouer rapidement des montants importants.

Parallèlement à cela, une surprise provient de l'intervention significative de la puissance publique dans des pays à la tradition pourtant libérale. En Grande-Bretagne,

Northern Rock est nationalisée «temporairement», ce qui a provoqué un débat intense pendant plusieurs semaines au Royaume-Uni. Les contribuables anglais se sentent floués : leurs impôts n'ont pas diminué lorsque la banque réalisait d'importants bénéfices au cours des années précédentes, pourquoi devraient-ils augmenter lorsque la banque perd de l'argent ? Dans le cas du sauvetage de la banque Bear Stearns, l'engagement très important de la Fed apparaît également comme une volonté de soutien des banques d'investissement, ce qui n'avait pas été fait depuis la crise de 1929. Certains Etats occidentaux ont donc choisi l'intervention directe en accourant pour sauver les banques les plus fragilisées par la crise au prétexte notamment de la prévention contre le risque systémique.

Ce renouveau de l'intervention publique directe dans le système bancaire est aussi illustré par la montée en puissance des fonds souverains. Comme l'explique W. Megginson, ces fonds «d'Etat» gèrent actuellement 2 500 milliards de dollars. Leur montée en puissance inquiète les marchés pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il ne s'agit pas toujours d'Etats démocratiques (Chine, Moyen-Orient,...) et la transparence de ces fonds n'est que très rarement avérée. Néanmoins, ils arrivent au bon moment pour participer aux augmentations de capital des banques évoquées précédemment.

Qu'il s'agisse de la Fed, de l'Etat anglais ou des fonds norvégiens, chinois ou koweïtiens, il apparaît clairement que les puissances publiques souhaitent jouer un rôle dans le système financier international à venir. Cependant, la performance et les objectifs d'une firme privée peuvent différer de ceux d'une firme contrôlée ou contrainte par la puissance publique. Les actionnaires attendent une rentabilité telle qu'elle couvre les risques pris ; les gouvernements sont soucieux dans leurs interventions de la stabilité du système. Dans le cas des fonds souverains, les attentes sont pour l'instant identiques à celles d'un actionnaire quelconque, même si rien ne permet d'affirmer que la politique ne participera pas un jour de leurs décisions. Mais lorsque la Fed et l'Etat anglais interviennent avec la vigueur dont ils ont fait preuve, ils affichent ouvertement leur souhait de compenser les lacunes des diverses régulations. La lenteur de ces dernières à s'adapter à l'innovation financière et la procyclicité de certaines normes ont certes souvent été mises en avant ces derniers mois, mais l'histoire financière ne semble pas offrir de l'intervention des Etats une image plus réactive et rassurante. ■

Qu'il s'agisse de la Fed, de l'Etat anglais ou des fonds norvégiens, chinois ou koweïtiens, il apparaît clairement que les puissances publiques souhaitent jouer un rôle dans le système financier international à venir.

62 milliards, tel est le montant nominal estimé des CDS en circulation.