

Crise hypothécaire :

Randall Dodd et Paul Mills

Pris isolément, chacun des multiples problèmes qui assaillent le marché américain des crédits hypothécaires aurait pu être réglé; leur conjonction provoque une crise qui se propage

LES CAUSES de la crise des crédits hypothécaires à risque sont bien connues. Elles commencent par des pratiques de financement hasardeuses qui sont devenues monnaie courante. Mais les dégâts se sont propagés à chaque étape du processus complexe par lequel un crédit hypothécaire à risque naît, puis se transforme en titre adossé à des actifs avant de devenir une composante d'un autre titre adossé à des créances avec flux groupés (CDO), qui est noté et vendu aux investisseurs.

Mais la question qui se pose est de savoir comment ces pertes se propagent à d'autres pans de la sphère financière internationale. Telle une épidémie provoquée par un virus inconnu qui infecte quantité de personnes et de communautés, la crise financière se répand lorsque les pertes subies par des intermédiaires sur un marché opaque font craindre des problèmes d'illiquidité et d'insolvabilité ailleurs. Tout comme une maladie infectieuse se transmet au contact d'une personne, d'un animal ou d'aliments infectés, la crise financière s'est propagée par l'interconnexion des marchés et des institutions, alors que d'autres en ont été largement exemptes.

Nous examinons les origines de la crise des crédits hypothécaires à risque et ses différents foyers dont certains peuvent surprendre par leur localisation, ce qui est le cas des marchés où les banques échangent des crédits, des billets de trésorerie (commercial paper) à court terme et des titres de collectivités territoriales.

Le virus américain

Il n'y a, *a priori*, rien de mal ou dangereux à prêter à des personnes à faible revenu ayant une note de crédit médiocre. Mais la prudence voudrait qu'en accordant un crédit hypothécaire à un client ayant ce profil, les prêteurs gèrent mieux le risque encouru en examinant de près la situation de l'emprunteur, en rehaussant les garanties requises et en appliquant des taux à la mesure de ce risque.

Mais trop souvent, les critères d'octroi des prêts se sont relâchés dans la récente vague de crédits hypothécaires à risque et «Alt-A» (catégorie intermédiaire entre la note «peu risqué» [prime] et «risqué» [subprime]). Plusieurs crédits hypothécaires ont été qualifiés de prêts «ninja», c'est-à-dire des clients «sans revenu, sans emploi et



effet de contagion

sans patrimoine». Plus encore, nombre de ces prêts hypothécaires ont été assortis de taux d'intérêt «imbattables» ou de conditions comme le remboursement des intérêts uniquement ou à clauses d'amortissement négatif, afin de les rendre plus abordables aux emprunteurs. C'est ce qui leur a permis d'obtenir des prêts plus importants, mais qui avait aussi pour effet d'alourdir la charge financière qu'ils auraient à supporter à l'expiration des taux d'appel «imbattables» ou à partir du remboursement du principal.

Ces pratiques hasardeuses de prêts reposaient sur la hausse rapide des prix de l'immobilier, qui n'avaient pas baissé aux États-Unis depuis les années 30. Ainsi, tout problème potentiel de remboursement serait considérablement atténué, voire effacé, par l'augmentation accélérée de la valeur des garanties sous-jacentes. Si l'emprunteur se retrouvait en défaut de paiement, l'augmentation de la valeur de son bien faciliterait un refinancement ou, en cas de saisie du bien, le remboursement du principal, des intérêts et des pénalités. Tant que les prix de l'immobilier augmentaient et que le ratio prêt/valeur continuait à diminuer, rien de grave ne pouvait arriver.

Le processus de titrisation des prêts hypothécaires (où les paiements au titre des intérêts et du principal sont transférés aux investisseurs par l'intermédiaire d'une fiducie) a accru les difficultés. Alors que tous les canaux de transmission, à savoir les titres adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed-securities (MBS)) émis par les entreprises parrainées par le gouvernement fédéral américain (government-sponsored enterprises (GSE)) — Fannie Mae et Freddie Mac — appliquent des critères de souscription normalisés, les MBS émis par les grandes sociétés de courtage de Wall Street obéissaient à des différents critères, ce qui a considérablement renchérit les coûts de traitement de l'information financière y afférente et la prime de maintien de la confiance. Le degré de diligence n'a pas été porté au niveau requis pour absorber la quantité d'information à traiter.

En revanche, les investisseurs se sont davantage fiés aux évaluations des agences de notation. Si ces agences ont une bonne réputation établie de longue date en matière de classement des obligations, force est de constater que les MBS et les CDO adossés à crédits hypothécaires à risque du marché de l'immobilier résidentiel étaient nouveaux et beaucoup plus complexes. Les CDO sont des titres de créance adossés à d'autres titres, prêts ou dérivés de crédits regroupés en «pools» dont les flux de trésorerie sont répartis en segments appelés tranches, avec différentes modalités de remboursement et de rendement.

Le marché des crédits hypothécaires à risque étant nouveau, on disposait de peu d'informations sur leur rendement, lacune qui se révélera particulièrement significative quand il s'agira de déterminer de quelle manière ces crédits hypothécaires — individuellement ou groupés — se comporteraient en période de tension économique. L'optimisme que suscitait l'évolution projetée des crédits hypothécaires a conduit, d'après les estimations, à la conversion de près de 90 % des prêts hypothécaires à risque titrisés en titres dotés de la note maximale AAA (FMI, 2008).

Les incitations que donnait le marché aux émetteurs des prêts, des titres, voire aux agences de notation, n'encourageaient pas à la retenue vis-à-vis de ces titres difficiles à comprendre. Ces incitations ont plutôt accru le volume des transactions et poussé à négliger les considérations de qualité des crédits et de prudence, tous les intervenants étant rémunérés pour conclure des contrats et considérant que quelqu'un d'autre — l'investisseur situé en bout de chaîne — prenait la totalité du risque.

La complexité de ces investissements structurés — découpant un titre en plusieurs tranches dont chacune est assortie d'un niveau de risque distinct et vendue séparément — a présenté des difficultés supplémentaires pour le processus de notation. Les modèles appliqués par les agences de notation se sont révélés incapables de prévoir, non seulement le niveau des défaillances individuelles mais aussi leur simultanéité sur tous les segments du marché hypothécaire américain. Ces insuffisances ont empêché de mesurer correctement et de dissocier les risques de crédit par tranche. Les tranches dites de premier ordre étaient supposées

«Ces pratiques hasardeuses de prêts reposaient sur la hausse des prix de l'immobilier, qui n'avaient pas baissé aux États-Unis depuis les années 30.»

faiblement corrélées avec les tranches inférieures, plus risquées. Il n'empêche qu'à mesure que la qualité médiocre des prêts devenait patente et que la note des titres se dégradait, toutes les tranches ont vu leur valeur s'effondrer simultanément.

D'autres problèmes se sont posés lorsque les titres ont été distribués et négociés. La vulnérabilité des positions de placement à fort effet de levier ou faiblement capitalisées et l'illiquidité de nombreux marchés des crédits structurés ont été révélés lorsque le marché d'une série de titres ésotériques — MBS adossés à des crédits hypothécaires à risque, CDO, papiers commerciaux adossés à des actifs et dérivés de crédits — a commencé à connaître de sérieux ratés (Dodd, 2007). Les titres à fort effet de levier ou les dérivés dont les investisseurs ont fait un usage intensif pour accroître le rendement du capital ont rendu les stratégies de placement vulnérables aux fluctuations de grande ampleur des prix du marché. Les émetteurs de crédit hypothécaire, les courtiers-négociants, les fonds de couverture et les véhicules d'investissement structurés (VIS) que les banques conservaient au hors bilan étaient à fort effet de levier. La principale stratégie de gestion du risque a été d'envisager un dégagement rapide des positions à perte. Mais cette stratégie, qui suppose que les marchés restent liquides, a échoué lorsque ceux-ci sont devenus illiquides.

C'est un défi pour tout marché financier, lorsque les transactions deviennent à sens unique, provoquant une ruée vers la vente ou l'achat. Mais certains marchés se sont révélés plus liquides

que d'autres. Les places boursières américaines par exemple sont restées liquides y compris durant la crise de 1987 et durant la phase baissière qui a suivi le boum du marché des technologies de l'information au début des années 80.

Sur ces marchés, il n'existe pas de courtiers qui soient tenus ou qui aient pris l'engagement de soutenir sa liquidité en maintenant des engagements fermes et qui demandent des cotations tout au long de la journée de transaction. Durant les périodes de tension, ils s'abstiennent de toute transaction, ce qui prive d'un moyen indépendant d'établissement des positions de portefeuille en fonction du marché (voir «Les marchés de gré à gré», page 34).

Le virus se propage

Aucune de ces situations n'aurait posé un problème en soi, mais aurait plutôt engendré une situation autocorrectrice et serait restée confinée au marché des prêts hypothécaires à risque. Les pertes directes liées aux prêts hypothécaires ont été relativement limitées, équivalentes à un fléchissement de 2-3 % des cours de bourse aux États-Unis. Mais les difficultés se sont agrégées et propagées à bien d'autres secteurs de la sphère financière et de l'économie. Le FMI avait estimé que le montant global des pertes pourrait atteindre 945 milliards de dollars en ajoutant d'autres pertes comme celles du marché immobilier commercial. La vitesse et l'intensité de la contagion ont surpris les analystes qui ont été désemparés face aux dix retombées suivantes de la crise du marché des crédits hypothécaires à risque.

La dégradation de la qualité des prêts hypothécaires à risque et des crédits classés Alt-A en 2006-07. Le nombre croissant de défaillances sur crédit hypothécaire et de saisies immobilières révèle

la piètre qualité des prêts accordés en 2006-07 qui continue à stupéfier les analystes. Ces pertes n'ayant pas été provoquées par une récession, il en ressort à l'évidence deux constats. Premièrement, de nombreux emprunteurs n'auraient été en mesure de continuer à rembourser leur crédit hypothécaire que si la hausse des prix de l'immobilier s'était poursuivie, ce qui leur aurait permis de procéder à un refinancement avant l'expiration du taux d'appel qui leur avait été initialement consenti. Avec l'effondrement presque général de ces prix aux États-Unis, les défaillances et les saisies immobilières ont fortement augmenté parce que les emprunteurs n'étaient pas en mesure de procéder à ce refinancement. Deuxièmement, un grand nombre d'emprunteurs, de courtiers, d'experts-géomètres ont surévalué les prix des maisons dans les demandes de prêts hypothécaires. Sans une hausse continue de la valeur des biens immobiliers, nombre de ces prêts devenaient inabordable.

L'ampleur et la vitesse du déclasserment des titres adossés à des actifs. Les investisseurs ont appris à leurs dépens que la note de crédit des titres structurés peuvent subir un déclasserment plus rapide et plus marqué que les obligations d'entreprises (voir graphique). Ces déclasserments ont été non seulement plus fréquents, mais aussi de plusieurs échelons à la fois, en raison de la sensibilité de leur note de crédit à l'augmentation des pertes y afférentes. La confiance des investisseurs envers l'opinion des agences de notation en a été ébranlée au point que le prix des MBS adossés à l'immobilier résidentiel aux États-Unis, classés AAA, correspond à celui des obligations d'entreprises classées BBB, depuis août 2007.

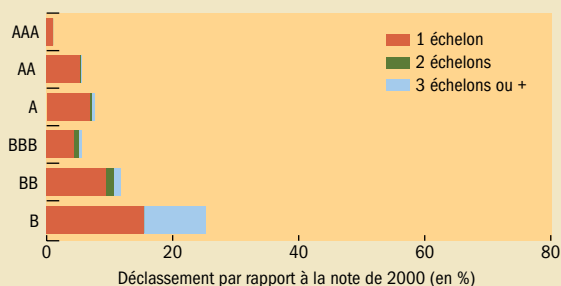
Ce problème a été particulièrement ressenti par les banques qui avaient retenu les tranches de «premier ordre» classées AAA des CDO qu'elles parrainaient. Ne disposant pas des compétences nécessaires pour analyser les risques inhérents aux créances adossées à des actifs, certaines banques se sont reposées pour leurs diligences, sur l'avis des agences de notation. Lorsque la chute des titres de créance notés AAA a débuté en juillet 2007, ces banques ont subi de lourdes pertes.

La panique des fonds des marchés monétaires en août 2007. La première secousse à l'échelle de l'ensemble des marchés s'est produite en juillet, déclenchée par une avalanche de déclasserments des MBS adossés aux crédits hypothécaires à risque (en raison de l'augmentation des défaillances) et par les tentatives de liquidation d'une importante quantité de titres de ce type par deux fonds de couverture parrainés par la société de courtage Bear Stearns de Wall Street. Ce n'est qu'après que la BNP ait annoncé en août qu'elle suspendait les retraits de certains fonds des marchés monétaires que les turbulences ont commencé à se propager sur le marché interbancaire. Craignant une ruée des clients, les fonds actifs sur le marché monétaire ont adopté une ligne de défense qui a consisté à convertir leur portefeuille de dépôts bancaires et de papiers commerciaux (essentiellement des titres de créance sur des entreprises) en fonds à un jour et à échéances ultracourtes. Ceci a entraîné une forte poussée de la demande de liquidité à court terme et l'effondrement du marché des TCAA (titres courts adossés à des actifs), papiers à court terme servant à financer les placements hors bilan sur actifs à long terme. Les banques européennes et américaines ont dès lors eu des difficultés à emprunter à des échéances supérieures à un jour. Bien qu'il n'y ait que peu de craintes quant à la solvabilité des banques à ce stade, l'incitation à prêter à long terme ne suffisait plus pour compenser le risque de prêt à des contreparties qui pouvaient se trouver en difficulté.

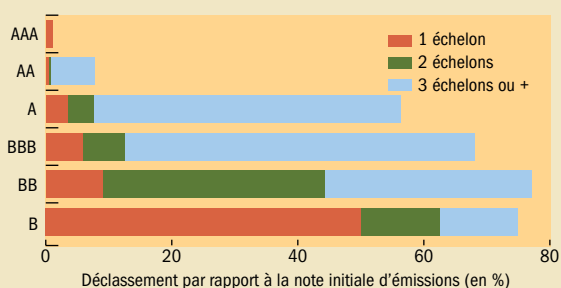
La dégringolade

Il est rare que les titres d'entreprise notés AAA soient rétrogradés de plus d'un échelon à la fois ...

(Déclasserment des titres d'entreprise, 2001)



... mais plusieurs titres adossés à des créances hypothécaires à risque ont été rétrogradés de plusieurs échelons.



Source : Standard & Poor's.

Le système bancaire «occulte». L'effondrement de la demande de TCAA a mis à nu les VIS qu'un certain nombre de banques avaient directement parrainé ou vis-à-vis desquelles elles avaient pris des engagements significatifs de garantie. En fait, ces entités hors bilan effectuaient des opérations de transformation de la liquidité, utilisant le produit à court terme des ventes de TCAA pour des actifs à plus long terme, à l'instar des opérations que les banques font figurer en général à leur bilan en se servant de leurs dépôts pour accorder des prêts. Avec l'effondrement du marché des TCAA, les banques ont été contraintes de prêter à ces entités et de devoir très vite décider de leur intégration formelle au bilan. Certaines banques l'ont fait, gonflant leur bilan et donc le montant de fonds propres requis; d'autres ne l'ont pas fait, déclenchant des cessions d'actifs et infligeant des pertes aux investisseurs. Bien que les agences de notation et les organes de régulation aient eu connaissance de ces entités, ils n'ont pas pris toute la mesure de leur taille (plus de 1 billion de dollars d'actifs) ni de leur contribution à la demande d'actifs à risque avant août 2007.

La portée des engagements sur liquidité des banques. Ayant de plus en plus de difficultés à se financer sur les marchés de gros, les banques ont commencé à «faire provision» de liquidité en détenant plus d'équivalents de trésorerie et en espaçant davantage leurs prêts à d'autres banques. Elles ont accordé plus d'attention au volume des engagements de prêts qu'elles prenaient entre elles, vis-à-vis des fonds de couverture et des entreprises. Elles ont eu des difficultés de trésorerie aux deux extrémités du processus de prêts; elles ont conservé des prêts qu'elles prévoyaient de céder et ont honoré des engagements de prêts dont elles se seraient volontiers passées. Ceci a coïncidé avec une réticence accrue des banques à se prêter les unes aux autres, entraînant un niveau sans précédent d'illiquidité sur les marchés interbancaires.

La vitesse de la ruée sur la trésorerie des banques. Lorsque les craintes du risque de contrepartie sont fortes et que les actifs liquides sont stockés, même les banques les plus solvables peuvent avoir du mal à rester liquides. Au Royaume-Uni, la Banque Northern Rock a demandé un financement d'urgence à la Banque d'Angleterre parce qu'elle ne pouvait ni titriser ni vendre les crédits hypothécaires qu'elle avait en portefeuille, qu'elle ne pouvait trouver de l'argent frais auprès d'autres établissements bancaires et que sa trésorerie ne lui permettrait pas de survivre au-delà de quelques semaines. De même, Bear Stearns a connu un dégageant massif du marché de gros bien que l'autorité de régulation ait assuré que la banque se situait bien au-dessus du ratio de fonds propres. Bear Stearns a épuisé ses 17 milliards de trésorerie en trois jours, pendant que la Réserve fédérale de New York et JPMorganChase négociaient un plan de sauvetage. Northern Rock et Bear Stearns ne sont que deux exemples de la fragilité de la confiance envers les marchés de gros et de la rapidité avec laquelle un établissement peut se retrouver à court de liquidité lorsque sa réputation est ternie ou que les marchés sont illiquides.

La crainte d'une réputation ternie contribue à expliquer les raisons pour lesquelles les banques ont été réticentes à recourir à leurs lignes de crédit de substitution croisées, par crainte de susciter des soupçons d'illiquidité. Pour des raisons semblables, les banques ont eu des réticences à faire appel aux appuis de trésorerie

d'urgence de la Banque centrale. La Réserve fédérale a donc mis au point une variante de son guichet d'escompte permettant à un plus grand nombre d'établissements bancaires de soumissionner de manière anonyme à des apports de trésorerie.

La concentration du risque lié aux crédits hypothécaires chez les assureurs obligataires. Certains assureurs obligataires spécialisés jusque-là dans la couverture du risque de crédit lié aux obligations émises par les collectivités territoriales et pour la réalisation d'infrastructures (compagnies «monoligne») se sont lancés, à partir de 2003, dans l'assurance des ABS et des CDO afin de renforcer la note AAA des tranches les mieux cotées. Le nombre accru de défaillances sur crédits hypothécaires et de saisies immobilières a provoqué la chute de ces titres et augmenté le passif des assureurs, entraînant leur déclassement ou leur mise sous surveillance rapprochée par les agences de notation. Les deux principaux assureurs (Ambac et MBIA) ont perdu, selon les estimations, 23 milliards de dollars et ont procédé à une augmentation de capital.

L'effondrement des marchés des obligations des collectivités territoriales et des prêts aux étudiants. Les graves difficultés des compagnies d'assurance monoligne ont

provoqué une onde de choc sur le marché, à travers les obligations et les titres des collectivités territoriales adossés aux prêts aux étudiants. Plus de la moitié des 2,6 billions de dollars d'encours des obligations de collectivités territoriales émises aux États-Unis étant assurées par des assureurs monoligne, elles peuvent donc avoir la note de crédit AAA. Les garanties permettent d'homogénéiser plusieurs des deux millions ou plus d'émissions obligataires différentes existantes avec des titres également notés AAA.

Ces dernières années, le marché s'est éloigné des obligations classiques à coupon fixe au profit d'autres instruments novateurs comme les titres à enchères [auction rate securities (ARS)]. Si les ARS sont en général à échéances longues du point de vue de l'emprunteur, les prêteurs les considèrent comme des titres à court terme parce que leur taux d'intérêt est régulièrement mis à jour dans le cadre d'enchères à la hollandaise où le détenteur peut aussi vendre le titre. Normalement, la charge des intérêts est moindre pour l'émetteur et le placement est plus liquide pour les gestionnaires de la trésorerie des institutions ou des entreprises. Mais les problèmes posés par les assureurs ont suscité des doutes quant à la note de crédit des ARS; traditionnellement, les courtiers-négociants font des offres de compensation pour veiller à un dénouement ordonné du marché, ils ont cessé de le faire en constatant qu'ils achetaient trop de titres. Ainsi, enchère après enchère, les échecs se sont succédés et plusieurs collectivités territoriales ont eu à supporter des taux d'intérêt beaucoup plus élevés qu'initialement prévu.

La dépendance du marché hypothécaire américain à l'égard des entreprises sponsorisées par le gouvernement fédéral durant la crise. Les autorités américaines ont fait une utilisation active des agences fédérales et des entreprises sponsorisées par l'État fédéral pour soutenir le marché hypothécaire. Cet appui a pris diverses formes : le refinancement des hypothèques (par la Federal Housing Administration); l'augmentation spectaculaire des prêts aux banques de crédits hypothécaires à court de liquidité; l'achat de plus de MBS (par les Federal Home Loan Banks); l'achat d'un nombre accru de



titres de créance hypothécaire ainsi que l'émission et l'achat de plus de MBS (par les GSE); et la fourniture de liquidité contre un plus large éventail de garanties adossées à des hypothèques émises par un nombre plus varié de contreparties (Réserve fédérale).

L'ampleur de la réduction forcée de l'effet de levier «deleveraging» des banques. Les banques ont subi des pertes, intégré les actifs des VIS et fonds de couverture en défaillance dans leur bilan et contraintes d'honorer leurs engagements de garantie. Elles ont donc procédé à un rationnement plus strict des capitaux. Avec des créances douteuses et face aux difficultés ou au coût prohibitif des financements extérieurs, elles ont réduit volontairement les prêts accordés et ont affermi les conditions de prêts déjà octroyés — qu'ils soient hypothécaires, à la consommation ou aux fonds de couverture. Les banques commerciales ont naturellement un fort effet de levier, détenant peu de capitaux au regard du total de leurs actifs, ce pourquoi une baisse même faible de capital peut entraîner une diminution plus importante de leur portefeuille de prêts. Selon une estimation, les 400 milliards de dollars de pertes que le système bancaire américain vient de subir en raison de la crise actuelle entraîneraient une baisse de 2 milliards de dollars du total des prêts et une contraction de 1,2 point du PIB des États-Unis (Greenlaw *et al.*, 2008; FMI, 2008).

Résistance : les surprises ne furent pas mauvaises

Dans la série de problèmes qui a suivi la crise des crédits hypothécaires, il faut noter quelques surprises agréables.

Premièrement, **la propagation des problèmes aux marchés émergents a été limitée jusqu'à présent et la croissance comme la demande mondiale de produits de base sont restées relativement fortes.** Les marchés émergents en ont été épargnés. Le secteur bancaire des pays — l'Islande et le Kazakhstan — a connu quelques difficultés, les écarts sur leurs obligations des marchés émergents se sont accrus, et certains de leurs marchés boursiers ont fortement baissé (après la hausse accélérée des années précédentes). Jusqu'à présent, il n'y a eu ni crise majeure, ni fuite massive et déstabilisatrice de capitaux. L'économie réelle ne s'est pas encore contractée.

Deuxièmement, **la volonté des fonds souverains de fournir des capitaux aux banques commerciales et d'investissement en difficulté a été le signe de l'apport positif qui pourrait être celui de ces institutions de placement à long terme à la stabilité financière mondiale.** Au mois de mars 2008, ces fonds avaient apporté 45 milliards de dollars en argent frais aux banques et aux assureurs, bien que la poursuite des pertes enregistrées sur les marchés rende moins probable de nouvelles injections de capitaux à moyen terme.

Quelques pistes de solution

Bien que les mesures conjoncturelles appropriées soient encore au stade d'élaboration, plusieurs objectifs clés doivent être pris en compte tant pour remédier aux problèmes actuels que pour éviter qu'ils se reproduisent :

- **Réduire l'effet de levier.** Des pans essentiels des marchés financiers modernes se fondent sur des positions à découvert d'une telle ampleur qu'ils se rendent vulnérables aux fortes variations des prix et à l'illiquidité du marché. Comme nous le voyons, le dénouement de ces effets de levier exacerbe le resserrement du crédit et les difficultés du marché des transactions déclenchent des fluctuations excessives des prix. Il appartient aux décideurs d'affermir les règles prudentielles afférentes aux effets de levier, notamment par un relèvement des ratios de fonds propres et des niveaux de garantie.

- **Améliorer la gestion de la liquidité.** Certaines grandes institutions se sont révélées moins résistantes que prévu aux chocs de financement. D'importants participants au marché doivent renforcer leur trésorerie.

- **Promouvoir la liquidité du marché.** La liquidité du marché et, partant, le processus de découverte des prix sur les marchés au comptant se sont révélés fragiles. Des dispositions doivent être prises pour renforcer la fiabilité des situations de trésorerie sur ces marchés à travers, par exemple, la formalisation des obligations de cotation des négociants (à l'instar du marché des bons du Trésor américain).

- **Promouvoir les diligences.** Les investisseurs ont fait preuve de négligence en matière de diligences et se sont trop fîés aux notes de crédit pour investir dans les titres structurés. Les investisseurs institutionnels en particulier, doivent adopter des directives de placement qui imposent d'effectuer plus de diligences lorsque leurs gestionnaires de fonds abordent de nouveaux types d'actifs. Pour améliorer la vigilance, les VIS doivent être simplifiés et plus faciles à évaluer de manière indépendante par les investisseurs.

- **Accroître la transparence.** L'opacité des prix de marché des titres structurés a exacerbé les difficultés de comptabilisation et d'évaluation induites par — et qui ont contribué à — cette crise. Des améliorations doivent être apportées à la fourniture au public d'informations sur les prix et les transactions, pour aider à la découverte des prix et à l'évaluation des prix de marché. Pour leur part, les banques doivent disposer d'incitations de régulation appropriées pour consolider leurs entités hors bilan lorsqu'elles sont censées leur apporter effectivement une garantie.

Une épidémie grave

Que retenir de cette contagion? La titrisation a épargné le système bancaire de certains risques de crédit mais moins que prévu et au détriment de la transparence. Il faut du temps pour déceler les zones où les pertes se sont accumulées. Les places financières offshore ne sont pas nécessairement liquides en cas de difficultés. Les perturbations des marchés bancaires ont été plus déstabilisatrices et de plus longue durée que tout ce que l'on pouvait envisager avant août 2007, ce qui signifie que les institutions doivent être aptes à résister longtemps avec leurs propres ressources. La gestion du risque par chaque banque a consisté à assurer sa protection en faisant largement fi des risques systémiques. Ainsi, les mesures qui ont été prises pour des raisons de survie ont abouti à des résultats collectifs irrationnels. Enfin, la résolution de la crise en est devenue extrêmement complexe dans un monde où les risques et les produits dérivés sont multifformes. Les banques centrales ont dû apporter dans l'urgence des solutions novatrices pour endiguer la crise, ce qui n'a pas empêché l'apparition de nouveaux foyers. La lutte contre cette épidémie a été plus ardue que les docteurs ne l'imaginaient. ■

Randall Dodd est Conseiller, et Paul Mills est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Dodd, Randall, 2007, *Subprime : Topographie d'une crise*, Finances & Développement, vol. 44 (décembre), p. 15–19.
- Fonds monétaire international (FMI), 2008, *Global Financial Stability Report (Rapport sur la stabilité dans le monde)*, avril, Washington.
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, February 29.