

Le pire de la crise bancaire ne s'est pas encore produit

Le temps geneve

CONJONCTURE. Les pertes liées aux crédits à risque sont loin d'être identifiées dans leur totalité.

**Martin Hüfner, Chef économiste Aquila Investment AG
Lundi 3 mars 2008**

Au cours de ces derniers jours, de plus en plus de voix se sont fait entendre qui tendent à minimiser le caractère dramatique de la crise bancaire. La situation ne serait pas tellement grave. Certains établissements constitueraient peut-être même de nouvelles réserves dans leurs bilans en procédant à des amortissements d'actifs. Le directeur général du Credit Suisse (CSGN.VX), Brady Dougan, a déclaré dans une interview que «la crise financière ne se poursuivra pas nécessairement jusqu'à la fin de l'année». Les marchés d'actions eux-mêmes se sont quelque peu calmés après leur brusque chute de janvier, et évoluent latéralement depuis quelques semaines, et ce malgré la volatilité des cours. Le pire est-il derrière nous? Pouvons-nous de nouveau être un peu plus rassurés et nous détendre?

Je ne le pense pas. A mon avis, la crise financière n'a pas encore touché à sa fin. Quant aux plus importants indicateurs de crise, rien ne traduit une détente. Les écarts de taux continuent de s'accroître. Le resserrement de la liquidité sur les marchés se poursuit également. Bien entendu, il ne faut pas regarder les agrégats monétaires des banques centrales dont les taux de croissance sont encore très importants. La liquidité au sens du marché correspond à la capacité d'obtenir un crédit. Elle s'est fortement réduite. D'une manière générale, les bailleurs de fonds sont devenus plus réticents. La situation ne changera pas dans un proche avenir. Bien au contraire, la crise peut même s'aggraver encore.

En premier lieu, nous sommes loin d'avoir vu la publication de tous les comptes et le montant total des dépréciations. D'après certaines estimations, les dépréciations sur des crédits hypothécaires américains pourraient atteindre 400 milliards de dollars. Nous n'avons donc même pas vu la moitié de toutes les dépréciations.

En second lieu, les dépréciations ne tiennent jusqu'à maintenant pas compte de l'impact d'une récession aux Etats-Unis et d'un ralentissement sensible de la conjoncture en Europe. Des sociétés détenant des firmes de private equity et qui doivent assurer le service de financements à important effet de levier rencontrent des difficultés et ne sont plus capables de faire face au service de leur dette. Par ailleurs, il convient de réévaluer dans les bilans les credit default swaps (CDS) qui permettent aux créanciers de se couvrir contre la défaillance des débiteurs. La poursuite de l'affaiblissement de la conjoncture est donc fort probable en raison de la crise bancaire. Or, plus cette crise s'aggrave, plus l'activité économique ralentira

dans son ensemble. Et si la conjoncture ralentit, les perspectives de la crise bancaire s'assombrissent également.

En troisième lieu, les problèmes des rehausseurs de crédits («monoliners») ne sont pas résolus. Si elles n'arrivent pas à trouver de nouveaux bailleurs de fonds, elles perdront leur notation AAA. En ce cas, il conviendra de déclasser également tous les emprunts assurés par elles, ce qui entraînerait une nouvelle vague de dépréciations chez tous les porteurs de titres d'emprunts.

Rester prudent

En quatrième lieu, il est fort probable qu'au cours des prochains mois des investisseurs porteront plainte contre des banques au motif d'une insuffisance de la prévention des risques et/ou d'un manque d'information des investisseurs sur les risques encourus, ce qui pourrait également générer de nouvelles charges pour les établissements de crédit.

En cinquième lieu, force est de constater qu'un ralentissement de l'activité économique dans son ensemble aura également des effets négatifs sur les marchés de capitaux.

En sixième lieu, les fonds souverains du Moyen Orient ou d'Asie ne semblent plus disposés à apporter des capitaux à des établissements de crédit en difficulté. L'augmentation de capital de la Société Générale (GLE.PA) en France est manifestement plus difficile à réaliser que prévu. En Grande-Bretagne (Northern Rock) et en Allemagne (notamment IKB), ce sont les contribuables qui doivent payer la facture.

Tous ces éléments incitent à penser que la crise persistera encore quelque temps. Il est trop tôt pour parler d'un retour à la normale. Il ne s'agit plus d'une simple crise bancaire, mais d'une crise du système. Même les banques les plus importantes et les plus réputées du monde sont impliquées.

Que signifie cette crise pour l'investisseur? Je maintiens mon avis, il n'y aura pas un krach financier général. Il existe suffisamment d'instruments pour l'empêcher. Mais un investisseur prudent doit tenir compte de toutes les évolutions se situant à un niveau inférieur d'un krach financier. Quant à l'évolution future des marchés d'actions, il serait pour le moment trop tôt de baisser la garde. Les marchés obligataires profiteront des mouvements de fuite tendant à délaisser les actions. Et le prix de l'or restera à un niveau élevé. Restez donc prudents.