

LA CRISE

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

N°2, Décembre 2007

AVIS DE TEMPETES

Cette chronique fait suite à celle de septembre ; les fondements de mon analyse de septembre restent toujours d'actualité quant aux sous-jacents géopolitiques de la situation (position du dollar, déclin des Etats-Unis, fragilité chinoise)... mais j'étais alors un peu trop optimiste sur l'évolution du système bancaire international. J'écrivais :

« A moins que votre Banque ne fasse faillite (et pour ça... pas de panique, au moins pour les grandes banques européennes, ce n'est pas demain la veille... sauf effondrement généralisé de tout le système financier mondial... une nano probabilité... »

Nano probabilité : en fait il s'agit d'un très gros « nano », variable suivant la zone considérée ! Cette perspective et ses conséquences pratiques constituent l'unique objet de la première partie de la lettre... que je vous invite à prendre très au sérieux. J'en viendrai ensuite, dans une deuxième partie, à des perspectives plus générales. Mais aucune des deux parties ne sera vraiment réconfortante !

1. De l'illiquidité à l'insolvabilité

On peut tenir aujourd'hui pour hautement probable, dès les lampions des fêtes éteints, dans le courant du premier trimestre 2008, une première faillite d'un établissement du système banque-finance-assurance américain¹, qui sera suivi (effet dominos) par des nombreuses autres faillites, principalement aux Etats-Unis, Grande Bretagne, Japon et Chine. L'Europe continentale sera principalement épargnée, sous réserve que la Suisse (avec paradoxalement un franc suisse qui restera pourtant valeur refuge, comme l'Euro) pourrait voir des banques entraînées dans la tourmente du fait de leurs amours coupables avec le système anglo-saxon. Mais les relations complexes au sein du système financier mondial font que de mauvaises surprises pourraient surgir ici ou là en Europe continentale : Calyon, une filiale du Crédit Agricole, Natixis, filiale Caisse d'Epargne, la Société Générale se sont déjà fait prendre dans les remous américains ces dernières semaines ; la BNP, en tant que banque directement liée au Trésor US (*primary dealer*) pourrait être exposée.

Jusqu'à présent, ces derniers mois, le monde des experts de la chose financière considérait que le problème principal du système bancaire international était un problème de liquidité... que les banques centrales étaient parfaitement en état de maîtriser, en injectant de la liquidité dans les banques de second rang qui elles mêmes pourraient ainsi maintenir le crédit à l'économie... certes dans des conditions un peu plus regardantes quant aux capacités de remboursement des emprunteurs. Cette analyse est aujourd'hui révolue dans les milieux les plus lucides, mêmes si les banques centrales continuent à déverser des tombereaux de liquidités sur toutes les banques de second rang qui en veulent bien (et elles sont nombreuses... pour retarder des échéances...hélas inéluctables). L'inefficacité des injections de liquidités est illustrée par le maintien des taux des prêts interbancaires à des niveaux très élevés, bien au dessus des taux directeurs des banques centrales². Les banques de second rang ne se font toujours pas confiance entre elles, car elles savent depuis longtemps que **le vrai problème n'est pas celui de la liquidité mais bien celui de la solvabilité**. Les pertes accumulées par bien des opérateurs sont vertigineuses – mais encore bien cachées par des artifices comptables - et peuvent dépasser leurs capitaux propres (capital des actionnaires + réserves, base ultime de leur capacité à rembourser leurs propres dettes) et c'est bien pour ça que les banques ne veulent plus se prêter entre elles, faute de connaître la situation exacte de leurs confrères.

Ce passage de la liquidité à la solvabilité change tout dans l'appréciation de la situation. Il faut dès lors considérer que des faillites sont inéluctables... sauf à ce que tous les établissements concernés trouvent un bon prince arabe ou chinois intéressé à les recapitaliser ! Poser le problème de la faillite...c'est poser celui du devenir des fonds déposés dans ces établissements... et c'est là que ça commence vraiment à vous intéresser me semble-t-il : ce n'est plus un problème d'analyse générale mais celui de vos sous !

¹ Un monoline US (assureur obligataire) du type MBIA ou Ambac pourrait être un bon candidat à l'inauguration des faillites.

² Vous pouvez suivre au quotidien les taux interbancaires de la zone Euro (dits taux Euribor, et EONIA pour le taux au jour le jour) sur le site internet de la Banque de France. Il est particulièrement intéressant de regarder l'évolution du spread (écart) entre le taux de base de la banque centrale (celui dont on parle régulièrement à propos de la FED américaine ou de la BCE) et l'Euribor (ou Libor) à un mois ou trois mois)

Dans la plupart des pays existent des mécanismes de garantie des dépôts. Je ne connais pas ceux de tous les pays mais je vous renvoie à une note de la Banque des Règlements Internationaux³ qui vous donnera les mots clefs pour entreprendre les recherches nécessaires (pour USA : FDIC Federal deposit Insurance Corporation, garantie des dépôts à hauteur de 100.000\$; pour le Canada : SADC Société d'Assurances Dépôt Canada, garantie à hauteur de 100.000\$). Pour la France, il s'agit du fonds de garantie des dépôts. La plupart des banques opérant en France y adhèrent ; les dépôts sont garantis à hauteur de 70.000 Euros (il s'agit bien des dépôts : comptes à vue, sur livret, à terme ; pas des titres ou des Sicav ou fonds de placement, qui relèvent d'un autre mécanisme)

Mes conseils pour l'Europe continentale :

Si vous gérez des dépôts bancaires importants, n'hésitez pas à les répartir entre au moins deux établissements bancaires : c'est une mesure prudentielle plus qu'un impératif catégorique... mais si vous êtes dans la seule banque européenne qui ferait faillite... vous passerez des nuits nettement meilleures à suivre ce conseil ! D'ailleurs sans même parler de faillite avérée, certaines banques passeront peut-être par des phases de consolidation qui restreindront les opérations que vous pourrez faire (par exemple plafonnement des retraits) : vous ne seriez pas spoliés à terme, mais vous pourriez être gênés dans vos opérations courantes.

Si vous avez des Sicav ou des fonds monétaires, vendez les et replacez vous sur des livrets ou des comptes à termes : ces fonds monétaires abritent tout et n'importe quoi et surtout des titres bancaires... façon de faire assumer aux souscripteurs les financements aux banques que les banques se refusent à se consentir entre elles (cf. ma première lettre, ça n'a pas changé)

Abstenez vous de tout placement boursier : lorsque la crise financière se sera propagée à l'économie réelle (c'est une question de mois, mais ça peut démarrer demain car la bourse est supposée anticiper), la chute des bourses sera vertigineuse (entre moins 25 et moins 50% selon les pays, voire plus en Chine et dans les pays émergents).

Si vous détenez de l'or, gardez le, mais n'en achetez pas en croyant au mythe de la valeur refuge : alors qu'on parle beaucoup d'inflation, méfiez vous d'un scénario de déflation généralisée qui ferait fondre les prix de tous les actifs réels sans exception (immobilier, métaux précieux) : l'inflation actuelle, par les matières premières – dont le pétrole – qui n'est pas très élevée, ne résistera pas à une chute de la demande mondiale pour cause de récession généralisée. La déflation sera alors le plus grave danger.

Le cash (espèces, compte cheque, compte sur livret, compte à terme) est **encore la meilleure solution**... même s'il est mal rémunéré : je me répète par rapport à septembre...n'essayez pas de gagner, efforcez vous de ne pas perdre. Dans deux ou trois ans, ceux qui n'auront pas perdu seront ceux qui auront gagné.

Mes conseils pour le monde anglo-saxon, en plus des conseils ci-dessus :

Si vous déposez tous vos fonds dans un seul établissement... vous pouvez vous retrouver à poil demain matin avant même d'avoir compris ce qui vous arrive : la répartition des fonds entre plusieurs établissements n'est pas un conseil, c'est une nécessité absolue. Si vous êtes dans deux

³ Systèmes de protection des dépôts dans les pays membres du Comité de Bâle, Juin 1998, disponible sur le site internet de la BRI, www.bis.org.

établissements qui plongent simultanément... vous n'aurez vraiment pas eu de chance ! Là... je ne peux vraiment plus rien pour vous... si ce n'est vous conseiller de lire votre horoscope chinois pour vérifier que c'est vraiment une très mauvaise année pour vous! (l'année du cochon d'or va bientôt se terminer, le 7 février début de l'année du rat !)

Si vous disposez de comptes en Europe continentale (zone euro), privilégiez d'y abriter votre épargne de précaution (au-delà de votre trésorerie courante) dans des banques moins susceptibles de sombrer dans l'insolvabilité. Mais personne ne peut vous garantir que l'Euro continuera à monter par rapport au dollar : des forces vont dans ce sens (accélération de la montée de l'Euro en tant que monnaie de réserve et de facturation) mais l'Europe fera tout ce qu'elle peut pour faire redescendre l'Euro (même si elle ne peut pas grand-chose) car son niveau actuel pose de très sérieux problèmes de compétitivité aux industries européennes, y compris maintenant en Allemagne. Donc le gain de change à vous placer en zone euro est incertain. En fait le conseil le plus judicieux est de vous placer dans la monnaie dans laquelle vous vivrez dans les années à venir : si vous ne savez pas où vous vivrez... prenez le joker « moit-moit⁴ », vous aurez forcément raison... à moitié !

2. Quelques questions moins terre à terre !

Le fric n'est pas tout. Réfléchissons un peu, ça ne peut pas nuire et ça peut contribuer à rendre intelligent ! Que se passe-t-il ? Comment en sommes nous arrivés à une situation qui a le goût de 1929, même si ce n'est pas 1929 ? Trois questions me semblent cruciales... ce qui ne signifie pas que je vais y répondre définitivement et d'une manière satisfaisante : je pose simplement quelques jalons.

1^{ère} question : quel est le mécanisme de fond du déclenchement de la crise ?

La crise se révèle au monde à l'été 2007 (les observateurs les mieux informés en sont conscient dès mi 2006 – pas moi, je découvre début 2007, avant je n'étais conscient que d'un haut de cycle immobilier) à travers un niveau d'endettement des ménages qui exclut le remboursement de la dette (indépendamment de la remontée des taux d'intérêt qui va suivre). Pourquoi cet endettement des ménages. C'est en fait la réponse, la seule réponse possible, à la contradiction entre l'aspiration des nouvelles générations (post baby-boom ou 30 Glorieuses) à maintenir le niveau de consommation de la génération précédente et **une nouvelle répartition de la valeur ajoutée qui s'est déportée** (de l'ordre de 10% de PIB, c'est énorme) **des salaires vers les profits**, sous l'effet de la domination du modèle anglo saxon de capitalisme actionnarial, très exigeant en matière de rémunération du capital⁵. Cet endettement est donc le seul moyen d'écouler la production que les salaires et l'investissement productif ne suffisent plus à acheter. Les excédents commerciaux des pays émergents – résultant de la faible consommation interne...elle aussi héritée des générations précédentes- vont servir de contrepartie à cet endettement et mettre en place la scène actuelle : l'Asie de l'Est qui détient la dette américaine. Un rééquilibrage soutenable de l'économie mondiale passe inévitablement par une diminution de la consommation des ménages américains et une augmentation de celle des ménages

⁴ Si vous ne comprenez pas ce qu'est le joker moit-moit (et a fortiori le super moit-moit), cultivez-vous et marrez-vous un bon coup (excellent en période de crise) en vous initiant à « Qui veut gagner de l'argent en masse », à prononcer avec l'accent québécois, un sketch de Gad El Maleh que vous devriez trouver facilement sur internet.

⁵ Lire le très bon article de Michel Rocard (trop rare chez les politiques pour ne pas être remarqué) dans le Nouvel Observateur N°2249 du 13/12/07: La crise mondiale est pour demain.

asiatiques : mais la phase de transition est très délicate à négocier, mettant en jeu des équilibres socio politiques fragiles, aux Etats-Unis comme en Asie. Il faudrait une coopération économique internationale exemplaire pour assurer un pilotage optimal, mais elle est peu probable à court terme, tant que les USA se prennent encore pour les patrons... pourtant très désargentés. Il faudrait surtout que les dirigeants US, républicains ou démocrates, disent ce qu'est vraiment la situation du pays : impensable en année électorale, d'ailleurs comprennent-ils ce qui se passe ?

2^{ème} question : jusqu'où les USA vont-ils s'enfoncer ?

Les Etats-Unis sont au bord du gouffre : ils vont faire un grand pas en avant ! Mais jusqu'où peuvent-ils s'enfoncer. Il y a quelques mois, j'ai lu sur une des sources que j'indique en annexe un commentaire qui comparait la dette américaine actuelle aux emprunts russes du début du 20^{ème} siècle... jamais remboursés ! J'avais alors trouvé cette appréciation très exagérée. Et pourtant, il est de plus en plus probable aujourd'hui que la dette américaine ne sera jamais remboursée et qu'elle passera par « pertes et profits » de nombreux établissements financiers de par le monde. Mais les Etats-Unis vont souffrir : toutes proportions gardées, ils vont connaître une phase comparable à celle de la Russie après l'effondrement de l'Empire soviétique. Et là encore, c'est le peuple qui va souffrir : l'absence ou la faiblesse de filets de protection sociale (contrairement à l'Europe de tradition sociale démocrate) va renvoyer à la charité publique le soin de subvenir aux besoins des plus nécessiteux ; les fonds de pension par capitalisation vont encaisser de plein fouet la chute des bourses et encore plus la bérézina sur les marchés obligataires : sauf redressement rapide sur ces supports en fin de crise (après enregistrement des pertes, forcément douloureuses), c'est tout le système de retraite anglo-saxon qui va être en péril.

3^{ème} question super intello: quelle périodisation pour le 20^{ème} siècle ?

Si vous pensez que le 19^{ème} siècle a commencé en 1800 pour se terminer en 1899... vous n'êtes pas très au fait des débats sur la périodisation historique. Il est clair pour les historiens, avec le recul du temps, que le 19^{ème} a commencé avec la chute de l'Empire napoléonien pour s'achever avec la Première Guerre Mondiale. Donc 1815 – 1913, presque 100 ans, quelle chance pour un siècle ! En conséquence, le 20^{ème} siècle commence en 1914 : mais quand se termine-t-il ? Cette question me hante depuis un soir de novembre 1989 , où, à Naples, je mangeais d'exceptionnels *spaghetti frutti di mare* (je craque encore chaque fois que j'en vois sur la carte d'un restaurant, et je suis souvent déçu !) : c'était le soir de la chute du mur de Berlin, et je croyais tenir une réponse à la périodisation du 20^{ème} siècle... un siècle bien court, voire ridicule, 1914-1989, mais avec un fil directeur imparable : l'aventure communiste née avec la 1^{ère} Guerre mondiale et achevée dans la faillite de l'Empire Soviétique ! Puis, en septembre 2001 j'ai cru tenir possiblement une nouvelle solution, avec la cristallisation d'un conflit Occident (dont la Russie) vs monde musulman : je n'y crois plus, tant ce choc des civilisations annoncé me semble relever d'un non sens face aux rapports de forces économiques et militaires et tant la notion de monde musulman est floue face aux réalités concrètes vécues du Maghreb à l'Indonésie. J'espère aujourd'hui que le 20^{ème} siècle va trouver sa logique dans la montée, l'apogée puis le déclin de l'Empire américain, déclin que symbolise la défaite politico-militaire en Irak et Afghanistan et la fin de la domination économique américaine qui sombre dans un endettement colossal. Je dis... j'espère... car sinon le 20^{ème} siècle serait borné par la première et la troisième guerre mondiale : elle naîtrait, cette satanée 3^{ème}, de la fuite en avant de la Chine vers la ligne bleue de Taiwan, réponse de la Chine à sa débâcle économique induite par la faillite américaine, débâcle imposant au régime chinois de jouer sur la corde nationaliste pour exorciser la revendication

démocratique, et meilleure solution aussi pour quelques lobbys américains pour se sortir de leur propre crise. Au fait, ne vous ai-je pas dit de fuir la bourse : grave erreur, faites une exception pour les industries d'armement ! N'oublions pas le rôle de la crise de 29 dans le déclenchement de la 2^{ème}.

De toutes manières, quoiqu'il arrive... ça pourrait être bien pire : tout plutôt que de se faire grignoter les doigts de pied par le trou noir d'une galaxie voisine... et ça aussi c'est possible !!! . Mais ne m'en demandez pas plus sur cette perspective...pas trop inquiétante ! Toutefois, l'allusion au trou noir n'est pas innocente : cette image a été utilisée par un banquier américain⁶ (Tony James, de Blackstone) pour évoquer la situation économique internationale, avec un trou noir financier qui va avaler les établissements financiers les uns après les autres ! Ce n'est qu'une image, rassurez-vous... tout en restant vigilants : trou noir ou pas, nous ne sommes pas dans une crise conjoncturelle mais bien dans une crise systémique globale, une vraie de vraie, la BIG ONE !

Joyeuse fêtes et bonne année 2008.

Traversez bien les tempêtes.

HR, 20 décembre 2007

⁶ cf. Subprime black hole: deep, dark and scary, blogs Reuters – dealzone, 12 nov. 2007