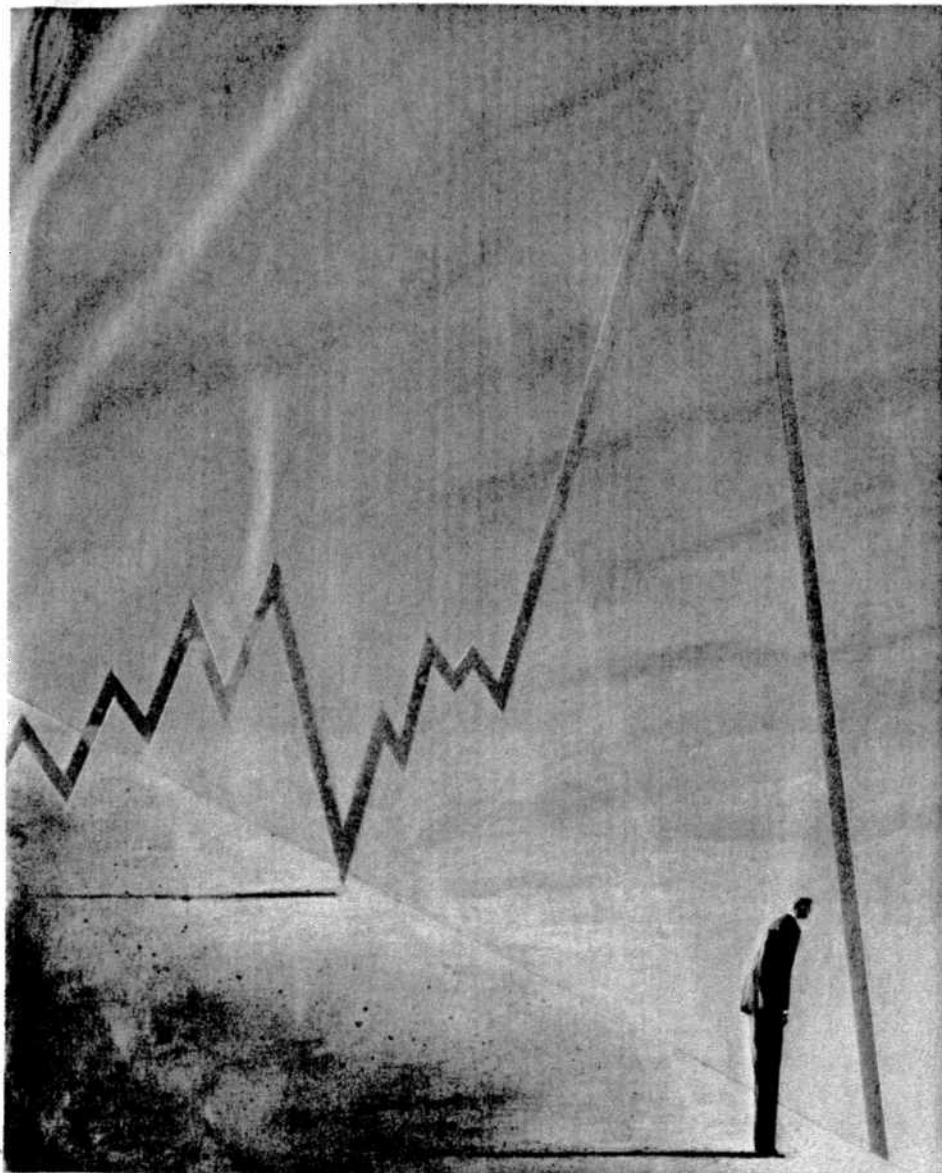


Après le krach

Des crédits trop risqués, placés dans des produits financiers opaques, revendus en cascades à des investisseurs peu solides, un marché immobilier qui s'effondre outre-Atlantique et voilà les plus grandes banques mondiales obligées de reconnaître une à une leurs pertes. La crise des *subprime* se mue en crise bancaire, entraînant les principales Bourses mondiales dans un « lundi noir ». Et plongeant l'économie des pays développés dans l'incertitude. Retour sur le comment et le pourquoi de cette nouvelle crise et sur les conséquences possibles.



1 Le piège de la titrisation

Comment en est-on arrivé au « lundi noir » du 21 janvier dernier ? Avant d'être une crise boursière mondiale, cette crise est une crise du crédit, et plus spécifiquement du crédit titrisé. Titriser un emprunt, c'est le transformer en un titre de dette que tout investisseur (banque mais aussi fonds de pension, assureurs, grandes

entreprises, etc.) peut acheter ou vendre. Cette technique était censée réduire la vulnérabilité du système financier : grâce à elle, les risques que les emprunteurs ne remboursent pas leurs dettes sont désormais répartis entre une myriade d'investisseurs au lieu d'être concentrés dans le bilan des banques. En cas de non-remboursement, les

pertes sont alors largement réparties et épargnent ainsi le cœur du système. Imparable en théorie. Mais en pratique, la titrisation, en gagnant en sophistication, est devenue une source de fragilité. Depuis cet été, chaque rebondissement de la crise a été l'occasion de découvrir de nouvelles failles dans cette industrie de la dette.

Premier problème : la titrisation n'incite pas les prêteurs à être attentifs à la solvabilité des emprunteurs puisqu'ils se débarrasseront aussitôt des risques correspondants. C'est ainsi que le crédit immobilier aux ménages américains les plus fragiles a connu un développement fulgurant : en 2006, les crédits *subprime* (*) représentaient

40 % des nouveaux crédits immobiliers ! En face, les acheteurs de ces titres n'étaient pas vraiment à même de juger des risques qu'ils prenaient. Ils l'étaient d'autant moins que les banques leur vendaient des produits financiers de plus en plus sophistiqués.

Produits financiers opaques

Première étape : le *pooling*. Il consiste à réunir une masse de créances pour garantir une émission de titres. Les risques liés à chacune de ces créances sont censés se compenser au niveau global. Sauf cas exceptionnel, comme une baisse des prix de l'immobilier, auquel cas tous les risques se réalisent en même temps. Mais ce cas de figure n'avait manifestement pas été prévu par les petits génies des mathématiques qui ont mis au point et noté ces produits...

Deuxième opération : le découpage en tranches. Tous les titres émis en contrepartie d'un pool de créances sont répartis en catégories plus ou moins risquées. Les investisseurs qui souscrivent aux tranches supérieures (les moins risquées) sont les premiers à être remboursés en cas de défauts de paiement. Ils peuvent aussi disposer d'autres garanties comme la caution apportée par un « réhausseur de crédit » (voir encadré). A partir de là, toutes les variantes sont possibles. Ces dernières années, les banques s'en sont données à cœur joie, fabriquant des produits de plus en plus sophistiqués, à l'instar des fameux CDO (*) et empochant au passage de confortables commissions.

Les agences de notation ont aussi contribué à cet essor. On les accuse d'avoir accordé la note maximum AAA aux tranches supérieures des CDO, qui contenaient pourtant des titres de crédits *subprime* ; et elles ont attendu le printemps 2007 pour commencer à revoir leurs notes. Ont-elles manqué d'objecti-

tivité ? On peut le craindre, car elles intervenaient à la fois comme conseil pour monter ces produits sophistiqués et comme expert au moment de noter. Or leurs notes ne tenaient compte que du risque de crédit, autrement dit de la probabilité que l'emprunteur rembourse ou non. Elles passaient sous silence le risque que le détenteur d'un produit ne trouve pas d'acheteur, ce qu'on appelle le risque de liquidité. C'est précisément ce qui s'est passé à partir de cet été. Mais en révisant leurs notes à la baisse comme elles l'ont fait depuis, les agences jettent de l'huile sur le feu. On dit que leur action est « procyclique » : après avoir encouragé l'engouement des investisseurs, elles achèvent aujourd'hui de leur couper l'appétit.

Les masques tombent

Tout ça ne serait pas trop grave si les risques étaient réellement répartis. Après tout, l'encours total de crédit *subprime* n'a pas dépassé les 1 300 milliards de dollars et les pertes potentielles sont évaluées entre 200 et 400 milliards. C'est très peu comparé aux 20 000 milliards de dollars de dettes obligataires privées qui existent sur le seul marché américain.

Mais une bonne part des produits complexes recelant des créances hypothécaires à risque se sont en réalité retrouvés dans l'escarcelle d'acteurs liés aux banques, mais placés hors de leur bilan - échappant ainsi au contrôle des autorités bancaires et à la réglementation prudentielle. Ces « conduits » ou « véhicules d'investissement structurés » (SIV) possédant peu de capital se sont gorgés de ces produits, tout en se finançant sur les marchés en émettant des titres de court terme. Mais quand ces titres n'ont plus trouvé preneurs, les SIV, acculés, se sont alors tournés vers les banques. Et celles-ci ont dû

reprandre dans leur bilan les actifs douteux des SIV.

C'est le paradoxe de la situation actuelle : alors que la titrisation était supposée réduire les risques financiers pris par les banques, celles-ci se retrouvent aujourd'hui prises entre deux feux. D'un côté, la taille de leur bilan augmente, sous l'effet notamment de ces titres repris des SIV. Mais des bilans plus lourds les obligent à immobiliser davantage de capitaux propres, selon les règles prudentielles très strictes qui les régissent.

« Or, dans le même temps, leurs fonds propres sont menacés par les pertes qu'elles subissent », expliquent Anton Brender et Florence Pisani, économistes à Dexia-AM. L'ensemble des pertes liées aux *subprime* enregistrées par les vingt plus grandes banques mondiales s'élèverait à 130 milliards en 2007, selon l'agence Bloomberg. Ce montant reste pour le moment inférieur aux 150 milliards de profits enregistrés par les grandes banques américaines en 2006. Mais ce n'est pas fini, avertit Florence Pisani : « On ne sait pas où sont les pertes, ni si elles ont toutes été prises en compte. » Les produits complexes détenus par les banques sont en effet difficiles à valoriser quand il n'existe pas de marché. Et quand il y en a un, c'est pire puisque les normes comptables obligent les ban-

DES PERTES COLOSSALES

Les plus grosses pertes liées aux *subprime* en 2007, en milliards de dollars

Banques	Pertes et provisions
Merrill Lynch	24,5
Citigroup	22,1
UBS	14,4
HSBC	10,7
Morgan Stanley	9,4
Bank of America	7,9
Washington Mutual*	6,5
Crédit agricole	4,9
Wachovia	4,7
JPMorgan Chase	3,2

Source : Bloomberg

* Y compris 1^{er} trim. 2008.

ques à évaluer leurs actifs à une valeur de marché qui n'en finit pas de plonger... Au total, moins de capitaux propres signifie pour elles moins de crédits à accorder à l'économie. D'où l'inquiétude croissante d'une restriction sévère du crédit (appelée *credit crunch*), qui plomberait durablement la consommation et l'investissement. C'est la peur qu'une récession se profile qui a fait plonger les marchés boursiers en janvier. ■ Sandra Moatti

★ **Subprime** : crédits immobiliers consentis aux ménages américains ne présentant pas les garanties financières suffisantes pour souscrire un prêt normal ou *prime*.

★ **CDO (Collateralized Debt Obligations)** : titres adossés à des portefeuilles de créances diverses (créances bancaires, crédit immobilier, crédit à la consommation, etc.).

La disgrâce des réhausseurs de crédit

Dernières victimes de la crise financière : les « réhausseurs de crédit » (*monolines* en anglais). A l'origine, ces assureurs se portaient caution des émissions obligataires des collectivités locales, lesquelles pouvaient ainsi emprunter à moindre taux. Sur les 2 400 milliards d'obligations qu'ils garantissent, les *municipal bonds* représentent encore les deux tiers. Mais certains réhausseurs, pour améliorer leurs affaires, se sont mis à cautionner des opérations de titrisation comme les CDO.

Du coup, ils se retrouvent emportés par la crise des *subprime*. Leurs pertes ont conduit le mois dernier l'agence de notation Fitch Rating à réviser à la baisse la note d'un des trois gros *monolines* : Ambac. Avec des réactions en chaîne, car une moins bonne note pour le réhausseur dégrade par ricochet la qualité des titres qu'il assure. Dès lors, certains investisseurs les vendent, leurs prix baissent et les actifs détenus par les banques se déprécient encore un peu plus. ■

2 | L'éternel retour des crises

La période de détresse peut durer des semaines, des mois, voire même des années, ou tout au contraire se concentrer sur quelques jours. Mais tout est lié à un changement d'anticipation avec le passage d'un état de confiance à un état où cette confiance dans l'avenir n'existe plus. » C'est un beau résumé de la fébrilité du système financier international, banques et Bourses confondues, et de l'incertitude dans laquelle elle plonge l'économie mondiale pour 2008. Mais lorsqu'il fait ce commentaire, l'économiste américain Charles Kindleberger décrit les crises financières... du XVIII^e siècle. Et pourtant, l'analyse reste pertinente : les soubresauts actuels se nourrissent aux mêmes sources que les épisodes précédents d'instabilité financière.

Tout commence par une innovation

Les crises financières ont toutes pour origine une innovation importante. Elle peut venir de l'économie réelle, comme les chemins de fer au XIX^e siècle ou

Internet au XX^e. Elle peut être aussi réglementaire : la libéralisation des marchés financiers à partir des années 60 a permis le développement d'une mondialisation financière marquée par nombre de crises internationales. Enfin, l'innovation peut être purement financière. Par exemple, lorsque les banques inventent de nouveaux moyens de transformer les risques qu'elles prennent en actifs pour les vendre à d'autres acteurs financiers qui, eux-mêmes, inventent de nouvelles techniques pour découper ces actifs en tranches, les mélanger avec d'autres et les revendre à leur tour, notamment... aux banques. C'est ce qui s'est passé ces dernières années.

Dès qu'une innovation apparaît, elle suscite un fort engouement. Les investisseurs y voient de nouvelles opportunités de rendements élevés et la demandent, tandis que les financiers se font concurrence pour l'offrir et récupérer des commissions de gestion, en même temps qu'ils l'utilisent pour eux-mêmes comme outil de placement. Et c'est ainsi qu'on s'aperçoit,

jour après jour, que des banques américaines aux banques européennes en passant par la Bank of China, tous les grands établissements du monde sont impliqués dans la crise des prêts immobiliers *subprime*, comme ils l'étaient dans la crise du financement des pays du Sud dans les années 80.

Le crédit nourrit la chaudière

Le second carburant essentiel de toute crise financière est le crédit. La finance internationale fonctionne encore comme une locomotive à charbon : le train n'allant jamais assez vite pour eux, les financiers empilent emprunts sur emprunts, jusqu'à la surchauffe. Non content de jouer leur argent dans les nouveaux produits du capitalisme casino, les intermédiaires financiers empruntent de l'argent pour accroître le montant de leurs paris. Une bonne partie de l'ingéniosité financière des années 1990 et 2000 a consisté à inventer les moyens pour emprunter le plus possible, sans que cela se voie trop - l'opacité est aussi l'un des ingrédients essentiels de toute crise -, pour ne pas affoler les prêteurs.

Ceux-ci sont soit des gestionnaires d'épargne (fonds de pension, fonds souverains, compagnies d'assurances...), soit les banques. Même dans une économie de marchés financiers, ces dernières continuent à jouer un rôle important, par leurs propres placements et par le financement des autres acteurs de la finance. Ainsi se met en place ce que les économistes appellent un « accélérateur

financier ». Il va former une bulle auto-entretenu : l'argent prêté sert à acheter des actions, des maisons, etc., dont les prix montent et peuvent servir de garanties pour des nouveaux prêts... En cela, toute crise financière résulte d'une crise de crédit.

Le retour à la réalité

Mais la réalité finit toujours par reprendre ses droits. C'est le « moment critique » décrit par Kindleberger, celui où la confiance dans l'avenir disparaît. Toutes les entreprises de la « nouvelle économie » n'allaient pas devenir Microsoft ou Google, et la bulle technologique s'est effondrée en 2000. Le prix des maisons aux Etats-Unis n'allait pas monter jusqu'au ciel : la demande a diminué, faisant éclater la bulle immobilière en 2007. Ce qui a réduit la valeur du patrimoine des Américains ; les plus pauvres ont été incapables de rembourser leurs emprunts, et la crise des *subprime* a démarré.

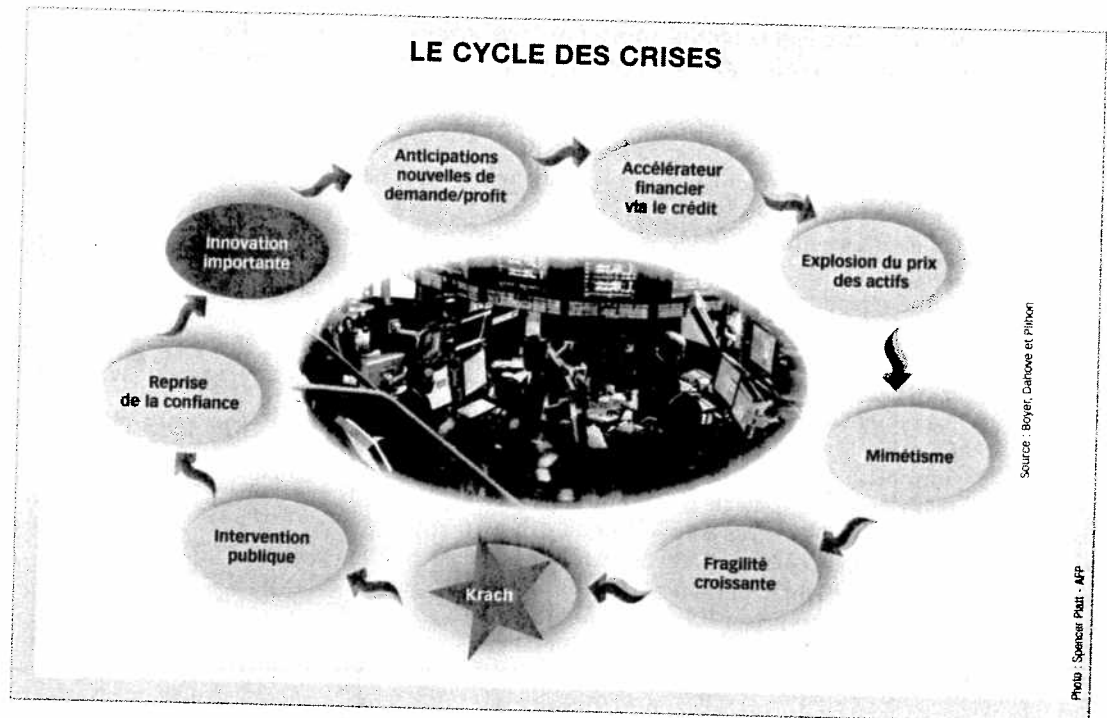
Quand les acteurs s'aperçoivent qu'il n'y a plus rien à gagner, tout le monde veut quitter la fête en même temps. Non contentes de freiner des quatre fers le crédit immobilier, les banques, incertaines sur la solidité des autres acteurs financiers, ne veulent même plus prêter aux autres banques. C'est ce qui se passe depuis l'été dernier. C'est le moment clé de toute crise financière. Celui où la main invisible d'Adam Smith disparaît, où l'agrégation des intérêts privés ne permet pas d'assurer le fonctionnement et la stabilité des marchés. Sur les marchés boursiers, la panique se lit à l'explosion du nombre de transactions : on prend des paris frénétiques en vendant, pour éviter de trop perdre, ou en achetant, pour réaliser un beau coup, à tour de bras.

C'est ce qui s'est passé le



Famille américaine lors de la grande dépression de 1929. Faute d'intervention publique, les crises financières peuvent dégénérer en crises sociales.

lundi 21 janvier et les jours suivants, avec un nombre de transactions record à la Bourse de Paris et ailleurs. Face à une crise, les investisseurs pensent qu'il vaut mieux détenir de l'argent liquide que des actifs financiers. Ils vendent donc sur toutes les places du monde. Si la panique ne se calme pas, les prix finissent par n'avoir plus aucun sens. Les financiers ne veulent plus alors qu'une seule chose : vendre. C'est ce qui s'était passé en Indonésie en 1997. C'est ce qui s'est passé en janvier dernier, en Inde et en Corée du Sud, obligeant les autorités à fermer la Bourse. Quand plus personne ne veut acheter, le marché n'existe plus.



La nécessaire intervention publique

Instruits par l'erreur de la Banque centrale américaine, dont l'absence d'intervention rapide en 1929 a contribué à amplifier la crise, les banquiers centraux interviennent désormais rapidement en période de crise. Soit en fournissant de l'argent aux banquiers sous la forme de prêts d'un jour ou deux pour relancer le marché, soit en baissant le prix de l'argent, comme l'a fait la banque centrale américaine le 22 janvier, ou bien les deux ensemble, comme ils le font depuis l'été dernier. S'il le faut, les gou-

vernements peuvent aussi apporter du capital aux banques en difficulté dans le cadre d'une nationalisation partielle ou totale.

A plus long terme, les autorités financières tentent d'éviter de nouvelles crises. Elles pourraient surveiller l'innovation financière et la limiter en cas de besoin, mais elles le font rarement, trop influencées qu'elles sont par les acteurs privés. Elles peuvent empêcher les banques de prendre trop de risques : elles s'y essaient dans un jeu perpétuel où les banques inventent de nouveaux moyens

pour contourner les nouvelles règles. Réguler la finance est pourtant possible. Comme le déclarait le président des Etats-Unis : « *Dans le chemin qui nous fait avancer vers la création d'emplois, nous avons besoin de deux garde-fous pour éviter le retour des problèmes passés : nous devons mettre en place une stricte surveillance des banques, de la distribution des crédits et des investissements ; nous devons mettre fin à la possibilité de spéculer avec l'argent des autres.* » Mais c'était Franklin D. Roosevelt, en mars 1933. Confronté aux

suites de la débâcle de 1929, il avait sévèrement encadré la finance, aux Etats-Unis et dans le monde, grâce aux accords de Bretton Woods. Qui sera le Roosevelt du XXI^e siècle ? ■

Christian Chavagneux

POUR EN SAVOIR PLUS

« **La Finance** », hors série n° 75 d'*Alternatives Économiques*, janvier 2008 (encore disponible en kiosque et sur www.alternatives-economiques.fr).
Histoire mondiale de la spéculation financière, par Charles Kindleberger, éd. PAU, 1994.
 « **Les crises financières** », par Robert Boyer, Mario Dohove et Dominique Plihon, Conseil d'analyse économique, rapport n° 50, 2004.
L'économie de la panique, par Jérôme Sgard, éd. La Découverte, 2002.

3 | Demain, la récession ?

Un krach boursier, est-ce grave docteur ? C'est possible, mais c'est comme les antibiotiques : ce n'est pas automatique. En 1929, il s'en était suivi une profonde dépression économique, avec à la clé la Seconde Guerre mondiale. Mais le krach de 1987 avait au contraire précédé une période de croissance comme les pays développés n'en avaient plus connue depuis 1973. Enfin,

après l'éclatement spectaculaire de la bulle Internet en 2000-2001, doublé du scandale Enron et des attentats du 11 septembre, l'économie mondiale n'avait connu qu'un ralentissement passager. Cela dépend surtout de la réponse des autorités politiques et monétaires. Depuis le démarrage de la crise, l'été dernier, les autorités américaines avaient réagi trop prudemment, elles semblent désor-

mais décidées à prendre le taureau par les cornes. Il est à craindre, en revanche, qu'une fois de plus les autorités européennes ne soient passées à la hauteur.

Mais tout d'abord, comment un krach peut-il entraîner une récession ? Les milliards d'euros « perdus » en Bourse ne sont pour l'essentiel que virtuels : des actionnaires potentiellement riches - s'ils avaient réellement pu vendre

leurs actions au cours prévalant avant le krach, ce qui est loin d'être certain - le sont moins après. Le plus souvent, ces « pertes » ne se traduisent cependant pas par une baisse de trésorerie, obligeant les acteurs concernés à réduire immédiatement leur train de vie. Elles peuvent toutefois avoir des conséquences tangibles.

Du côté des entreprises notamment : malgré les ap-

parences, la baisse du cours des actions signifie que le coût du capital nécessaire pour financer leurs investissements augmente. En effet, une telle baisse se traduit par une baisse de ce que les spécialistes appellent le Price Earning Ratio (PER), c'est-à-dire le rapport entre le prix d'une action et le bénéfice que l'entreprise dégage, rapporté à chaque action. Autrement dit, chaque euro de capital investi dans une entreprise doit impérativement rapporter plus de bénéfices après le krach qu'avant. De quoi dissuader les entreprises de se lancer dans des rachats d'entreprises - aux effets souvent douteux en

tiennent ces actions, ces pertes virtuelles peuvent aussi avoir des effets réels par le biais de ce qu'on appelle l'« effet de richesse ». Se croyant riches (et leur banquier le croyant aussi), ces ménages menaient souvent grand train, épargnant peu - puisque la valeur de leur patrimoine augmentait toute seule avec la hausse des actions - et empruntant beaucoup - pensant qu'il leur suffirait au pire de vendre quelques titres pour rembourser ces emprunts. Ils risquent de restreindre brutalement leur consommation afin de reconstituer leur patrimoine (car ce ne sont pas en général des smicards...).

fatal : le *credit crunch*, le rationnement du crédit.

Des interventions publiques insuffisantes

La concrétisation ou non de ces risques dépend principalement de la réaction des autorités publiques : leur capacité à encourager la

Il est à craindre qu'une fois de plus les autorités européennes ne soient pas à la hauteur

consommation via une politique budgétaire expansive et à maintenir le robinet du crédit ouvert via une politique monétaire accommodante. Si la crise des *subprime* dure et a commencé à dégénérer, c'est lié notamment à la frilosité inhabituelle des autorités américaines. Le président Bush n'avait pas engagé jusque-là de relance budgétaire massive. Devant l'aggravation brutale de la situation le mois dernier, des mesures ambitieuses ont toutefois été décidées, avec un plan de 140 milliards de dollars, soit 1 % du PIB américain. De son côté, Ben Bernanke, le nouveau patron de la Réserve fédérale américaine, entendait marquer une certaine rupture vis-à-vis d'Alan Greenspan, son prédécesseur, souvent accusé d'avoir nourri la spéculation en abaissant trop vite les taux d'intérêt à chaque fois que les cours fléchissaient. Mais le résultat de la politique plus prudente suivie par la Fed a été le pourrissement de la crise et son extension. D'où le retour à une politique nettement plus agressive, avec la baisse surprise des taux d'intérêt de 0,75 point le 22 janvier dernier.

Même avec un temps de retard, les autorités américaines feront probablement le nécessaire pour éviter que

la situation ne dégénère davantage. On ne peut pas en dire autant des autorités européennes. Et le risque est grand de voir se répéter le scénario de l'après-2000-2001, quand des dérèglements majeurs, intervenus surtout aux Etats-Unis, avaient eu au final des conséquences plus importantes en Europe qu'outre-Atlantique. L'économie allemande risque en particulier d'être affectée par un coup de frein marqué à l'investissement, même si la demande asiatique ou encore celle des pays pétroliers restent dynamiques. Et la probabilité d'une grave crise immobilière en Espagne ou au Royaume-Uni est élevée.

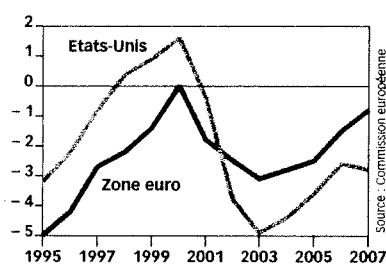
Or, l'Europe reste toujours privée des moyens d'organiser une relance budgétaire coordonnée d'ampleur comparable à celles menées aux Etats-Unis. Les déficits budgétaires nationaux sont en effet toujours corsetés par le pacte de stabilité et de croissance, même si celui-ci a été un peu assoupli en 2005. A cet égard, le cavalier seul de Nicolas Sarkozy en matière budgétaire risque de se révéler finalement payant, même s'il va contribuer également à creuser le déficit commercial français. Décidée au départ pour des raisons essentiellement clientélistes, malgré une conjoncture favorable, la relance de 15 milliards d'euros de l'été 2007 trouve tardivement une justification macroéconomique...

Quant aux autorités monétaires, Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne (BCE), semble toujours décidé à combattre en priorité les moulins à vent de l'inflation salariale. Il cherche également toujours à éviter toute forme de coordination avec les autorités politiques européennes susceptible de mettre en cause la sacrosainte indépendance de la BCE... Mais il ne faut pas désespérer : devant l'épreuve du feu, il arrive parfois qu'on ait de bonnes surprises... ■

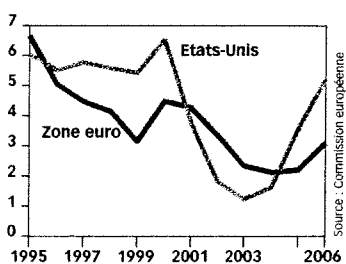
Guillaume Duval

L'EUROPE MOINS RÉACTIVE QUE LES ÉTATS-UNIS

Déficit public, en % du PIB



Taux d'intérêt à court terme, en %



termes d'efficacité économique -, mais aussi rendre plus difficile la mobilisation de capital-risque pour les entreprises de haute technologie ou les augmentations de capital des entreprises traditionnelles. La chute de leur capitalisation boursière diminue de plus la capacité d'emprunt des entreprises, dans la mesure où elles offrent moins de garanties de remboursement aux prêteurs.

Pour les ménages qui dé-

Même chose du côté des ménages : si les banquiers se mettent à mégoter vis-à-vis de ceux qui voudraient quand même continuer à s'endetter, la situation de l'économie peut virer au rouge vif. Or, les banques ont pris beaucoup de risques mal mesurés (voir ci-dessus). Du coup, elles enregistrent des pertes importantes qui rognent leurs capitaux propres. Mais pour éviter justement les risques inconsidérés, on exige des banques que, si leurs capitaux propres diminuent, elles restreignent leurs encours de crédit. D'où la crainte d'un enchaînement