


Dossiers

Très riches banques! Subprime: Quelles conséquences au Maroc? Entretien avec Nezha Lahrichi, directrice générale de la Smaex

Par | Edition N°:2733 Le 12/03/2008 | Partager 

. Incertitudes sur l'investissement. Le système financier mondial a trop dilué la perception des risques. Explosion des réserves de change dans les pays émergentsLe Maroc est-il vraiment à l'abri de la contagion de la crise des subprimes américaines? Présidente de la Société marocaine d'assurance à l'exportation, la Smaex, Nezha Lahrichi explique que les effets risquent de se faire sentir via le recul de la croissance en Europe. Lahrichi qui est aussi universitaire et a été conseillère de deux Premiers ministres, El Youssoufi et Jettou, pointe du doigt l'extrême sophistication du système financier international. Cette sophistication complique le suivi des risques. - L'Economiste : La crise dite des «subprimes» va-t-elle se propager au reste du monde? - Nezha Lahrichi: Globalement, les effets de la crise se lisent dans la révision à la baisse des taux de croissance en Europe et aux Etats-Unis sans que l'on parle encore de récession; c'est une crise de liquidité qui se traduit par le rationnement des crédits bancaires et par une augmentation des taux d'intérêt, conséquence de la réévaluation des risques. L'impact sur les entreprises qui ont des besoins de refinancement sera inéluctable. Il faut souligner l'effet considérable qu'ont les prix de l'immobilier sur la demande intérieure. Leur baisse s'accompagne d'un recul de la consommation. En Espagne, la fin du cycle de croissance s'explique par le fait que le BTP représente 20% du PIB. Elle coïncide avec le retournement du cycle après le sommet de 2006 et avec la flambée des prix du pétrole et des matières premières. Tous ces éléments font peser des incertitudes sur l'investissement, la consommation, l'emploi et la croissance, malgré le plan de relance américain et les fortes injections des liquidités de la part des banques centrales. - N'y a-t-il pas un découplage entre l'économie américaine et le reste du monde? - La question est en débat actuellement. Certains experts considèrent que les pays émergents ne souffriraient guère de la crise, puisqu'ils sont les nouveaux moteurs de la croissance avec la moitié de PIB mondial; le FMI soutient la thèse inverse, celle de l'étroitesse des liens entre ces pays et ce, à la lumière de l'analyse de la dépendance commerciale de l'Asie à l'égard des Etats-Unis et de l'Europe. La Chine leur vend, à titre d'exemple, plus de 40% de ses exportations, ce qui incite à relativiser le succès du commerce Sud/Sud. Si on retient l'hypothèse d'une récession américaine, il est difficile de ne pas imaginer des menaces sur l'exportation, l'investissement et la consommation dans de nombreux pays. En revanche, la hausse du risque de crédit du fait de la réduction des marges des entreprises confrontées à des risques de liquidités et de refinancement est une certitude.- Comment expliquez-vous que les sommes en jeu soient devenues si grosses? - Leur développement est lié à des facteurs macroéconomiques: abondance de liquidités mondiales due à l'explosion des réserves de change des économies émergentes et des pays exportateurs de pétrole, politique monétaire accommodante qui incite à un effet de levier excessif, mais il, se sont développés également en réaction aux limites du mode de gouvernance des marchés financiers qui ont une préférence pour le court terme. En effet, la régulation impose des obligations de communication financière impliquant une exigence de progression régulière des résultats aux dépens d'investissement rentable à long terme. Généralement, les private equity financent les entreprises qui quittent les marchés financiers qu'ils jugent trop volatiles ou parce qu'ils ne veulent pas y être. Ce sont des investisseurs de long terme dont le cycle de vie varie en moyenne entre 10 et 13 ans. D'où l'intérêt porté à cette nouvelle catégorie d'actifs par les investisseurs qui n'ont pas de grandes contraintes de liquidité comme les assureurs et qui veulent diversifier leur portefeuille et les associer à d'autres actifs. L'enjeu est d'alimenter l'industrie du private equity en projets par création, développement et/ou reprise et transmission d'entreprises. Le défi est la gestion de leur sensibilité au climat économique et à la politique monétaire. La crise actuelle qui est une crise de crédit, force ces fonds à réduire leur effet de levier.- Y aura-t-il une corrélation entre les prix de l'immobilier aux Etats-Unis et dans le reste du monde? - L'immobilier est un actif local, certainement le plus local, mais le schéma du cycle est global. Au cours des trente dernières années, les prix de l'immobilier ont eu tendance à suivre trois cycles lents d'expansion - récession. Chaque point culminant du cycle a été suivi par un autre cycle de déclin des prix en termes réels. La flambée mondiale de l'immobilier date de quelques années, sauf quelques exceptions comme l'Allemagne et le Japon.Les

arguments souvent avancés sont l'injection sans précédent des liquidités par les principales banques centrales, taux d'intérêts bas, abondance de liquidités, blanchiment d'argent, etc. Depuis 2007, les prix ont commencé à décliner aux Etats-Unis, suivis par l'amorce d'une baisse en Europe. L'exemple de l'Espagne est édifiant à cet égard où le secteur des BTP est marqué par des licenciements massifs et le recul des investissements. Il n'y a aucune raison de penser que ce cycle sera différent des précédents. Si le schéma se répète, il faut s'attendre à une nette correction des prix de l'immobilier dans plusieurs pays dont le Maroc, mais à des degrés divers. - Quels sont les principaux enseignements? - Je commencerai par préciser que la force motrice du capitalisme mondialisé est le développement de la finance à l'échelle internationale, et il s'agit de la première crise de la mondialisation financière et de la titrisation. A partir de cette crise, on peut tirer un enseignement fondamental relatif aux règles de base de la prise de risques qui n'ont pas été respectées: qualifier sur qui on prend le risque et bien le mesurer, c'est-à-dire calculer la probabilité de défaut. Or la titrisation se traduit par le transfert des risques des banques sur le marché arguant de leur nécessaire dilution. La multiplication des intervenants fragilise la compréhension des risques que complique la complexité des produits financiers. Un système de gestion des risques appropriés implique que les banques conservent une part plus grande des risques pour s'assurer de leur engagement à suivre les emprunteurs et leur solvabilité. En outre, cette crise a mis en évidence les limites des agences de notation rémunérées par les débiteurs qu'elles sont chargées d'évaluer et non par les investisseurs, il y a donc conflits d'intérêts. Elle a enfin posé les limites des nouveaux produits qui n'ont pas de données historiques qui contribuent à l'estimation des risques futurs. Ces trois conclusions permettent d'apprécier la nature de l'approche des assureurs crédit, la Smaex en l'occurrence, qui ne transfèrent ni ne neutralisent le risque mais le prennent parce qu'ils ont leurs propres outils, dont l'expérience de paiements, pour le mesurer, le surveiller et l'anticiper. Face aux risques, la meilleure défense n'est-elle pas l'anticipation?

Qui sont les nouveaux acteurs?

Parallèlement aux acteurs traditionnels, banques et marchés financiers, des acteurs privés sont apparus dans les années 80-90, sous forme de fonds d'investissement privés, les fameux «private equity» et «hedge funds» et qui font connaître au capitalisme des transformations radicales dans la mesure où ce sont de nouveaux intermédiaires financiers; ce sont des institutions à effet de levier élevé car pour financer l'acquisition d'entreprises générant des cash-flows importants, ces fonds émettent de la dette. Il s'agit d'une véritable industrie qui recouvre une palette hétérogène de styles de gestion de portefeuille et dont la classification n'est pas aisée si on veut aller au-delà du private equity avec ses deux grandes composantes: les LBO («leverage buyout» ou capital risque) et des hedge funds dont la typologie dépend des stratégies d'investissement et des types d'actifs choisis. Il faut souligner, pour le private equity, que l'impératif d'amélioration de la gestion des entreprises mises en portefeuille par les fonds, implique le choix de managers talentueux et rémunérés en fonction de leur performance. Cela implique des stratégies créatrices de valeur pour les actionnaires alors que dans les entreprises cotées, il y a une séparation du contrôle de l'entreprise entre actionnaires et managers. En outre, ces managers sont disciplinés par la dette et ne sont rémunérés que lorsque la rentabilité du capital dépasse son coût. A côté de ces investisseurs, il y a ceux qui garantissent les titres émis, les fameux rehausseurs de crédit ou assureurs «monolines» afin de réduire leur coût et leur volatilité. Autrement dit, les investisseurs achètent des titres garantis, ce qui a facilité leur explosion: les opérations titrisées dans le monde sont évaluées à 2.000 milliards de dollars. Ainsi, le renforcement des fonds propres de ces assureurs crédit est devenu un enjeu stratégique pour l'ensemble de la finance mondiale.

D'où vient la crise?

La crise est partie du secteur de l'immobilier aux Etats-Unis et a atteint toute la sphère financière. Pour orienter les investissements vers l'immobilier, le gouvernement américain a mis au point le système des «subprimes» c'est-à-dire des crédits à hauts risques pour financer l'achat de logements, dont les prix étaient à la hausse depuis une dizaine d'années; ces crédits ont été généreusement distribués: taux d'intérêts bas mais variables et abaissement des frais financiers. Il faut savoir qu'aux Etats-Unis, les crédits immobiliers sont accordés en fonction de la valeur du bien et non de la capacité de remboursement des acquéreurs. Il suffit que le marché se retourne pour que le système se grippe; c'est ce qui est arrivé avec l'augmentation par la Fed des taux directeurs en 2005. Comme les taux d'intérêt sont variables et les ménages à solvabilité aléatoire, des difficultés de remboursement sont apparus, le taux de défaillance s'est progressivement accru pendant près de deux années avant l'été 2007; mécaniquement, il y a eu une recrudescence de la valeur des biens hypothéqués. Mais la crise s'est propagée à la sphère financière parce que les crédits immobiliers ont été titrisés, c'est-à-dire transformés en titres négociables. La titrisation, qui est la deuxième grande innovation financière après les produits dérivés, est fondée sur un principe simple mais avec des applications complexes: La banque cède ses prêts, généralement, à un fonds commun des créances, structure ad hoc qui se refinance en émettant des obligations dites Credit Debt Obligations (CDO). Ces obligations sont émises en tranches et notées: AAA pour les moins risqués et CC pour les plus risqués et placées auprès différents investisseurs Sicav, Hedge Funds etc. Propos recueillis par Jihad Rizq