

1 000 milliards d'euros d'actifs pourris stockés dans les "bad banks" : le problème des subprimes est loin d'être réglé... et il pourrait bien nous rattraper



Les actifs toxiques à l'origine de la crise financière de 2008 n'ont pas disparu mais ont été simplement transférés vers des zones financières opaques, révèle le journal Les Echos.

Avec Jean-Michel Rocchi et François Leclerc

Atlantico : Les Echos révèlent ([ici](#)) dans un article que les actifs "toxiques" à l'origine de la crise financière de 2008 n'ont en rien disparu et ont simplement été transférés vers des *hedge funds* localisés dans des zones de "shadow banking" où la régulation bancaire est extrêmement faible, voire nulle. Pas moins de 1 000 milliards d'euros d'actifs douteux seraient ainsi dissimulés. Le "risque" n'aurait donc pas disparu mais serait simplement moins "visible" qu'auparavant ?

Jean-Michel Rocchi : Il n'existe pas de définition précise et universelle d'actif toxique. Disons que c'est un placement ou un prêt ou tout autre actif qui paraissait sain et s'avère dangereux en faisant encourir un risque de perte sur tout ou partie de sa valeur initiale. **En général les banques trop affectées par des actifs toxiques ou des prêts irrécouvrables (bad debt) vont constituer des structures de cantonnement (bad bank ou hospital bank en anglais).** Natixis a ainsi créé le GAPC au lendemain de la crise de 2007. Cela n'a rien de nouveau : dans les années 1990 dans le cadre du plan de sauvetage du Crédit Lyonnais avait été créé le CDR.

Il faut ensuite distinguer clairement deux choses :

- **les nouveaux actifs toxiques** : toute grave erreur dans l'évaluation d'un actif ou de ses capacités à produire des *cash flows* peut engendrer à tout moment un nouvel actif toxique.
- **le recyclage des actifs toxiques anciens** : ceux-ci sont rachetés avec une forte décote par des fonds dits *dedistressed* ou des fonds vautours (typiquement entre 40 et 80% d'une valeur estimée). Ces fonds de *private equity* secondaire (rachat de lignes existantes) ou *hedge funds* spécialisés en *special situations* portent alors le risque en espérant réaliser une plus-value lors des cessions d'actif. L'établissement vendeur réalise quant à lui souvent une reprise de provision (un gain comptable) car si le principe de prudence a été respecté les lignes sont alors déjà provisionnées à 100%. L'autre technique consiste dans la bad bank déjà évoquée. Dans les deux cas, épurer des actifs toxiques prendra des années et la réussite n'est pas toujours au bout du chemin.

taxe sur les dépôts à Chypre à clairement mis a jour le risque de ce qui ressemble beaucoup à un vol légal qui pèse comme une épée de Damoclès sur les dépôts de la zone euro. Les banques apparaissent à tort ou à raison de moins en moins au service de leurs clients et de plus en plus comme des collecteurs d'impôts au service des Etats.

Enfin, il ne faut pas décrire ce phénomène comme le simple produit de l'action des *hedge funds*, ainsi par exemple avant la crise récente du marché de la titrisation, de très nombreuses émissions se faisaient à Jersey du fait d'un simple choix des grandes banques internationales.

François Leclerc : Un transfert des activités spéculatives les plus risquées est engagé en direction du secteur financier non régulé (définition du « shadow banking »). Il résulte de deux facteurs :

- **les banques inscrivent progressivement leur activité dans le cadre de la loi Dodd-Frank** quand bien même ses décrets d'application ne sont toujours pas adoptés, **en application également de la « Volcker's rule » (la réglementation de Paul Volcker) de séparation des activités de dépôts et de spéculation sur fonds propres**
- les acteurs de ce secteur, *hedge funds*, fonds monétaires, fonds de pension, etc... réagissent à la baisse de leur rendements sur leurs activités et classes d'actifs habituels et recherchent de nouvelles opportunités délaissées par les banques.

Il faut cependant relativiser l'ampleur de cette délocalisation : **Wall Street fait de ce danger l'un de ses arguments favoris dans son intense et fructueux lobbying contre les mesures de régulation aux États-Unis** ; ce n'est pas par hasard que des articles sur ce thème ressortent alors que les très épineuses mesures de régulation du marché des produits structurés sont en phase de négociation.

A quoi correspond véritablement le "shadow banking" où ces actifs sont actuellement transférés ?

Jean-Michel Rocchi : Effectivement, il est intéressant de souligner le caractère récent de l'expression "*shadow banking system*" qui est souvent traduite en français par "système bancaire fantôme" ou par "système bancaire parallèle" (terminologie qui a la préférence des régulateurs). C'est en effet pour la première fois en 2007, lors de la Jackson Hole Conference, qui réunit annuellement les principaux banquiers américains et gérant d'actifs, que **Paul McCulley président de la firme d'asset management PIMCO prononça ce terme, il en fit une définition très large qui comprenait les véhicules à effet de levier, la titrisation, les véhicules had hoc ("the whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures")**.

Or en fait, le grand public a pris connaissance en 2007 de phénomènes souvent anciens : les *hedge funds* sont nés dans les années 50 aux Etats-Unis pour faire simple, la titrisation remonte aux années 70 et les LBO (Leverage Buy Out, ndlr) aux années 80. Autrement dit le phénomène a précédé de plusieurs décennies l'apparition de son nom et de sa notoriété auprès du grand public.

Il convient de comprendre que le shadow banking ne peut exister que parce que les banques le permettent : fourniture du levier aux hedge funds, de la dette senior aux fonds LBO, structuration des programmes de titrisation.

François Leclerc : La définition du "*shadow banking*" est floue, à l'image de son opacité. **On entend en général par là le secteur non bancaire et non régulé du système financier. En font partie les sociétés de capital-investissement, les hedge funds, les fonds monétaires ainsi que les sociétés hors-bilan (véhicules spéciaux, etc...) et les banques d'affaire. On estime que le poids du "shadow banking", dont l'essor date des vingt dernières années, a dépassé celui de la finance "traditionnelle".**

Bénéficiant de plus forts rendements, ces activités sont aussi plus risquées. Dans un système financier où tous les intervenants sont liés par des relations réciproques de toutes natures, souvent complexes et indirectes, il en résulte un risque systémique très difficile à identifier, et donc à maîtriser.

La responsabilité de la Federal réserve ne peut pas être éludée, qui a déjà arrosé le marché de la valeur de 2,5 milliers de milliards de dollars depuis 2008. Cette masse de liquidité contribue à l'hypertrophie du système financier et augmente la masse des capitaux à la recherche de rendement. La Banque du Japon est désormais en train de suivre ses traces. Le débat sur l'inflation du coût des actifs qui en résulte est permanent, ainsi que sur le danger de la constitution d'une nouvelle bulle financière alors que la précédente n'est pas résorbée, le désendettement engagée sous une forme chaotique qui dépend selon les régions du monde mais est particulièrement prononcée en Europe.

Quels risques ces actifs toxiques et le shadow banking font-ils courir à l'économie mondiale ?

François Leclerc : **La quasi-faillite en 1998 du hedge fund LTCM (Long Term Capital Management), sauvé par la Fed de New York qui a réuni *in extrémis* un tour de table pour le recapitaliser, hante toutes les mémoires** C'est l'exemple même du danger systémique que des *hedge funds* peuvent faire courir au secteur bancaire dans son ensemble, pris au piège du risque de contrepartie quand des paris portant d'énormes positions sont perdus.

Du côté régulation, les choses ont beaucoup traîné. En Europe, **la nouvelle réglementation encadrant les produits dérivés (baptisée Emir) a finalement été adoptée par le Parlement européen, en application de décisions prises au sommet de Pittsburgh de septembre 2009 ! Les autorités américaines sont moins avancées et annoncent vouloir agir « aussi vite que possible » (Janet Yellen, vice-présidente de la Fed).** Restera ensuite à harmoniser les règles...

Pour donner une idée de l'importance du dossier, la valeur de réalisation des produits dérivés (dont la valeur est dérivée d'un autre actif), qui se sont développés à une vitesse effrénée ces vingt dernières années, est estimé selon la Banque des règlements internationaux (BRI) à 640 trilliards (soit 640 000 milliards de dollars (juin 2012). Cette masse de paris spéculatifs portant sur la réalisation ou non d'hypothèses les plus diverses est en soi le plus grand danger existant, d'autant qu'elle se déporte dans le secteur non régulé du système financier et que son intérêt économique est à démontrer (sauf quand ces produits sont utilisés pour leurs capacités assurancielles d'origine qui ont été détournées).

Jean-Michel Rocchi : Pour qu'il n'y ait plus de risque, il faudrait qu'il n'y ai plus d'agents économiques pour prendre des risques (notamment les entrepreneurs) et ce jour là il n'y aura plus de capitalisme et donc aucune création de richesse, puisque les administration ne peuvent que répartir celles-ci.

La seule critique fondée repose sur les progrès de l'ingénierie financière et l'innovation financière qui permettent aux banques d'affaires de produire des instruments de plus en plus complexes pour répondre aux attentes du marché mais dont les risques sont parfois très difficiles à mesurer avec justesse par les acteurs. Cela contribue à l'apparition d'instruments toxiques lorsque des erreurs d'analyse surviennent. Les agences de notations elles mêmes se sont trompées à plusieurs reprises.

Les autorités de régulation ont un contrôle direct sur les banques et indirect via celles-ci sur le shadow banking. Il suffit de couper l'accès au crédit (credit crunch) pour mettre fin au système bancaire parallèle, heureusement personne ne veut jouer les apprentis sorciers, l'expérience des conséquences de l'abandon de Lehman Brothers a été tirée.

Est-ce si problématique ? Ce n'est pas certain car l'efficacité du contrôle direct exercé sur les banques n'est pas si avérée : l'incapacité à prévenir les crises financières est évidente, par contre à l'inverse des progrès ont bien été réalisés dans la capacité à gérer les problèmes lorsqu'une crise survient. Ainsi par exemple les crises de 1987 et 2007 ont été à l'évidence mieux gérées que celle de 1929 et entre autres la Banque des Règlements Internationaux n'y est pas pour rien. Néanmoins, de part son nom même de "fantôme", le shadow banking alimente tous les fantasmes et la théorie du complot.

Néanmoins, rejeter tout de bloc le shadow banking équivaut à jeter le bébé avec l'eau du bain, les choses sont très complexes **On ne peut pas condamner la titrisation qui a fait ses preuves depuis les années 70 au nom des excès ayant abouti à la crise des subprimes en juin 2007.** On ne peut pas condamner les LBO au nom des leviers excessifs d'avant crise **Il faut se méfier des discours simplificateurs souvent manichéens qui opposent aux dangereux spéculateurs irresponsables (hedge funds, LBO et shadow banking : pour synthétiser l'empire du mal) et la puissance bienveillante du banquier de quartier qui prête à l'économie réelle.**

Il n'y a en principe pas de différence tous doivent chercher à maximiser le profit au bénéfice de leurs actionnaires, tout au moins s'ils ont du respect pour ceux-ci, et ainsi ils contribueront à la bonne marche de l'économie (selon la vieille "main invisible" d'Adam Smith).