

LE RISQUE CREDIT AU CŒUR DE LA CRISE FINANCIERE INTERNATIONALE

Nezha LAHRICHI
29 février 2008

1. Depuis l'été 2007, la crise financière internationale ne finit pas de produire ses effets et les mauvais indicateurs ne cessent de s'accumuler aux Etats-Unis frappés par la crise de l'immobilier et les tensions sur les marchés financiers. Pouvez-vous nous dire comment elle s'explique et quels sont les facteurs de son déclenchement ?

La crise est parti 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 « subprime » 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 sur les marchés financiers .

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 Crédit 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...

2. Quel est le rôle de ces nouveaux investisseurs et d'un ensemble de fonds d'investissement qui ne cessent de défrayer la chronique en particulier les fonds souverains ?

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 :

(LBO « Leverage Buyout » et 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 2000 milliards de \$. Ainsi, le renforcement des fonds propres de ces assureurs crédit est devenu un enjeu stratégique pour l'ensemble de la finance mondiale ; même Warren Betty a proposé d'y contribuer !

Quant aux fonds souverains, ce sont des fonds d'Etat (Chine, Russie, Singapour, Norvège, pays pétroliers) qui sont venus à la rescousse de grandes institutions financières comme la City Bank et Merrill Lynch. Ce sont des fonds qui inquiètent les pays de l'OCDE, ils souhaitent éviter qu'ils ne soient utilisés à des fins géopolitiques, mais en même temps, ils sont nécessaires à l'équilibre financier international dans la mesure où il est prévu que leur montant dépasse celui des réserves officielles en 2012. La question de l'heure est l'élaboration d'un code de bonne conduite pour s'assurer de leur transparence et bonne gouvernance.

La globalisation financière n'est pas un phénomène nouveau mais les ressorts de celle que nous vivons sont plus complexes vu la diversité des acteurs, la multiplicité des produits et des nouvelles catégories d'actifs.

3. Comment expliquez-vous leur formidable développement et les montants jamais égalés des sommes en jeu ?

Leur développement est lié à des facteurs macro-économiques : abondance de liquidités mondiales dues à l'explosion des réserves de changes 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 rentables 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.

4. Les soubresauts de la finance ont également touchés les banques accusées d'avoir participé à la diffusion de la crise financière, sachant

que la croissance par endettement a été la caractéristique de ces dernières années. Comment peut-on les situer dans ce processus ?

Il faut commencer par souligner que l'activité bancaire s'est profondément transformée et les frontières entre financement bancaire et financement de marchés se sont beaucoup estompées parce que les banques sont elles mêmes devenues des acteurs majeurs du marché des capitaux. A grands traits, elles sont présentes dans les trois grands domaines de la finance : banque, Assurance et gestion des titres.

Le métier de banquier concerne la banque de détail au service d'une clientèle segmentée particuliers / entreprises avec une évolution vers la banque en ligne. Le second pôle d'activité concerne la banque de financement et d'investissement axé sur l'ingénierie financière dans trois domaines ; la corporate finance, comme par exemple, les fusions acquisitions, les introductions en bourse, les crédits syndiqués etc..., l'activité de marché financier et enfin les activités liées aux échanges internationaux.

Quant au métier de la bancassurance, il s'appuie sur le réseau de distribution des banques et donc sur la banque de détail.

Enfin, la gestion des titres concerne la gestion pour compte de tiers qui peut concerner des actifs comme les SICAV et les FCP et dont les opérations sont réalisées par des traders au sein du front office ; ces opérations peuvent être à vocation de placement, de couverture ou de spéculation. Les banques qui ont eu des problèmes sont celles qui ont des fonds d'investissement engagés sur le segment des subprimes, c'est-à-dire, celles qui ont voulu des rémunérations plus élevées mais risquées ; sauf que les arbres ne peuvent pas monter jusqu'au ciel !

Le problème qui se pose est celui de la supervision d'entités engagées sur plusieurs métiers et dans plusieurs pays. Les méga banques posent le problème de la stabilité du système financier international. Face aux risques systémiques, les banques centrales sont intervenues et de grandes institutions financières ont été contraintes à accepter leur sauvetage par les fonds **souverains**.

5. Comment peut-on analyser l'impact de cette crise qui est partie du secteur de l'immobilier, y a-t-il une corrélation entre les prix de l'immobilier aux Etats-Unis, en Europe 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.

6. Est-ce que cette crise va se propager à l'ensemble de l'économie américaine et même Européenne ? et surtout va-t-elle toucher le reste du monde ?

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 ; donc 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.

La question débattue actuellement est celle du découplage des économies. 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, les certitudes concernent la hausse du risque de crédit du fait de la réduction des marges des entreprises confrontées à des risques de liquidités et de refinancement.

7. Quels sont les principaux enseignements à tirer ?

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 ; à 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 approprié 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 ?