

## Crise financière : simple coup de tabac ou avis de tempête ?

Article rédigé par *François de Lacoste Lareymondie*, le 31 août 2007

**Pour répondre à la demande de lecteurs non familiers des questions traitées, l'auteur propose une version mise à jour de son article du 24 août. Les mécanismes en cause ont été davantage explicités et accompagnés de données chiffrées plus précises afin, notamment, de mieux percevoir les enjeux.**

LA CRISE FINANCIERE semble se calmer. N'était-ce qu'un coup de tabac un peu violent comme on en connaît régulièrement tous les quatre ou cinq ans ? Ou bien l'accalmie précède-t-elle une tempête majeure à l'échelle de la planète ? Impossible à dire. En revanche, les mécanismes d'une éventuelle propagation de la crise sont connus : la question est de savoir si et à quelle échelle ils peuvent enclencher une spirale infernale.

### 1/ LES INGREDIENTS : SURCHAUFFE DE L'IMMOBILIER AUX USA ET INGENIERIE FINANCIERE

Le financement du marché immobilier américain présente plusieurs particularités. Les emprunteurs y sont très largement classés en fonction de leur qualité ; c'est ainsi que les ménages aux revenus les plus faibles ou les plus fragiles, qui constituent donc des emprunteurs de mauvaise qualité (d'où l'appellation subprime), paient des taux d'intérêt sensiblement plus élevés que les autres, en compensation du risque plus grand qu'ils font courir au prêteur.

Cependant, pour emprunter à bon compte pendant la période de taux d'intérêts très bas que nous venons de vivre, beaucoup sinon la plupart se sont endettés à taux variable : ils pouvaient ainsi accéder au crédit mais en assumant le risque de hausse des taux en cas d'inversion de tendance.

Il est habituel que l'emprunteur ne paie que les intérêts, ce qui diminue d'autant la charge qui pèse sur ses revenus, et que le capital ne soit pas amorti au fil du temps : celui-ci est remboursé par la revente de la maison, hypothéquée au profit du prêteur, occurrence fréquente dans une société très mobile ; la hausse continue des prix de l'immobilier depuis 10 ans facilitait évidemment les choses.

Les prêteurs ne sont pas des banques, mais des institutions spécialisées, elles-mêmes segmentées selon la clientèle à laquelle elles s'adressent. Ces institutions ne disposent pas de ressources propres ; elles se refinancent en revendant leurs portefeuilles de crédits hypothécaires à des investisseurs sous forme de titres obligataires (c'est ce que l'on appelle la titrisation des créances). Ainsi caractérisé, l'encours de crédits subprime s'élève à environ 2 000 milliards de dollars et représente près de 15% de l'ensemble des crédits immobiliers du marché américain.

Avec la titrisation, apparaît une première technique d'ingénierie financière, d'ailleurs ancienne puisqu'elle est utilisée depuis au moins vingt ans. D'autres, beaucoup plus risquées, s'y sont ajoutées, que l'on regroupe sous le terme générique d'effet de levier. De quoi s'agit-il ?

Un investisseur peut n'engager que son épargne : il dispose de 10, investit 10 et est rémunéré pour 10. Pour accroître sa rémunération, il lui faut prendre davantage de risques, selon une loi de proportionnalité qui, sur longue période, ne souffre pas d'exception. Quand l'argent est abondant et peu coûteux grâce à la faiblesse des taux d'intérêts, il est tentant d'investir plus que son épargne en empruntant. Si aux 10 d'épargne dont il dispose, notre investisseur ajoute 10 de fonds empruntés, il peut investir 20 ; il sera rémunéré pour les 20 investis, et le rendement de son épargne initiale sera augmenté de la différence entre le surcroît de rémunération qu'il encaissera et le coût de son emprunt. Dans cet exemple, le levier est de 2. Les fonds d'investissement ont fréquemment recours à des leviers bien supérieurs, de 3, voire de 5... Qui leur prête ? Les banques, notamment celles qui patronnent de tels fonds placés auprès de leur clientèle. Ce faisant, elles prennent au moins deux risques : direct sur le véhicule qu'elles financent, et indirect sur les investissements qui y sont réalisés ; voire un troisième si la durée des prêts qu'elles lui consentent est plus longue que celle de leurs propres refinancements. Cela s'appelle de la transformation, base du métier bancaire, en principe soigneusement encadrée pour éviter que l'impasse ne mette l'établissement en danger.

On peut aller plus loin. Plutôt que d'investir en immobilisant une liquidité qui coûte quand même un peu, on prend position, non en acquérant directement le produit-cible, mais en souscrivant des options sur ce produit (promesses de l'acheter ou de le vendre) et d'autres formes d'engagements futurs. En général, ces options ne sont pas levées, mais reconduites, revendues, arbitrées, retournées, etc., en fonction de l'évolution du marché. Les garanties demandées par les intermédiaires sous forme de dépôts sont modestes mais ajustées au fur et à mesure. C'est ainsi qu'avec une mise de fonds initiale de 10 notre investisseur peut s'engager sur 100 ou davantage. Tant que les évolutions de marché demeurent d'ampleur raisonnable, le système fonctionne bien et il encaissera un résultat sur 100 alors qu'il n'a finalement déboursé que 10 (les 90 de position constituent ce que l'on appelle un engagement hors-bilan dont le coût est faible et la comptabilisation souvent imparfaite).

Le rendement obtenu par l'investisseur peut être alors très élevé ; mais, parfois à son insu, souvent en se laissant griser par de premiers succès, il a pris un risque considérable. Malheur à qui se fait coincer les doigts dans la porte quand elle se referme.

## II/ LE DEROULEMENT : UNE SERIE DE REACTIONS EN CHAINE

La hausse des taux d'intérêt a mis à mal ces mécanismes. Depuis trois ans, pour empêcher le retour de l'inflation et la surchauffe de l'économie, notamment du marché immobilier, la FED (banque centrale américaine) les a fortement et rapidement relevés : aujourd'hui, le taux de référence des emprunts à 1 mois (FED Funds) dépasse 5% alors qu'il était à 1% en décembre 2003. L'effet recherché a été obtenu : le marché immobilier s'est assagi, les prix ayant même esquissé une baisse. Mais les dommages collatéraux s'avèrent importants.

Les ménages qui s'étaient endettés à taux variable ont subi le risque qu'ils avaient pris : ils se sont trouvés en difficulté de sorte que les défaillances ont fait un bond de près de 30% au cours du premier semestre 2007 par rapport au premier semestre 2006 ; et ce, au moment où la revente du bien qui servait de gage devenait plus difficile.

C'est alors que s'enclenche le mécanisme de la crise.

Les portefeuilles de crédits hypothécaires titrisés enregistrent des pertes supérieures à celles qui étaient prévues lorsqu'ils ont été vendus aux investisseurs. Or ceux-ci en ont été friands : ces produits leur garantissaient une rémunération sensiblement plus élevée que les produits classiques. Comme aucune titrisation ne pouvait intervenir sans une note de crédit décernée par une agence de notation, les investisseurs se sont dispensés d'analyser le risque qu'ils prenaient. Les notes n'étaient certes pas les meilleures, mais suffisantes pour y investir en confiance. Certains en ont abusé.

Les conséquences s'enchaînent ensuite de façon implacable :

- le marché des titres subprime décote vite et fortement, puis se bloque faute d'acheteurs ;
- ne pouvant plus titriser les nouvelles créances hypothécaires qu'elles continuent de produire, les institutions spécialisées se heurtent à une impossibilité de refinancement au point que plusieurs font faillite, d'abord les plus fragiles dès le début de l'année, puis de plus importantes en juin et juillet ;
- les fonds d'investissement qui étaient placés en titres subprime avec d'importants effets de levier enregistrent des pertes dont l'ampleur dépasse leurs marges de sécurité ;
- les souscripteurs de ces fonds prennent peur et cherchent à se dégager : si le fonds a fait faillite, ils ne le peuvent pas et perdent leur investissement ; si le fonds n'a investi qu'une partie de ses ressources en subprime, il commence par vendre les actifs vendables pour faire face aux premiers retraits ; mais très vite la part relative des actifs peu ou pas liquides qu'il est contraint de conserver devient trop importante et l'empêche de rembourser les investisseurs, piégeant en son sein ceux qui n'ont pas été assez rapides ou prévoyants (cas de certains OPCVM de la BNP) ;
- les banques sont piégées à leur tour, de deux côtés : en tant que prêteurs aux fonds investis en subprime, comme beaucoup de banques d'affaires américaines ; et en tant qu'investisseurs dans ces fonds comme de nombreuses banques asiatiques et de plusieurs banques allemandes : deux de ces

dernières, confrontées à des pertes latentes excessives au regard de leurs fonds propres et à l'impossibilité de se refinancer, ont dû faire l'objet d'un sauvetage d'urgence organisé en plein mois d'août par la Bundesbank ;

- en effet, dès que ces errements se révèlent et avant qu'on ne dispose d'informations plus précises, toutes les banques deviennent suspectes ; d'où une baisse brutale de la valeur de leurs actions qui entraîne l'ensemble des bourses ; d'où surtout une réticence à leur prêter les liquidités à court terme dont elles ont besoin de la part des institutions collectrices (fonds d'épargne, compagnies d'assurance, etc.), mettant en péril leur fonction de transformation ;
- c'est à ce moment que surgit le spectre d'un blocage général du marché interbancaire, sur lequel les banques ajustent leurs besoins de financement au jour le jour, et que les banques centrales ouvrent leurs guichets en grand afin d'assurer le refinancement du système bancaire (330 milliards de dollars prêtés aux banques en deux jours). Ces quatre dernières étapes se sont déroulées en quelques semaines, voire quelques jours, tant il est vrai qu'une crise de liquidité est toujours brutale !

Deux constats s'imposent immédiatement. D'abord l'emploi de techniques financières innovantes mais complexes a pour conséquence ultime non pas de faire disparaître les risques intrinsèques à une activité, mais de les diffuser à grande échelle ; si la dispersion a un effet dilutif positif en temps normal, quand la crise dépasse les prévisions c'est alors l'ensemble des acteurs qui est atteint. Ensuite, la mondialisation des marchés financiers a favorisé une propagation très rapide du phénomène au-delà du secteur concerné et au-delà des frontières.

### III/ ET LA SUITE ?

Nous entrons dans le domaine des conjectures. Comme la prévision est un art difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir, avançons avec prudence et par degrés de certitude décroissante.

#### **a/ Les effets certains**

Des pertes vont apparaître dans les bilans des investisseurs.

On estime aujourd'hui les pertes directes et moins values latentes sur les subprime à un minimum de 200 milliards de dollars (10% de l'encours) ; estimation incertaine à cause de la disparition du marché et des doutes sur la solvabilité des emprunteurs, qu'il faudra sans doute rehausser sensiblement. A l'échelle mondiale, c'est quand même peu : moins d'une demi-journée de transactions boursières dans le monde. Si l'on doit en rester là, les marchés financiers sont de taille à absorber rapidement les pertes directes, grâce à la dispersion des risques. Sous réserve de l'existence de grumeaux ici ou là qui pourraient mettre en péril telle ou telle institution, mais non l'ensemble du système.

En revanche, il n'est pas possible d'estimer les pertes indirectes qui se révéleront plus tard, notamment du fait des leviers qui ont été engagés sur les subprime. On en ignore l'ampleur. S'ils sont aussi importants que certains analystes le suggèrent (on parle de facteurs supérieurs à 10, jusqu'à 25), le multiplicateur de pertes peut être considérable et ses effets se propager très loin, d'abord dans les banques, puis dans l'ensemble de l'économie : ne dit-on pas que les banques et fonds asiatiques ou proche-orientaux, qui portent de très gros encours en dollars, seraient aussi les principaux investisseurs finaux de ces produits ?

Sur le plan institutionnel et réglementaire, il ne se passera pas grand chose.

Les systèmes de régulation et de contrôle des banques ont été taillés pour secourir les établissements qui viendraient à défaillir, comme ils l'ont déjà fait lors de crises antérieures autrement plus graves : ils ont fonctionné correctement en Allemagne et rien ne permet de penser qu'ils se laisseront déborder.

Les agences de notation se trouvent à nouveau dans le collimateur. Elles ont beau jeu d'expliquer que les notes de crédit qu'elles attribuent ont une valeur relative et ne dispensent personne d'analyser les risques qu'il prend. En outre, ces notes sont déterminées à partir de statistiques de défaillances passées et de scénarios élaborés sur des séries historiques ; mais elles appréhendent mal les situations nouvelles. Enfin, les agences dépendent complètement de l'information que leur fournissent les émetteurs. Il n'en reste pas moins qu'elles ont tardé à réviser les notes des subprime titrisés et celles des établissements financiers qui les

émettaient, n'anticipant ni assez tôt ni suffisamment le retournement de l'immobilier américain. Ensuite elles ont procédé brutalement à des dégradations massives et indiscriminées qui ont contribué à bloquer le marché des titres : imprévoyance et sur-réaction leur sont à nouveau reprochées, non sans raison. Comme les agences sont peu nombreuses (trois, Moody's, Standard & Poors et Fitch, qui se partagent le marché mondial), que les émetteurs ne peuvent mettre aucun titre sur le marché sans qu'il soit noté et que ce sont eux qui les payent, on ne manquera pas non plus de pointer le conflit d'intérêt dans lequel celles-ci fonctionnent en permanence. Mais jusqu'à présent nul n'a trouvé le remède, à supposer qu'il en existe un. D'où l'on déduit que rien ne changera significativement de ce côté, sinon un effort de vertu de la part des agences qui, au moins pour un temps, s'efforceront d'être plus sélectives et plus critiques dans leurs appréciations.

À la dispersion des risques, la combinaison des techniques financières innovantes et de la mondialisation des marchés financiers ajoute l'opacité : autant il est possible d'exiger qu'une banque dévoile le contenu de son bilan dans le cadre de la tutelle à laquelle elle est soumise, autant il est impossible d'imposer la même exigence à tous les fonds d'investissement de la planète, surtout lorsqu'ils ne sont pas cotés mais privés, ce qui est la cas de la plupart. Qui pourrait contraindre les fonds qui sont majoritairement domiciliés dans des paradis fiscaux ou réglementaires, ou ceux qui sont contrôlés par les gouvernements, notamment asiatiques ou proche-orientaux, de révéler leurs investissements et les leviers engagés ? On restera donc dans l'incapacité de pister les titres et instruments les plus risqués dès lors qu'ils sont dispersés dans la nature. On peut seulement s'attendre à un renforcement des exigences d'information appliquées au moment de leur mise sur le marché par les institutions financières qui les fabriquent, afin que la nature et l'ampleur du risque pris par l'investisseur soit mieux appréhendées. Mais la transparence de la détention n'est pas pour demain.

## **b/ Les effets probables**

On l'a dit : déjà deux banques allemandes se sont trouvées prises au piège. Mais la crise a révélé la faiblesse des nombreux établissements de taille moyenne dont l'Allemagne est encore dotée, en particulier des banques publiques régionales (Landesbank).

Elles étaient focalisées sur les crédits aux PME et aux particuliers ; mais la bonne santé des premières réduit leur recours au crédit, et les besoins des seconds stagnent depuis plusieurs années. Alors que le caractère public de Landesbank les faisait bénéficier de la garantie de solvabilité des Länder et leur permettait d'opérer à des conditions avantageuses, en 2005 la Commission Européenne a obtenu la suppression de cette garantie qui, à ses yeux, faussait la concurrence. Elles doivent désormais être plus regardantes tant sur la qualité de leurs débiteurs que sur les conditions qu'elles leur consentent ; d'où une moindre présence commerciale et une contraction de leur rentabilité. Contraction qu'elles ont compensé par d'autres sources de revenus, notamment par la souscription de titres tels que les subprime. Cette fuite en avant pourrait leur coûter cher.

Il est vraisemblable que la crise sera le catalyseur d'une restructuration du secteur, réalisée depuis longtemps ailleurs, et toujours repoussée en raison de ses incidences sociales et politiques.

Le marché de la titrisation va sans doute souffrir, et plus généralement ceux qui utilisent de l'ingénierie à effet de levier ; avec eux les banques dites d'investissement et de financement (ou banques d'affaires, par opposition aux banques à réseau orientées vers le grand public).

Il n'y a pas que les subprime qui aient été titrisés : 60% des crédits consentis pas les banques américaines à leurs clients l'ont aussi été. Depuis quelques années ces instruments se sont multipliés dans tous les compartiments et dans tous les pays, donnant naissance à un énorme marché de titres connus sous l'appellation générique d'ABS (Assets Backed Securities, c'est-à-dire titres adossés à des actifs). Il est alimenté par toutes les banques pour alléger leurs bilans et satisfaire la demande d'investisseurs à la recherche de rendements attractifs. Ceux-ci viennent de prendre conscience qu'ils se sont substitués à elles, sans toutefois en avoir les moyens. Or, par voie de contagion, la valeur des ABS a aussi commencé de baisser. En outre, au fur et à mesure que viennent à échéance les lignes de crédit, en général à court terme, par lesquelles les véhicules porteurs se refinancent, les renouvellements vont se heurter à des contraintes plus fortes. D'où la perspective de nouvelles cessions d'actifs, les plus vendables, et à nouveau un risque de réaction en chaîne semblable au précédent.

Cette réaction peut ne pas dégénérer, sauf si les pertes enregistrées entament les marges de sécurité. Mais il

est probable que le recours à la titrisation va subir un coup de frein qui ne sera pas sans conséquence : faute de pouvoir alléger leurs bilans, les banques vont réduire leurs concours, par conséquent leur activité sur ces segments très rémunérateurs, et partant leurs profits ; quant aux secteurs économiques concernés, ils bénéficieront de moins de financements et par suite ralentiront leur activité.

L'immobilier devrait être le premier touché, lui qui a été le plus grand bénéficiaire des opérations de titrisation. Mais aussi les transmissions et rachats d'entreprises par effet de levier (LBO).

Ce ne sera pas forcément un mal : immobilier et entreprises constituent les deux classes d'actifs dont la hausse des valeurs a été la plus forte au cours des dernières années, à des niveaux que bien des analystes jugent totalement déraisonnables. D'une façon générale, les économies développées ne souffrent plus d'inflation générale au niveau des prix, pour le plus grand bien des consommateurs que nous sommes, grâce à la mondialisation de la concurrence entre producteurs, et sous réserve des effets possibles de la hausse récente et importante des prix des matières premières. En revanche, elles souffrent d'une très forte hausse de la valeur des actifs dont témoignent les envolées parallèles de l'immobilier et des bourses, entretenue par le faible coût du crédit et le recours aux techniques évoquées ci-dessus, par la mondialisation des circuits financiers qui met tout à la portée de tout le monde, et par la rareté physique naturelle de ces biens que beaucoup d'investisseurs perçoivent comme des refuges ultimes. Cette hausse des valeurs d'actifs va-t-elle subir un coup d'arrêt ? Ce serait une bonne chose. Si oui, ce coup d'arrêt va-t-il se propager ailleurs ?

C'est ainsi que l'on commence à s'inquiéter d'une possible contagion du ralentissement à l'ensemble de l'économie : l'immobilier se répercutant de proche en proche sur les autres secteurs, et les États-Unis sur les autres pays.

Dores et déjà, le nombre des permis de construire et des mises en chantier a été divisé par deux en un an aux États-Unis et est au plus bas depuis dix ans ; d'où des effets induits probables sur les fournisseurs, sur l'emploi, et en fin de compte sur la demande intérieure ; d'où un ralentissement des importations qui se conjuguerait avec le durcissement général des conditions de crédit pour affecter les économies des autres pays. En sens inverse, l'injection massive de liquidités à laquelle les banques centrales ont procédé au cours du mois d'août a desserré la contrainte de crédit, au moins à cours terme. Poursuivront-elles dans la même voie afin d'éviter un trop fort ralentissement de l'économie : la question est en débat, non seulement chez les analystes, mais aussi chez les grands argentiers du monde.

### **c/ Et au-delà ?**

Il n'est pas interdit de s'interroger sur d'éventuelles répercussions plus graves encore. Certes, rien ne les laisse présager en l'état actuel des informations dont on dispose et de ce que l'on sait de la solidité du système monétaire et financier mondial. Après tout, ce système dont on annonce régulièrement la ruine prochaine à cause de l'empilement monstrueux des dettes américaines, tient le coup : il a traversé toutes les crises depuis cinquante ans. Il y en a pourtant eu de bien pires.

Il n'est pas difficile de se faire peur. On a souvent souligné l'énormité des dettes sur lesquelles repose l'économie des États-Unis. L'endettement global du pays tourne autour de 33 000 milliards de dollars et représente 250% de son PIB ! Moins à cause de la dette fédérale (8 800 milliards de dollars certes, mais seulement 67% du PIB, pourcentage à peine plus élevé qu'en France), que de la dette privée qui avoisine 24 000 milliards de dollars : en moyenne, chaque américain dépense 20% de plus qu'il n'encaisse de revenus. Mais c'est grâce à cela que l'économie des États-Unis tourne à plein régime et que son PIB représente 30% du PIB mondial.

C'est aussi la raison pour laquelle le dollar sert de monnaie de réserve à toute la planète et bénéficie d'un privilège inouï : le déficit constant du commerce extérieur américain depuis 50 ans trouve sa contrepartie dans les excédents commerciaux des partenaires (essentiellement asiatiques aujourd'hui). Au lieu de se défaire de leurs dollars, les banques de ces pays les réinvestissent en créances américaines (bons du trésor et dettes privées), dispensant les États-Unis de procéder aux ajustements auxquels tout autre pays aurait été contraint depuis longtemps ; de sorte que plus leur pays a de dettes, plus les américains sont en mesure de dépenser chez eux. Paradoxe supplémentaire : le total des avoirs détenus par les étrangers aux États-Unis (essentiellement sous forme de créances) s'élève à environ 13 000 milliards de dollars alors que le total des avoirs américains à l'étranger n'est que de 10 000 milliards. Mais comme ces derniers portent principalement sur ces actifs tangibles et des entreprises, ils génèrent un revenu supérieur aux intérêts que les américains

doivent payer à leurs créanciers ; et comme les deux tiers de ces actifs sont libellés en monnaies autres que le dollar, la dépréciation de celui-ci a pour effet de réévaluer ceux-là à leur avantage.

Cette pyramide peut-elle s'effondrer ? Ce n'est pas tout à fait impossible.

On sait que débiteur et créancier se tiennent mutuellement et que le rapport de force n'est pas toujours en faveur du second : à cette échelle, disposant de l'économie la plus puissante du monde, les États-Unis ont les moyens de faire pression sur leurs créanciers pour éviter que ceux-ci ne cassent le système. Ils n'ont d'ailleurs pas hésité à s'en servir dans le passé. En outre, les économies asiatiques ont encore le plus grand besoin d'accéder au marché américain pour écouler leurs productions, sauf à se mettre elles-mêmes en péril avec toutes les conséquences politiques et sociales que l'on devine.

Les autorités chinoises et les émirs proche-orientaux se laisseront-ils toujours faire ? Seront-ils aussi dociles que les japonais ? Comment la mécanique pourrait-elle s'enrayer ? De trois façons : D'abord par la volonté des investisseurs étrangers de se protéger contre une baisse de la valeur de leurs créances : les effets de la présente crise vont mettre leurs bilans à mal. Déjà la baisse du dollar vis-à-vis de l'euro (-40% en cinq ans) les avait incités à rechercher des placements dans cette monnaie, même si le gisement (emprunts d'Etats, créances privées, actifs boursiers) est beaucoup trop faible pour une substitution complète.

Ensuite par la baisse des taux d'intérêt américains : si cette baisse peut arrêter la crise actuelle, elle aura aussi pour effet de réduire les revenus des créanciers des États-Unis ; et par conséquent d'affaiblir leur propension à prêter davantage.

Enfin par une réallocation des avoirs que détiennent les investisseurs étrangers au sein même de l'économie américaine : ceux-ci ont d'ores et déjà commencé d'arbitrer leurs créances contre des actifs tangibles de meilleure valeur. Ils en ont les moyens et on ne compte plus les entreprises passées sous contrôle asiatique. La baisse de la bourse leur donnera l'occasion de faire quelques bonnes affaires. Normalement, ces trois facteurs d'ajustements peuvent opérer sans dégâts majeurs s'ils sont progressifs : le système monétaire et financier mondial est assez solide et souple pour s'y adapter, pourvu que le temps lui en soit laissé et que la crise actuelle soit rapidement éteinte.

Mais le système est entré en compétition avec des acteurs, asiatiques ou arabes principalement, qui ne sont disposés à en appliquer les règles que jusqu'à un certain point.

Si la baisse des taux d'intérêt américains est à la fois trop forte et trop décalée par rapport aux taux des autres devises, la fuite devant les créances libellées en dollar peut s'accélérer, tandis que la baisse du dollar vis-à-vis de l'euro et de la livre s'accentuerait et se propagerait au yen. Mêmes risques si, sous la pression du gouvernement américain soucieux de ralentir les délocalisations, les pays asiatiques, à commencer par la Chine, étaient contraints de désolidariser leurs monnaies du dollar et de les réévaluer trop fortement. Par ailleurs les prises de contrôle d'entreprises américaines ne vont pas sans susciter des réactions de défiance : on l'a vu lorsque le groupe chinois LENOVO a acquis la division PC d'IBM. Plus encore quand il s'agit de capitaux arabes. Les crispations protectionnistes qui se font régulièrement jour outre-Atlantique peuvent aussi dégénérer, surtout dans un contexte de crise ; et si les pays asiatiques devaient payer l'ajustement du système au prix de trop fortes restrictions d'accès au marché américain, il est vraisemblable que les flux financiers actuels seraient sensiblement perturbés. Sans omettre les interférences possibles de facteurs non plus économiques mais politiques, provenant par exemple de la situation au Proche-Orient.

Enfin, si les circonstances présentes venaient à rendre simultanés ces phénomènes aux effets convergents, ceux-ci se renforceraient mutuellement et pourraient déboucher sur une contraction brutale du financement des déficits américains ; c'est à dire sur crise majeure de liquidité de l'économie toute entière, avec des effets d'amplification difficiles à maîtriser.

Beaucoup de si dira-t-on. Evidemment : c'est pourquoi le pire n'est pas le plus probable, et de loin. Cependant on ne pourra pas dire que c'était imprévisible.