

# La crise du subprime devient une crise de confiance

La crise financière s'est aggravée ces dernières semaines. Pour quelles raisons ? Quels sont les mécanismes qui ont entraîné sa propagation ? Avec quelles conséquences ? Nous faisons le point sur les derniers développements de la crise.



## ■ De bons crédits dont personne ne veut, du moins pour l'instant

Les problèmes que rencontrent un certain nombre de banques ne sont pas uniquement liés à de mauvais crédits, pour lesquels il y a défaillance de l'emprunteur, mais également à de bons crédits pour lesquels il n'y a pas de défaillance, mais dont le prix, si l'on s'en défait, a fortement chuté. Cette forte baisse des prix s'explique par l'incertitude quant au niveau de risque encouru et par la perte de liquidité du marché où les acteurs ne se prêtent plus aussi aisément de l'argent, craignant de ne pas être remboursés et de ne pouvoir trouver le financement dont ils auraient éventuellement besoin dans les semaines à venir. Aujourd'hui, les banques se montrent plus méfiantes les unes envers les autres. Une telle situation entraîne une paralysie de l'ensemble du système.

Les mécanismes de transfert et de partage des risques au travers de techniques dites de titrisation ont entraîné une propagation de la crise. La titrisation permet de céder à un tiers les prêts accordés par une banque. L'intérêt de cette cession est de rassembler un nombre élevé de prêts, avec des profils de risque de non-remboursement différents, pour

les partager entre une multitude d'investisseurs et réduire le niveau global de risque. Ces prêts portent sur de l'immobilier, avec notamment des prêts de la catégorie « *subprime* », mais aussi sur d'autres activités, comme le financement de voitures ou de cartes de crédit. Le tiers qui acquiert ces crédits est souvent un véhicule financier *ad hoc*, adossé à une institution financière, mais sans figurer sur le bilan de celle-ci pour contourner les limites de crédit imposées par les autorités de contrôle. Pour financer cet achat, le véhicule financier va émettre des obligations de type ABS ou MBS (*Asset & Mortgage Backed Security*) constituées de « tranches » auxquelles sont attachés différents degrés de risque et également de rémunération. Si un créancier fait défaut, les tranches inférieures, avec le plus de risques, subissent les pertes en premier et ainsi de suite jusqu'aux tranches les moins risquées. Une agence de notation (ou de *rating*) est chargée de qualifier le niveau de risque de chaque tranche. Dans une période de taux d'intérêt bas, des investisseurs de tout type, des banques, des assureurs, des fonds de pension, de partout dans le monde, ont largement souscrit à ces produits qui offraient



Etienne de Callatay, Chief Economist à la Banque Degroof et Jacky Goossens, Responsable de la stratégie de gestion du Private Banking à la Banque Degroof.



©iStockphoto

un surcroît de rendement. La proportion des crédits hypothécaires titrisés est très importante. Sur les 10.000 milliards de dollars d'encours de crédits hypothécaires fin 2006 aux Etats-Unis (dont un sur dix est *sub-prime*), 56 % sont titrisés. Ces cinq dernières années, l'encours titrisé des prêts risqués a été multiplié par quatre.

Si la titrisation permet *a priori* une meilleure répartition des risques, elle présente aussi des inconvénients. D'abord, en cas de difficulté de paiement, elle rend la restructuration des crédits plus difficile, voire impossible. Là où dans le temps le problème était résolu de manière bilatérale entre le client emprunteur et « son » banquier par un échelonnement du crédit, avec la titrisation, la seule voie possible est souvent la saisie et la vente forcée du bien, destructrice de valeur tant pour l'emprunteur que pour le créancier, et qui en outre a tendance à autoalimenter la crise. Ensuite, si auparavant les institutions qui avaient initié les crédits supportaient les conséquences de leurs mauvais prêts, ce n'est plus que partiellement le cas aujourd'hui. Certaines d'entre elles sont donc moins regardantes sur ce qu'elles proposent à leurs clients et sur la capacité des clients à faire face

## Si les banques ne se prêtent plus d'argent entre elles, l'ensemble du marché du crédit aux entreprises et particuliers est touché

à leurs obligations puisque, *in fine*, ce ne sont plus elles qui supporteront l'essentiel des conséquences de leurs erreurs de crédit.

### ■ Paralyse du système

La plupart des banques ont des soldes à prêter ou à emprunter quotidiennement en fin de journée. Celles qui ont des excédents de liquidité les prêtent à celles qui en ont temporairement besoin sur le marché dit interbancaire. En raison de la méfiance fortement accrue quant à la fiabilité de l'emprunteur et quant à son propre accès potentiel à des liquidités, les banques en excédent ne prêtent plus aussi facilement à celles en déficit. En outre, des lignes de crédit sont coupées. Pour faire face, certaines banques doivent vendre des actifs, mais comme de nombreux acteurs de l'industrie bancaire sont confrontés aux mêmes difficultés au même moment, il y a une réduction des volumes de transaction et une pression à la baisse sur les prix.

Il faut savoir que le marché des instruments de crédit fonctionne différemment de celui des actions en ce qu'il s'agit d'un marché qui pour une bonne partie est un marché entre institutions financières. Or, comme celles-ci cherchent à maintenir leur liquidité, elles ne se portent pas acquéreurs de ces instruments, ou alors à des prix fortement décotés. Cela a pour effet que l'on trouve aujourd'hui sur le marché des obligations d'émetteurs sérieux qui se traitent avec une prime de risque dont le niveau est d'habitude celui des actions.

### ■ Nouvelles normes comptables

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, les sociétés cotées européennes et leurs filiales doivent établir leurs comptes selon les nouvelles normes comptables internationales IFRS. Ces nouvelles normes ont eu un impact particulier

sur le secteur financier dans la mesure où elles obligent les banques à revaloriser une grande partie de leur bilan au prix du marché. Comme certaines catégories d'actifs ont des cours fortement dépréciés pour les raisons expliquées ci-dessus, de nombreuses banques ont dû acter des moins-values, voire même prendre des provisions liées à des défauts probables.

Le fait est que les moins-values amputent les fonds propres, mais ne représentent pas nécessairement des pertes économiques. Il faudrait que les taux de défaillance augmentent encore beaucoup pour que ceux qui détiennent ces instruments de crédit jusqu'à maturité subissent des pertes effectives à la mesure des moins-values actuelles.

Quoi qu'il en soit, ces nouvelles règles ont eu pour effet de diminuer les fonds propres de nombreux établissements bancaires, suscitant des inquiétudes quant à leur solvabilité. Nombreux sont ceux qui se sont étonnés que, dans le même temps, les régulateurs nationaux continuaient à délivrer un message rassurant.

aux prix de marché ont conduit tout récemment les autorités de contrôle à infléchir le champ des secondes, ce qui est favorable même si cela ne sert pas la cause de la transparence ou de la stabilité.

### ■ *L'économie en phase de sérieux ralentissement*

Le manque de liquidité du marché interbancaire et de financement à long terme incite les banques à réduire les masses de crédit octroyées tout en relevant les marges. Si les banques ne se prêtent plus d'argent entre elles, l'ensemble du marché du crédit aux entreprises et particuliers est touché. On risque dès lors de se retrouver dans une situation de *credit crunch*, c'est-à-dire où l'accès au crédit est rendu très difficile. Si les entreprises ne sont plus financées par les banques, cela signifie moins d'investissement et donc moins de croissance économique. Les crédits qui arrivent à échéance risquent de ne plus être refinancés ou de l'être à des conditions moins favorables, entraînant un recul de l'activité.

mesure qu'antérieurement. A court terme, l'impact sera sévère. Le FMI a revu ses attentes de croissance de manière spectaculaire au début du mois d'octobre. Pour 2009, le Fonds s'attend désormais à une croissance de 0,1 % aux Etats-Unis et de 0,2 % dans la zone euro.


### ■ *Les moyens d'en sortir*

Il y a plusieurs niveaux d'intervention possibles pour faire face à la crise. Il y a d'abord les banques centrales qui injectent des liquidités dans les marchés pour permettre aux banques de continuer à fonctionner. Elles ont également eu recours au levier de la politique monétaire en baissant leurs taux, notamment lors d'une action spectaculaire menée de concert le 8 octobre. En la matière, elles disposent encore de cartouches, en particulier en Europe. Les banques centrales ont également soutenu les banques en élargissant la gamme des actifs qu'elles prennent en garantie en échange des financements octroyés aux banques. Ensuite, les gouvernements, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, ont eu recours à un large arsenal de mesures pour venir au secours de banques en difficulté. Ces mesures vont de l'injection de fonds (actions ordinaires, actions privilégiées, dette subordonnée) à la nationalisation pure et simple en passant par la garantie sur les dépôts et les emprunts interbancaires ou la mise en place de structures de défaillance (type plan Paulson avec des fonds étatiques qui rachètent les crédits toxiques). On peut également s'attendre à la mise en place de mesures de relance budgétaire afin d'apporter un soutien à la consommation. Enfin, les régulateurs ont également leur rôle à jouer. Certains d'entre eux ont déjà revu les normes comptables afin de revenir à un système qui reflète davantage l'activité économique sous-jacente de l'entreprise sur le long terme que le *mark-to-market*. Et puis, il faudra bien entendu se pencher sur les mesures à prendre pour empêcher la répétition de ce qui s'est passé, qui iront du mode de rémunération du *management*, pour mieux

## “ Nous assistons à la fin de certains excès du capitalisme, mais nous n'assistons pas à la fin du système capitaliste ”

Ceci s'explique par le fait que, pour apprécier la solvabilité des banques, les régulateurs ne regardent pas les fonds propres comptables, mais se basent sur des règles qui n'incorporent pas toutes les moins-values (tout dépend de la rubrique comptable dans laquelle ces moins-values sont prises). Cette dichotomie a incité des spéculateurs à jouer des valeurs à la baisse, ce qui n'a fait que renforcer le mouvement. Si les nouvelles normes comptables n'avaient pas été adoptées, il y a fort à parier que la crise actuelle aurait été moins forte. Les effets néfastes de l'interaction entre normes prudentielles et valorisations

Plus cette situation dure, plus l'impact de la crise sur l'économie réelle sera important avec des risques de voir des sociétés ou des personnes privées faire défaut. La consommation, important moteur de la croissance, devrait refluer. La crainte du chômage, la baisse des portefeuilles boursiers et la tentation d'épargner pour faire face à la crise vont nécessairement avoir un impact sur la consommation des ménages. Il est difficile d'évaluer l'impact de la crise sur la croissance à moyen terme, mais la perte de confiance et l'aversion au risque demanderont des années pour être corrigées. Si notre scénario à cinq ans demeure favorable, il l'est dans une moindre



“ La crise actuelle va faire un certain nombre de victimes, mais dans le même temps des sociétés vont en ressortir plus fortes ”

© Lee Prince - Fotolia.com

l'aligner avec les intérêts des actionnaires, à la gestion des risques, en interne et par les contrôleurs externes.

#### ■ *Quel impact sur la gestion de la Banque Degroof ?*

La Banque a maintenu ses investissements en actions dans la mesure où elle estime que même si la crise est profonde, elle ne durera pas une décennie et qu'il est impossible de déterminer à quel moment la panique qui a saisi les bourses refoulera. Nous assistons à la fin de certains excès du capitalisme, mais nous n'assistons pas à la fin du système capitaliste. Demain, il y aura toujours des sociétés qui fabriquent des biens ou offrent des services à des clients en mesure de les rémunérer. Ces sociétés continueront à faire des bénéfices qui seront redistribués aux actionnaires. Dans ce contexte, la diversification est plus importante que jamais. En effet, la crise actuelle va faire un certain nombre de victimes, mais dans le même temps des sociétés vont en ressortir plus fortes. C'est clairement le cas dans le secteur financier, qui devrait

radicalement évoluer, notamment dans son appréciation du risque. L'activité de crédit devrait être entourée de plus de sécurité en termes de montants octroyés et de marges de crédit plus confortables. Le crédit sera plus cher dans les prochaines années. Les activités lucratives de certaines banques basées sur la titrisation ou le levier vont fortement ralentir et on va revenir vers un modèle plus classique.

Le fait que nous soyons restés investis en actions implique une vigilance accrue dans l'analyse des risques des différents actifs détenus en portefeuille. La Banque a toujours adopté, et plus particulièrement aujourd'hui, une politique de grande prudence à cet égard. Globalement, une attention particulière est portée au risque consolidé d'émetteur. Nous regardons de près le niveau cumulé d'un émetteur au travers des différentes classes d'actifs que nous détenons : liquidités, obligations, structures financières et actions. Dans un environnement de crédit plus difficile, nous sommes particulièrement attentifs au niveau et à la structure (étalement des échéances) de l'endettement des entreprises. Les portefeuilles souffrent beaucoup

pour l'instant. Lors de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies en 2000, nous étions sous-investis en actions, car, à l'époque, le marché était cher. Avec la crise actuelle, nous ne sommes pas partis d'un tel sous-investissement, car les valorisations de 2007 n'étaient pas élevées. Nous avons tablé sur le fait que les maux à l'origine de la crise étaient d'ampleur limitée, que les mesures à prendre seraient prises à temps et que la raison l'emporterait. L'effet de contamination de l'éclatement de la bulle immobilière américaine sur l'ensemble du système financier a de ce fait été sous-estimé. Dans le cadre de la gestion globale du patrimoine de nos clients, nous gérons au quotidien l'allocation d'actifs en fonction de leurs besoins et attentes et de leur profil de risque. Nous conseillons le maintien d'une position *cash* suffisante pour couvrir un nombre d'années de dépenses courantes afin de ne pas devoir vendre des actifs à un moment inopportun, comme c'est le cas actuellement. De plus, nos portefeuilles sont particulièrement diversifiés, ce qui permet d'atténuer les effets des périodes turbulentes telles que celle que nous connaissons en ce moment. Dans le cadre de sa stratégie d'investissement, la Banque se base sur les fondamentaux (taux d'intérêts, bénéfices, croissance, etc.) à moyen et long terme. A cet égard, nous calculons les *returns* attendus pour les différents actifs en tenant compte de croissances futures raisonnables dans une optique de continuité du système économique tel que celui que l'on connaît aujourd'hui. Cette approche, qui donne un poids prépondérant à une vision dépassant l'horizon de court terme, mais sans être sourd ou myope face à l'environnement conjoncturel et financier de l'heure, a montré lors des crises précédentes qu'elle était la plus payante, permettant de dégager des surperformances et cela d'autant plus qu'il est très difficile de prévoir l'évolution des marchés à court terme. Nous sommes convaincus que cette approche reste la meilleure aujourd'hui.

Pb