

LA CRISE FINANCIÈRE ACTUELLE POURQUOI LE SYSTÈME A-T-IL DÉRAILLÉ ? RÉFLEXIONS SUR LA TITRISATION

JACQUES DE LAROSIÈRE
Conseiller du président, BNP Paribas

Depuis août 2007, le système financier mondial s'est disloqué et nombre de ses différents compartiments sont, tour à tour, affectés par la crise. Pourquoi les choses ont-elles déraillé de la sorte ? La question dépasse l'intérêt historique d'une description des causes de la crise. Avant de proposer des solutions, il est nécessaire, en effet, de bien comprendre la nature des problèmes et de distinguer les aspects spécifiques qui l'expliquent. C'est ce que je m'efforcerai de faire brièvement en m'attachant à trois notions-clés :

- l'abondance globale de liquidités et la perte du « sens du risque » ;
- l'abus de la titrisation et ses conséquences ;
- l'environnement réglementaire et comptable.

Je conclurai par quelques considérations sommaires sur les orientations qui s'imposent.

L'abondance globale de liquidités et la perte du « sens du risque »

■ L'abondance des liquidités

Quelles que soient les définitions retenues (différents agrégats monétaires ou encours de crédit), la quantité de monnaie et de crédit a progressé, depuis une dizaine d'années, significativement plus vite que la croissance économique nominale¹. Même si les théoriciens ont démontré qu'il fallait être prudent dans l'interprétation de l'évolution des agrégats monétaires, il n'en reste pas moins que, sur le

moyen/long terme, la relation liquidité/inflation reste pertinente.

Pourquoi les banques centrales ont-elles laissé la liquidité exploser ?

Deux facteurs essentiels ont joué.

La modération de la hausse des prix à la consommation (favorisée elle-même par les innovations technologiques et par les importations de biens et de services à bas coût de main-d'œuvre en provenance des pays émergents) a peut-être incité les responsables de la politique monétaire à « baisser la garde ». Puisque l'inflation était modérée, pourquoi prendre le risque – par une politique monétaire plus rigoureuse – de freiner la croissance ? Ce qui revient à dire que la forte inflation des actifs constatée depuis quelques années (immobilier, actions, obligations, or, matières premières...) n'a pas été suffisamment prise en compte par les banques centrales dans leur politique.

L'autre facteur tient au dérèglement du système monétaire international. On sait que les États-Unis ont pris l'habitude, depuis des années, de financer à crédit leur consommation. Les déficits extérieurs américains ont été systématiquement financés par les excédents commerciaux du Japon et des pays émergents. Ce processus – qui a abouti à une accumulation sans précédent de réserves en dollars chez les pays émergents (plus de trois trillions de dollars contre moins d'un trillion en 2000) – a été un facteur direct de la croissance de la liquidité mondiale. En effet, la plupart des économies en excédent de balance des paiements courants ont veillé à contrecarrer l'appréciation – normale – de leurs monnaies en intervenant sur le marché des changes pour fixer ou stabiliser leur parité vis-à-vis du dollar. Or, ces interventions se sont traduites par une poussée considérable de la liquidité globale et par une politique monétaire plus accommodante ².

■ La perte du « sens du risque »

Dans ce contexte « d'argent facile » et de taux d'intérêt bas ³, il était tentant tout à la fois d'emprunter et de prêter. D'où l'explosion du crédit à laquelle on a assisté.

L'octroi de financements aisés s'est, malheureusement, accompagné d'une détérioration de la qualité du crédit. La concurrence entre institutions financières étant vive, il fallait, pour attirer les emprunteurs, leur accorder des conditions favorables. Les marges qui, normalement, permettent aux banques de se protéger des aléas éventuellement subis par certains de leurs clients, ont été fortement réduites. Cette insuffisante discrimination dans les conditions de financement offertes a été l'une des causes profondes de la crise actuelle.

Plus grave encore, un certain nombre d'institutions financières ont souhaité, malgré tout, accroître leur rémunération en accordant des crédits risqués à plus forte marge. Afin d'attirer les investisseurs – au moyen de la titrisation de ces crédits – en leur accordant des rendements supérieurs aux faibles taux d'intérêt ambiants, nombre d'institutions financières les ont incités à prendre des risques démesurés. C'est

le cas, on le verra, des crédits hypothécaires dits « *subprimes* » aux États-Unis ⁴.

En résumé, trop de liquidité, des taux d'intérêt trop bas et un appétit excessif pour des risques mal mesurés... Cette configuration est loin d'être unique dans l'histoire financière. Elle se traduit toujours, au moment où l'euphorie s'arrête, par des défauts sur les crédits et donc par des difficultés pour celles des institutions financières qui sont surexposées. C'est ce qui s'est passé, une fois de plus, à l'été 2007.

Mais la crise actuelle comporte aussi des aspects plus spécifiques qui en expliquent la gravité exceptionnelle.

L'abus de la titrisation et ses conséquences

■ L'expansion de la titrisation

Depuis une vingtaine d'années, le système financier est passé d'un modèle « intermédié » (dans lequel les banques jouaient le rôle prédominant en prêtant directement à leurs clients et en conservant ces crédits à leur bilan) à un système de marché (dans lequel le marché financier assure l'essentiel des financements).

Dans ce contexte, les entreprises ont eu tendance à se financer, toujours davantage, directement sur les marchés financiers en émettant des obligations. Mais, depuis quelques années, les institutions financières elles-mêmes sont devenues de plus en plus dépendantes des marchés. Au modèle de l'intermédiation classique, s'est graduellement substitué celui du « *originate and distribute* » (« origination-distribution »). Ce mécanisme consiste pour les banques à titriser les crédits qu'elles accordent en les transformant en « titres » qui sont offerts sur le marché à des investisseurs en quête de placements (fonds de pensions, Sicav, sociétés d'assurances...). Ces titres ont revêtu des formes diverses. Les CDO (*collateralized debt obligations*) – liés à l'explosion des « *subprimes* » – ont

notamment vu leur encours progresser considérablement au cours de ces dernières années⁵. Ce modèle d'activité, celui-là même des banques d'investissement, s'est ainsi fortement développé.

Ce phénomène a joué un rôle majeur dans l'explosion du crédit évoquée précédemment. En effet, les banques sont limitées dans l'octroi de crédits car elles doivent respecter les ratios internationaux (règles de Bâle) entre leurs fonds propres et leurs engagements. La titrisation, qui permet aux banques de sortir de leur bilan les prêts qu'elles ont « initiés », a de fait accru le multiplicateur de crédit en accélérant la rotation des bilans⁶.

Cette poussée de la titrisation a, sans doute, contribué à la croissance économique mondiale des dernières années. L'idée reçue, jusqu'à l'été 2007, était aussi que ce phénomène, en dispersant le risque entre de nombreux investisseurs de par le monde, renforcerait la solidité du système bancaire.

Mais la titrisation, qui s'est accompagnée d'une grande sophistication de produits financiers de plus en plus innovants, a été l'objet d'un certain nombre d'abus et de déviations qui n'ont guère été perçus à l'époque.

En premier lieu, la facilité qu'ont les institutions financières de pouvoir vendre des crédits aux marchés comporte une tentation : celle d'accorder moins d'attention à la qualité propre des crédits en cause (puisque les institutions en question ne les conservent plus à leur bilan). Or, il est de fait que les critères d'octroi de crédits se sont dégradés depuis quelques années. L'exemple du « *subprime* » aux États-Unis est, à cet égard, quasiment caricatural. On ne s'explique pas que certaines institutions financières aient pu accorder – sans même se préoccuper des revenus de leurs clients – des crédits hypothécaires aussi risqués. Il est probable qu'elles ne l'auraient pas fait dans de telles proportions si elles avaient dû conserver ces engagements sur leurs livres. Le lien entre titrisation et dégradation de la qualité des crédits a, du reste, été récemment confirmé par des travaux scientifiques⁷. Or, cette dégradation de la qualité des crédits a joué un rôle majeur dans la montée des défaillances d'emprunteurs « *subprimes* », défaillances qui ont été le « déclencheur » de la crise.

En second lieu, la titrisation a contribué au développement d'un vaste « système bancaire parallèle » non contrôlé qui a joué un rôle déterminant dans la crise. En effet, les banques, par définition contraintes par leurs obligations de fonds propres, ont trouvé des partenaires financiers désireux de profiter de rémunérations plus élevées sur des crédits risqués. Pour leur part, ces partenaires ne sont en rien limités par des ratios prudentiels. Tels sont les « *hedge funds* » et autres « véhicules » spécialisés qui disposent de très peu de capital et ne sont pas soumis à contrôle. Ces fonds ont donc contribué, en empruntant lourdement auprès des banques pour acheter un volume massif et croissant de produits financiers, à augmenter « l'effet de levier » du système (si une banque ne peut prêter par exemple que douze fois ses fonds propres, les véhicules et fonds en question ont souvent engagé vingt, trente ou même cinquante fois, ou davantage, leur capital), et cela dans un environnement de liquidités abondantes, animé et arbitré par les banques d'investissement. C'est le caractère excessif et opaque de cet effet de levier qui a été l'une des faiblesses les plus graves du système. Il faut bien comprendre que les « non-banques » ont recouru, pour financer leurs achats de produits titrisés, à des crédits accordés par les banques mais aussi par le marché des effets à très court terme (en grande partie alimenté par des investisseurs institutionnels)⁸. La chute de la valeur (et des notations) des actifs, consécutive aux défauts observés sur le « *subprime* » en 2007 a provoqué chez les investisseurs de base (sociétés d'assurances, Sicav, etc.) un mouvement de panique. Tous se sont mis à vendre leurs parts dans les fonds et les titres considérés – souvent à tort – comme suspects, ce qui a précipité leur baisse. Dans le même temps, ces investisseurs refusaient de renouveler les facilités de financement à court terme dont dépendaient les fonds divers qui constituaient le « système bancaire parallèle ».

Mais le problème dépasse la relation fonds/investisseurs. Il concerne aussi les banques. Nombre de banques avaient, en effet, créé et « sponsorisé » des conduits ou des véhicules spéciaux hors bilan pour abriter les produits financiers qu'elles avaient émis ou montés pour le compte de tiers. Elles ont dû soit honorer les lignes de crédit qu'elles avaient pu

consentir à ces conduits afin de se substituer aux investisseurs qui ne souscrivaient plus aux instruments de refinancement, soit directement reprendre dans leur bilan les instruments en question. D'où les problèmes de pertes sur la valeur des actifs sous-jacents et les problèmes d'insuffisance des fonds propres rencontrés par certaines institutions qui s'étaient engagées trop loin dans la voie des opérations hors bilan⁹.

On voit ainsi que la dégradation des critères d'octroi de crédit, favorisée par la titrisation, a affaibli le système financier dans son ensemble. Celles des institutions financières qui croyaient s'être défaites de crédits risqués et coûteux en termes de fonds propres sont aujourd'hui tenues – ne serait-ce que pour des motifs de réputation – d'en reprendre une grande partie à leur bilan. Or, cette « réintermédiation », involontaire, a des conséquences évidentes sur la capacité des banques à consentir de nouveaux crédits. « *La titrisation, supposée être un nouveau modèle destiné à mieux distribuer le risque et la sécurité, a finalement distribué la peur.* », a-t-on pu écrire récemment¹⁰.

Mais, ces aspects techniques, assez nouveaux dans la mesure où la titrisation n'avait jamais atteint les proportions actuelles, n'ont pu se développer que dans un contexte réglementaire et comptable favorable.

L'environnement réglementaire et comptable

■ Les dispositions réglementaires ont permis le développement d'un « système bancaire parallèle »

Depuis vingt ans, les banques commerciales ont été soumises à des obligations prudentielles de plus en plus précises. On connaît la sophistication des règles de Bâle II entrées en vigueur en 2008 en matière d'évaluation des risques par rapport à celles de Bâle I (1987). Ce système réglementaire concentre une bonne partie de ses efforts sur une capitalisation

adéquate des banques. Mais il ne touche ni les banques d'investissement réglementées sur des bases différentes, ni surtout l'univers, de plus en plus étendu, du système bancaire parallèle¹¹. Or, ces « non-banques » sont, par essence, plus fragiles : la plupart ne disposent en effet ni d'une base de dépôts ni de fonds propres suffisants. Étant donné qu'elles ne sont pas contrôlées comme des banques, un immense « arbitrage réglementaire » s'est produit des banques vers les non-banques. Or, on l'a vu, les banques parallèles, qui prenaient le même type de risques que les banques commerciales sans connaître leurs contraintes en matière de ratios de fonds propres, étaient tributaires pour assurer leur liquidité des marchés à très court terme. Dès que ceux-ci se furent taris, les « non-banques » ont subi la crise de plein fouet. Il en a été de même pour les banques d'investissement dont les positions d'arbitrage ont été déjouées et les capacités d'écoulement des produits structurés brutalement stoppées. Cela a joué aussi, dans une certaine mesure, pour les banques commerciales¹².

■ La notation des produits financiers complexes a été défectueuse

Les agences de notation – qui ont l'habitude de bien évaluer les sociétés – ont entrepris de noter les produits financiers complexes, objet de la titrisation. Ces produits mêlent souvent des tranches de qualité variable dans un même instrument.

De fait, les notations se sont, très souvent, avérées défectueuses. Le cas des « *subprimes* » est emblématique à cet égard. Des notes excellentes (3A) ont été accordées à des obligations à base de « *subprimes* », pourtant très risquées. Les notations étaient, en effet, fondées sur le découpage des actifs sous-jacents en tranches de risque définies sur la base de probabilités de défaut tirées de l'expérience passée, et non sur les risques potentiels qui étaient aggravés par le début du retournement du marché immobilier et par la sortie graduelle des « périodes de grâce » accordées initialement aux emprunteurs hypothécaires.

Or, dans l'euphorie des marchés des années récentes, les investisseurs institutionnels (fonds de pension,

Sicav...) se reposaient essentiellement, pour leur choix d'actifs, sur les notes données par les agences spécialisées.

Ces dernières étaient souvent, du reste, dans une situation de conflit d'intérêts. Rémunérées pour leurs notes par les institutions financières qui « distribuaient » les produits titrisés, elles étaient aussi consultées (et rémunérées) pour l'avis qu'elle donnaient sur la confection de ces produits. Cette dualité de fonctions est évidemment malsaine.

■ Les règles comptables

Depuis 1993, le système comptable des sociétés aux États-Unis a adopté le principe de la « *fair value* » qui consiste à évaluer constamment les actifs au bilan à la valeur du marché (même pour les titres et les crédits conservés par les banques d'investissement jusqu'à l'échéance).

Sous la pression de la communauté des « méthodologues » comptables, ce système a été également adopté plus récemment par l'Europe, même si l'opposition des banques françaises a permis d'en limiter les effets en autorisant, dans le cadre d'une exception qui doit être revue, de conserver pour certaines catégories de bilans bancaires – les prêts et dépôts de clientèle par exemple – une comptabilisation au coût historique. Or, il résulte de l'adoption générale de la « *fair value* » une aggravation mécanique de la crise.

En effet, pendant la période d'euphorie des marchés, les actifs détenus par les banques ont été fortement revalorisés du fait de la hausse des bourses, générant ainsi des profits importants et indirectement des fonds propres supplémentaires. Les banques, qui cherchent en général à conserver leur coefficient multiplicateur, ont donc été incitées à accorder davantage de crédits sans que cela se traduise par une détérioration de leurs ratios de solvabilité. Ce fonctionnement a contribué à l'expansion générale du crédit.

Mais, quand les marchés se sont retournés et que les valeurs ont baissé (actions, produits financiers, immobilier...), l'effet inverse s'est produit. Les pertes engendrées ont affaibli le niveau des fonds propres alors que, au même moment, la réintermédiation

provoquait des exigences réglementaires nouvelles, obligeant les banques à réduire leur distribution de nouveaux crédits pour satisfaire leur ratio de solvabilité. Le « *credit crunch* » qui en a résulté aggrave évidemment les effets de la crise financière sur l'économie réelle.

Les inconvénients « procycliques » de la « *fair value* » et les difficultés qu'elle rencontre lorsque la liquidité du marché disparaît sont tels que l'on voit aujourd'hui, aux États-Unis, certaines grandes institutions financières chercher à remettre en cause ou à adapter ces principes¹³.

De ces considérations découlent naturellement certaines orientations. Voici quelques-unes des pistes possibles :

- reconnaître à la politique monétaire son objectif fondamental de lutter contre l'inflation au sens large du terme (même si celle-ci se manifeste dans des bulles d'actifs) ;
- corriger les déviations et dysfonctionnements du système monétaire international qui permettent aux pays excédentaires d'empêcher, au moyen d'interventions massives, le marché d'apprécier leurs devises ;
- mieux prendre en compte la gestion de la liquidité des banques par la supervision bancaire (une banque comme Northern Rock en Grande-Bretagne était presque exclusivement dépendante du marché monétaire pour financer ses crédits immobiliers à long terme, cette excessive « transformation » ne semblant pas avoir été décelée à temps) ;
- que les banques redonnent à l'évaluation et à la gestion des risques la place primordiale qui leur revient : que les risques soient conservés ou non à leurs bilans, les crédits doivent être l'objet de la même vigilance ; à cet égard, les incitations en matière de rémunération – trop axée aujourd'hui sur les gains à court terme – devraient être mieux centrées sur la qualité des risques et la performance à long terme ;
- redonner confiance aux marchés en corrigeant les abus de la titrisation ; dans ce but, les institutions financières qui titrisent doivent expliquer clairement les risques présentés par les produits qu'elles proposent au marché, et décider publiquement d'en conserver

(ou non) une partie à leur bilan ou d'en assurer (ou non) la liquidité¹⁴ ;

- soumettre le système bancaire parallèle à des obligations de transparence (notamment sur son endettement) ;
- que les États-Unis restructurent leur marché hypothécaire sans exacerber le « hasard moral » et soumettent, enfin, à contrôle les banques qui distribuent ces crédits¹⁵ ;

- que les agences de notation revoient leur méthodologie et ne soient plus autorisées à noter les produits qu'elles aident à fabriquer ;

- que les systèmes comptables s'inspirent de notions plus saines et fondamentales (revenir à la distinction entre le « *trading book* » qui doit être coté à la valeur de marché et le « *banking book* » conservé jusqu'à l'échéance qui devrait être comptabilisé à la valeur d'entrée) ; permettre le transfert dans une catégorie intermédiaire couvrant des opérations s'inscrivant dans une gestion à moyen terme strictement contrôlée, comptabilisée au prix de revient avec étalement des revenus ;

- mieux prendre en compte le caractère « systémique » des crises financières dans un monde globalisé ; c'est ainsi que la crise du marché américain du « *subprime* », d'une dimension relativement limitée, s'est propagée (du fait de l'interconnexion des marchés et de la diffusion d'instruments financiers collatéralisés) à l'ensemble des places dès que la confiance des investisseurs a été atteinte ; d'où la nécessité de solutions mondiales à la crise ;

- préserver les aspects positifs de la titrisation qui devrait continuer à jouer un rôle important ; à ce sujet, il est heureux de constater que la partie la plus saine et à court terme du marché des « *asset backed commercial paper* » est en train de reprendre¹⁶ ; il faut donc se préoccuper des problèmes posés par la titrisation de produits moins sains et plus longs, notamment dans le domaine hypothécaire (traditionnels sur les marchés anglo-saxons), et qui nécessitent des solutions en matière de liquidité telles qu'évoquées plus haut ;

- enfin, « savoir raison garder » ; la plupart des recommandations suggérées ci-dessus ne requièrent pas nécessairement davantage de réglementations mais plus de bon sens et de rigueur dans l'application

des règles existantes ; nombre des améliorations nécessaires devraient être le résultat de principes et de « bonnes pratiques » à mettre au point par l'industrie elle-même.

Ce qui est encourageant, à cet égard, c'est que certaines grandes banques internationales ont su se tenir à l'écart des excès de la titrisation, ne pas s'engager dans le « *subprime* » et conserver un équilibre entre les activités de banque de détail, de marchés et de gestion d'actifs. Cela montre que le souci de la connaissance, de l'évaluation et de la gestion du risque reste le devoir premier de tout banquier et que l'euphorie n'est pas, pour tous, synonyme de démesure.

Notes

1. L'agrégat monétaire global le plus large (*broad money*) en % du PIB nominal est passé de 100 en 1995 à 130 en 2007. En ce qui concerne le crédit au secteur privé, il a progressé de 100 à 137 pendant la même période (soit plus d'un tiers de croissance réelle), BRI, Banque des Règlements Internationaux.

2. On a calculé (voir NBER Working Paper n° 12560-2006) que si, pendant un an, les États émergents en excédent s'étaient abstenus d'acheter des bons du Trésor américains, les taux d'intérêt aux États-Unis auraient augmenté de cent points de base.

3. Entre 2001 et 2003, les taux d'intérêt réels américains, corrigés des attentes inflationnistes, se sont avérés négatifs.

4. Les clients « *subprimes* » sont caractérisés par le fait qu'ils présentent une forte probabilité de ne pouvoir rembourser leurs emprunts notamment en cas de retournement du marché immobilier (marché qui fut exubérant jusqu'en 2005-2006 et dont on savait qu'il était condamné à se retourner).

5. Les « *credit default swaps* » (CDS) ont également joué un rôle majeur dans l'expansion des marchés financiers et dans le développement des instruments de transfert et de couverture des risques de crédit (en termes réels, les quarante trillions de dollars de CDS au 1er semestre 2007 représentaient 1,2 fois le PIB des pays de l'OCDE, Organisation de coopération et de développement économiques, c'est-à-dire quatre fois le ratio du 1er semestre 2004).

6. Voir : « Défis de la politique monétaire dans un monde globalisé », Jacques de Larosière, *The Banker*, printemps 2007.

7. Voir Claudio Borio : « The financial turmoil of 2007 : preliminary assessment and some policy considerations », BRI, mars, 2008. Cet article se réfère aux travaux de Benjamin, J.T. Mukherjee, A. Seru et V. Vig (2008) : « Did securitization lead to lax screening ? Evidence from subprime loans 2001-2006 ».

8. Les CDO, notamment à base de crédits « subprimes », acquis à crédit par un certain nombre de fonds, ont souvent servi de « capital » à ces fonds, ce qui leur a permis d'étendre leurs opérations.

9. Citibank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS ont recouru dernièrement, à hauteur de quelque cinquante milliards de dollars, à des « fonds souverains » de pays émergents pour renforcer leur capital.

10. Claudio Borio, *op. cit.*

11. Dans cette expression, il faut compter non seulement les « hedge funds », « conduits » et « véhicules » divers, mais également les investisseurs de toutes natures (dont certaines

sociétés d'assurances) qui échappent naturellement au contrôle bancaire.

12. Les véhicules bancaires hors bilan (financés à moins d'un an) étaient exemptés du ratio de solvabilité lorsqu'ils ne faisaient pas l'objet d'une ligne de crédit consentie par la banque ayant institué le véhicule. Mais nombre de banques ont dû, en fait, soutenir ces structures qui engageaient leur réputation.

13. Voir *Financial Times* du 14 mars 2008 : « AIG urges rethink of "fair value" accounting ».

14. On pourrait aussi songer à transférer la négociation de certains produits structurés, après standardisation, aux bourses et organismes de compensation réglementés.

15. En France « l'obligation de conseil » qui s'impose légalement aux banques n'aurait pas permis les abus constatés aux États-Unis en ce domaine.

16. Ainsi, le volume du marché des « asset backed commercial paper » en France a doublé depuis un an passant de vingt à quarante milliards d'euros environ, du fait de la qualité intrinsèque des instruments en question et de leur éligibilité comme « collatéral » aux opérations de la Banque centrale européenne (BCE).

