

Les dettes publiques et privées post-G20

Par Dominique Chesneau, vice-président du Comité scientifique de la DFCG

Les résultats du G20 ont été salués dans l'euphorie par les marchés financiers et « chacun » s'accorde à dire que le monde est passé près de la catastrophe. Le maître-mot étant la confiance, ne boudons pas notre plaisir !

Certains esprits « chagrins » cependant se posent quelques questions, parce que, précisément, ce G20 n'y a pas apporté de réponse.

Comme cela commence d'être écrit, alors que le préalable à la sortie de crise est la remise à niveau des bilans bancaires afin d'encourager la distribution de crédit, rien n'a été écrit sur une méthode de nettoyage et de redressement du secteur financier mondial. François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG, nous explique dans un [post](#), tout le mal, au moins éthique, qu'il pense du plan Geithner, et force est de constater que son argumentation est imparable. C'est une des raisons probables pour laquelle ce sujet n'a pas fait consensus au G20...

D'autres sujets, importants, n'ont pas été abordés. On parle des normes comptables, de l'effet pro-cyclique de la juste valeur de marché, *a fortiori* lors de marchés illiquides et l'introduction de valeur d'usage en normes US. Ce point pose à nouveau un vrai problème. A une époque où la convergence entre US GAAP et normes IFRS, le moins que l'on puisse écrire est que la pression a été unilatéralement mise sur l'IASB pour faire évoluer ses pratiques voire sa doctrine. Mais au-delà des problèmes d'ego, plus grave est celui de la comparabilité des résultats et des couvertures de risque.

Le principe de la valeur d'usage, qui revient grossièrement à laisser les préparateurs et les auditeurs de compte se mettre d'accord sur la valeur d'un actif, incitera l'utilisateur des comptes à se plonger, à nouveau *"like in the good old days"*, dans les annexes pour comprendre les principes d'évaluation de tel ou tel actif. Les premiers calculs rapides semblent indiquer que les actifs illiquides ou « toxiques » des banques reprendraient 20 % de leur valeur. On perçoit bien le problème de réconciliation de chaque côté de l'Atlantique, entre les comptes US GAAP des filiales financières américaines et les comptes consolidés des groupes auxquels elles appartiennent.

On imagine bien, également, que la comparabilité à fin juin des comptes des institutions financières américaines et européennes sera sans objet. Mais, au demeurant, dans la ligne du plan Geithner, la recapitalisation des banques américaines est en route.

Pour résumer, à ce stade :

- on transforme de la dette privée en dette publique avec un risque de gain élevé pour les entités privés et un risque de perte proche de zéro. Le contribuable américain se trouve dans la position nécessairement inverse !
- on laisse les entreprises financières reconstituer leur fonds propres en diminuant « au doigt mouillé » le niveau de leur perte en capital.

Si les marchés financiers n'avaient pas salué la combinaison de ces deux points actés lors du G20, c'était à désespérer des traders et à s'inquiéter pour leur santé intellectuelle, psychologique et le niveau de testostérone dont ils semblent abondamment pourvus.

Plus sérieusement, le point concernant les *Credit Default Swaps* n'a pas été abordé. Le propre de ces produits initialement créés pour servir d'assurance contre les risques de défaut est que leur prix fluctue en fonction de celui du *spread* de la dette sous-jacente. Jacques Attali, nous explique dans *L'Express* du 2 avril que ces CDS sont de plus en plus utilisés par les spéculateurs ? Cela revient à oublier que pour qu'un marché de couverture soit « profond » et efficient, il faut neuf fois plus de spéculateurs que d'assureurs en bon père de famille. Mais le point n'est pas là. Comptablement, la valeur d'un CDS étant liée à celle de l'actif sous-jacent, si cet actif fait l'objet d'évaluation par les émetteurs de dette, alors que le marché fait le prix des CDS, il deviendra difficile de réaliser des tests d'efficacité entre les dettes couvertes et leurs instruments de couverture. Ce qui reviendra nécessairement à qualifier les investisseurs ou émetteurs de dette couverts par des CDS de spéculateurs et donc, de valoriser leurs produits dans un cas à leur valeur d'usage « dette » et à leur valeur de marché (CDS). La différence pouvant passer en P&L en gonflant d'autant la volatilité des résultats des entreprises industrielles et commerciales, et celle des états financiers des établissements financiers et de gestion collectives.

Enfin, et l'on s'en tiendra là pour ne pas lasser, les problèmes liés à la titrisation ne semblent pas avoir évolué. Il a été proposé d'autoriser la titrisation à condition que l'établissement titrisateur garde une partie de l'actif titrisé afin de rester solidaire, dans le risque, de l'investisseur. Trois remarques sur la liquidité, le risque et la déconsolidation.

Il est sain de laisser porter une part du risque par une banque titrisatrice. Mais il n'est pas pour autant nécessaire de lui faire garder une partie de la créance. Il « suffit » de lui imposer de consolider une partie du risque et le cas échéant, de la valeur du portefeuille, tout en bénéficiant de la totalité de la liquidité.

Or, pour l'instant, en US GAAP, les déconsolidations du risque et de la liquidité sont étroitement liées... ce qui n'est pas le cas en normes IFRS (convergence quand tu nous tiens !).

Ces quelques exemples, bien évidemment non exhaustifs, montrent que le chemin fait vers la transparence, les comparabilités et ultimement, la reprise du fonctionnement du marché du crédit, au cours de ce G20, n'est pas très long et il reste beaucoup à faire, y compris sur un plan politique (la localisation d'une chambre de compensation pour les CDS est une décision structurante de Place... et il ne faudrait pas que la France échange un poste de président contre une localisation en Allemagne ou au Royaume-Uni...).

On pourra dire que ces commentaires sont trop techniques et relèvent plutôt d'un G20 des ministres des Finances, qu'étant Français, j'ai l'esprit chagrin, etc. Certes, alors dépêchons nous de lever ces incertitudes.

Alors à quand ce G20 Eco-Fin pour renforcer la crédibilité du G20 des chefs d'Etat ?