

Chapitre

CHAPITRE 1

AUX ORIGINES DE LA CRISE

L'économie mondiale et particulièrement les économies des pays développés ont connu depuis quelques années un important mouvement de financiarisation. Ce mouvement s'est renforcé au début de ce siècle à travers le développement de nouveaux produits de plus en plus complexes. Mais, si ce mouvement a contribué au financement des économies et au renforcement de la croissance, il a été néanmoins à l'origine d'une plus grande fragilisation des pays et d'une forte montée des inquiétudes et des incertitudes, particulièrement du fait du caractère complexe des nouveaux produits financiers, qui échappent de plus en plus au contrôle des banques et des organismes financiers.

Ainsi, les éléments d'une crise de défiance vis-à-vis du système financier étaient en place et la dernière crise financière, dite des *subprimes*, n'était pas une grande surprise pour les observateurs internationaux. Cette crise a éclaté lors de l'été 2007 avec la menace de faillite de deux importants fonds spéculatifs de la banque américaine Bear Stearns. Cette annonce a ouvert une faille qui est devenue la grave crise des *subprimes* avec laquelle le monde entier a découvert l'ampleur des engagements des grandes banques internationales dans le crédit à risque au secteur immobilier, comme c'est le cas particulièrement aux États-Unis. Ces crédits hypothécaires à taux variables ont été accordés par des établissements spécialisés, et sans faire l'objet d'aucune régulation, aux ménages américains modestes qui dépassaient de loin leurs capacités de remboursement. Ces prêts gagés sur les biens immobiliers ont atteint des sommes importantes et certaines estimations ont avancé le chiffre de 1 200 milliards de dollars comme niveau de ces prêts fortement risqués. Les sociétés de prêts hypothécaires à l'origine de cette effervescence du marché immobilier aux États-Unis étaient à la recherche de profits et étaient prêtes à passer sous silence la faible solvabilité

de leurs clients. Mais, ce qui a compliqué la situation est que la plupart de ces crédits ont été transformés en produits financiers par la technique de la titrisation et ont été disséminés à travers le monde pour finalement être détenus par la plupart des grandes banques. Ainsi, ces crédits risqués et le fort éparpillement dans le monde entier de produits financiers complexes et échappant aux contrôles des banques ont été les ingrédients de cette crise annoncée.

La chute des prix de l'immobilier et la montée des taux d'intérêt ont mis le feu aux poudres et ont déclenché l'une des plus graves crises financières de l'après-guerre. Les ménages ne pouvaient plus rembourser leurs prêts dont les montants dépassaient leurs revenus. Les grandes télévisions et les journaux nous ont fait vivre la détresse de ces familles modestes obligées de quitter leurs logements faute de paiement. Des milliers de familles se sont retrouvées dans les rues avec quelques meubles sauvés de cette faillite sans savoir où aller. Mais cette crise sociale sans précédent allait se transformer rapidement en une grave crise financière. L'ancien gouverneur de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, avait déjà déclaré que cette crise « sera la plus grave depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale ». En effet cette crise va avoir des effets immédiats sur les plus grandes banques impliquées dans ces crédits. Ainsi, la banque anglaise Northern Rock se trouva au bord de la faillite dès le mois de septembre 2007. Par ailleurs, le 14 mars 2008 la banque américaine Bear Stearns n'est sauvée de la faillite que par son rachat par la banque J.-P. Morgan avec l'appui de la Réserve fédérale pour seulement 236 millions de dollars. Les autres grandes banques vont aussi annoncer d'importantes pertes suite à la crise des *subprimes*. Ainsi celles de CITI Group ont été estimées à 18 milliards de dollars, celles de UBS à 13,5 milliards, Merrill Lynch autour de 14,1 milliards, la Société Générale en France autour de 2,6 et le Crédit Agricole de 3,3 milliards de dollars. Le chiffre de 150 milliards de dollars a été avancé comme le montant des pertes des grandes banques en début d'année 2008. Or, ce chiffre a été récemment revu à la hausse et le FMI a avancé 1 000 milliards de dollars comme estimation des pertes de l'ensemble des acteurs financiers suite à cette crise.

Cette crise va conduire rapidement à la panique avec une perte de confiance sur les grands marchés internationaux. Cette panique va toucher les marchés financiers. Ainsi au début du mois de janvier 2008, on assiste à une importante crise et les plus grandes places boursières en Asie et en Europe vont plonger. L'indice Dow Jones connaîtra une baisse de 16 % entre le mois d'octobre 2007 et le mois de mars 2008. Par ailleurs, la bourse de Paris va descendre sous la barre des 5 000 points et l'indice CAC 40 va baisser de 24,4 %. Les actions rapides et vigoureuses de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne éviteront le pire. Ces banques injectent d'importantes liquidités afin de mettre fin à la nervosité des marchés. Par ailleurs, la Réserve Fédérale opère une forte baisse des taux d'intérêt afin de faciliter l'accès au crédit par de grandes banques asphyxiées par cette crise financière. Ainsi, les taux américains vont passer de 5,25 % avant l'été 2007 à 2,25 % à la fin du mois de mars 2008.

Certes, il est encore prématuré de prévoir et d'étudier les effets de cette crise. Mais d'ores et déjà on peut relever ses effets sur les différents marchés internationaux. À ce niveau, il faut d'abord souligner l'emballement du marché de l'or devenu plus que jamais la valeur refuge dans cette période de grande incertitude. Ainsi, le cours de l'or à Londres a augmenté de 42,8 % entre juin 2007 et mars 2008 et l'once d'or a franchi pour la première fois de son histoire la barre des 1 000 dollars. En même temps, il faut souligner une forte baisse du dollar qui est l'expression d'une défiance de la part des investisseurs internationaux vis-à-vis de l'économie américaine. Ainsi, le cours du dollar a plongé par rapport à l'euro avec une baisse de 12,6 % entre juin 2007 et mars 2008. Cette crise a également touché les marchés des matières premières et particulièrement celui des cours du pétrole, avec une explosion des cours suite à la faiblesse du dollar et à la hausse de la demande en provenance des pays émergents comme la Chine et l'Inde.

Les effets de cette nouvelle crise ne se sont pas limités aux marchés internationaux ; ils ont également touché l'économie réelle, particulièrement dans les pays développés. Ces effets trouvent leurs origines dans les difficultés des grandes banques touchées par la crise des *subprimes*, la perte de confiance et le vent de panique qui les emmènent à réduire de manière forte leurs crédits aux entreprises et aux ménages. Ainsi, la demande et l'investissement

vont être touchés par le resserrement du crédit et la plupart des pays développés vont enregistrer un nouveau fléchissement d'une croissance qui était déjà faible. La récession et la stagnation menacent les grandes économies. Simultanément, la hausse des prix mondiaux des produits alimentaires et des matières premières sont à l'origine d'un retour de l'inflation dans un grand nombre de pays développés qui avaient longtemps pensé que les politiques de stabilisation avaient éloigné définitivement le spectre de l'inflation. Or, aujourd'hui le taux d'inflation a atteint 3 % pour la plupart des pays développés. Aussi, les effets de la crise sur l'économie réelle ne se sont pas limités aux pays développés. Dans les pays émergents, même s'ils gardent un taux de croissance encore élevé en 2008, les prévisions de la croissance ont été revues à la baisse.

La crise des *subprimes* est en train de se transformer progressivement en une stagflation comme dans les années 1970 avec cette coexistence entre une forte stagnation et une récession économique avec un retour de l'inflation. Cette crise exige aujourd'hui des réponses appropriées afin de relancer la croissance et de gérer ses effets négatifs sur l'économie réelle. Mais cette crise a des effets multiformes et a été à l'origine d'importants débats économiques. Une question importante est au centre des préoccupations des différents acteurs économiques et concerne la contribution de la titrisation à l'éclatement de la crise et à l'incertitude qui règne sur les marchés internationaux.

LA TITRISATION AU CŒUR DE LA CRISE

Pour beaucoup d'observateurs la titrisation est à l'origine de la crise actuelle, de l'emballement des marchés financiers et de la panique qui ont touché la plupart des bourses mondiales. En effet, ces observateurs estiment que cette crise aurait pu rester une crise du secteur immobilier en touchant certaines banques et les maisons spécialisées dans les crédits hypothécaires. Cette crise n'aurait donc jamais dû toucher les marchés financiers si les crédits immobiliers n'avaient pas été titrisés et transformés en produits financiers disséminés à travers le monde et dans la plupart des bourses mondiales créant ainsi l'affolement et l'inquiétude sur les marchés financiers. Ainsi, la titrisation est le nouveau phénomène craint qui perturbe le système bancaire et les marchés financiers.

Alors la question qui se pose est de savoir ce qu'est la titrisation ? Comment s'est-elle développée ? Et comment est-elle devenue un danger et un facteur de risque pour l'économie globale ?

La titrisation est définie par les économistes comme le montage financier qui permet à une banque ou à un organisme financier de se débarrasser d'un risque de non-remboursement d'un crédit en le transformant en un produit financier complexe vendu sur le marché. Donc, il s'agit d'une opération technique qui permet aux banques de sortir des actifs de leurs patrimoines en les vendant sous forme de valeurs mobilières et de produits financiers complexes. À ce niveau, les banques créent un véhicule ad hoc appelé Special Investment Vehicle (SIV), ou conduit, auquel sont cédés les actifs de la banque. Ce véhicule émet par la suite les titres et reçoit les revenus générés par la vente de ces titres qu'il transmet aux investisseurs de départ.

Depuis plusieurs années, la titrisation est devenue un élément essentiel du nouveau paysage financier global. Il faut dire qu'elle a bénéficié de la déréglementation des marchés et des systèmes financiers pour faire partie d'un grand nombre de nouveaux produits financiers qui ont émergé depuis plusieurs années sur les marchés mondiaux. Mais, il faut mentionner un autre facteur qui a favorisé le développement de la titrisation depuis plusieurs années : les normes de gestion prudentielle développées au niveau international pour assurer la solidité des organismes bancaires et maîtriser les risques liés à un octroi facile des crédits. Rappelons qu'il y a quelques années des normes prudentielles ont été mise en place, dont le ratio Cook, qui exige des banques d'avoir un certain niveau de fonds propres pour accorder les crédits. Ces réglementations ont bien évidemment réduit la marge de liberté des banques et le montant des crédits qu'elles peuvent accorder. Or, la technique de titrisation a constitué une importante innovation pour les banques dans la mesure où elle leur permettait de se débarrasser de certaines créances, en particulier les plus risquées, et de poursuivre ainsi l'octroi de crédits sans recourir nécessairement à un accroissement de leurs fonds propres.

Le phénomène de titrisation a connu un développement rapide ces dernières années. Ainsi, on a enregistré une accélération de ces opérations dont la croissance a explosé avec un rythme de 150 % lors des dix dernières années. Il faut noter aussi que les encours et

les sommes en jeu ont presque doublé lors des dernières années. Ainsi, par exemple, les encours pour les Asset Based Securities, qui est la forme la plus connue des titrisations, sont passés de 1 072 milliards de dollars en 2000 à 2 238 milliards de dollars en 2007. Même si la croissance de ces nouveaux produits financiers a été moins marquée en Europe et dans les pays émergents, ces pays ont connu malgré tout le même emballement particulièrement à partir de 2001.

Cet emballement sera à l'origine des dérives et de la crise financière actuelle. Le développement de la titrisation s'est fait de manière rapide et surtout incontrôlée, à l'origine des risques et de l'incertitude qui règnent sur les marchés. Parfois, c'est la même banque qui vend les créances, crée le conduit ou le SIV, monte les opérations de financement et s'occupe de l'émission des titres financiers. Ainsi, la banque intervient à tous les niveaux. Ce système a fonctionné tant que la confiance régnait. Mais, dès que le spectre de la crise a touché les marchés financiers, ce manque de transparence dans la titrisation a été à l'origine d'une crise de confiance et la plupart des acteurs financiers ne prenaient plus de risques et ne voulaient plus acheter de titres dont ils doutaient de la qualité et appréhendaient les risques qu'ils comportent. Ce phénomène a été renforcé par le fait que progressivement ces nouveaux produits ont échappé aux directions financières et à tous les mécanismes de contrôle des banques pour tomber dans l'escarcelle des salles de marché en quête des profits les plus élevés. Ainsi, des doutes et des questionnements ont commencé à émerger depuis quelques mois sur la solidité de la titrisation. Ces doutes vont nourrir la défiance généralisée que les marchés vont développer vis-à-vis de la titrisation.

Une autre dérive de la titrisation est liée au fait que les financements de long terme sont désormais de plus en plus refinancés par des titres à court terme. De surcroît ces titres de court terme font aussi l'objet de nouveaux financements à courte échéance. Ainsi, on a assisté à un phénomène en cascade où on « titrisait la titrisation » et de nouveaux produits se multipliaient sur la base des nouveaux produits. Ce phénomène a été à l'origine d'une accélération des dettes qui n'avaient pour objectif que d'améliorer le rendement financier des titres et n'accordaient que peu d'importance aux périls et aux menaces. Par ailleurs, un marché

secondaire de la titrisation s'est développé rapidement qui ne disposait d'aucun mécanisme ni de règles de contrôles. Ainsi, les risques se rajoutaient aux risques et augmentaient la défiance et les doutes sur les marchés financiers.

Ainsi, la titrisation, conçue au départ comme un mécanisme de financement de l'économie, est à l'origine de la multiplication des dérives et des périls qui seront à l'origine d'une des plus grandes crises financières de ces dernières années. Un nouveau système financier sans liquidités et criblés de dettes s'est mis en place, créant une plus grande défiance vis-à-vis des produits financiers et particulièrement vis-à-vis de la titrisation. Du coup, les prix ont entamé une tendance baissière et les nouvelles émissions de titrisation ne trouvaient pas preneur. La crise immobilière a renforcé cette défiance à l'encontre des marchés financiers surtout qu'une grande partie des émissions de SIV était basée sur des crédits hypothécaires fortement risqués.

Dès lors, ce qui n'était qu'une crise immobilière aux États-Unis s'est transformée en une des plus graves crises financières mondiales. Les derniers développements nous donnent des indications sur l'ampleur des risques globaux. Depuis, les banques centrales, notamment la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne, ont cherché à aider un système bancaire au bord de la faillite et un système financier mondial proche du précipice avec la baisse des taux d'intérêt et l'injection de nouvelles liquidités. Mais la sortie de cette crise dépendra de la capacité des banques à assainir leurs bilans et à amortir les titrisations sans heurts. Cette crise devrait nous emmener aussi à réfléchir sur les moyens d'empêcher les dérives ou l'emballement des systèmes financiers et bancaires. La communauté internationale a réussi à mettre en place des règles strictes et la banque des règlements internationaux de Bâle a édicté des normes qui ont servi depuis des années comme garde-fou pour empêcher les banques de prendre des risques inconsidérés dans l'octroi de crédits. Or, ces normes ont été contournées par les nouvelles techniques financières, notamment les titrisations, ce qui devrait nous amener à réfléchir sur de nouvelles règles prudentielles afin d'éviter les dérives financières qui augmentent l'instabilité du système financier et d'assurer un développement harmonieux du financement de l'économie mondiale.

Or, lorsque l'on évoque l'emballement des marchés financiers et les dérives, on doit s'attarder sur les fonds d'investissement et le rôle qu'ils jouent parfois dans ces phénomènes.

FAIRE FACE AUX FONDS D'INVESTISSEMENTS

La question était à l'ordre du jour du sommet du G8 en 2007. Certes, les dirigeants des plus grandes puissances économiques du monde ne sont pas parvenus à prendre de décision. Néanmoins, la question de la réglementation de leurs activités a été évoquée, signe que les temps ont bien changé et que l'ère du tout libéral, du moins dans le débat économique, est bien derrière nous ! Il faut dire que les pressions n'ont cessé de la part des syndicats et d'autres institutions pour exercer un peu plus de contrôle sur les activités des fonds d'investissement. Ces pressions ont trouvé un allié inattendu en la personne des dirigeants de ces grands fonds qui par leur comportement ostentatoire et les revenus démesurés qu'ils ramassent tous les ans n'ont fait qu'accentuer les appréhensions de l'opinion publique dans la plupart des pays développés. À vous d'en juger : les revenus de Stephen Schwarzman le patron de Blackstone se sont élevés à 398 millions de dollars en 2006 et sa fortune personnelle dépasserait les 7 milliards de dollars. D'ailleurs pour fêter son soixantième anniversaire S. Schwarzman n'a pas lésiné sur les moyens en invitant 1 500 personnes à une fête où le chanteur Rod Stewart a été payé 1 million de dollars pour un tour de chant d'une heure. Ces comportements ostentatoires ont choqué plus d'un et ont contribué à la pression de plus en plus forte pour réglementer les activités des fonds d'investissement.

Mais, comment ces revenus colossaux ont été amassés et comment ces dirigeants sont devenus les « nouveaux héros » du monde de la finance et des affaires ? La formule est en fait assez simple. Ces fonds cherchent à convaincre les investisseurs — dont les fonds de pension, les caisses de retraite, les banques ainsi que les particuliers fortunés — à leur prêter de l'argent. Ces fonds sont ensuite investis pour prendre le contrôle d'entreprises qui sont soumises à un rude régime d'amélioration de leurs performances financières. Ces entreprises sont vendues quelques années plus