

Un mélange détonant

Les causes profondes de la crise selon Olivier Blanchard

Lors d'une conférence qu'il a donnée en novembre 2008, l'économiste en chef du FMI a expliqué comment une crise née sur le marché des titres adossés à des créances immobilières s'est transformée en la pire récession depuis les années 30.

APRÈS l'éclatement de la crise financière, on a d'abord eu l'impression que celle-ci n'avait guère de répercussions sur l'économie réelle, mais cette impression n'a pas duré. La baisse des prix de l'immobilier, la chute des cours boursiers — provoquée par la diminution de la capitalisation boursière des établissements financiers —, la hausse des primes de risque et le rationnement du crédit ont commencé à avoir des conséquences dommageables dès le second trimestre de 2007. Puis, à l'automne 2008, ces effets se sont tout à coup fortement accentués. La crainte que la crise ne soit en train de s'aggraver et se mue en une dépression comparable à celle

des années 30 a fait chuter les prix des actions et s'effondrer la confiance des consommateurs et des entreprises partout dans le monde.

Si on en est arrivé là, c'est que, pendant les périodes de prospérité antérieures, des conditions se sont peu à peu mises en place qui ont déterminé en grande partie la nature et l'ampleur de la crise, dont l'impact a ensuite été grandement amplifié par divers mécanismes.

M. Blanchard cite deux mécanismes distincts mais connexes : la vente d'actifs pour répondre à la demande soudaine de liquidités des investisseurs et la vente d'actifs pour reconstituer les fonds propres. Compte tenu des conditions qui prévalaient au moment où ces mécanismes sont entrés en jeu, ils ont contribué à la pire récession que le monde ait connue depuis les années 30.

Quatre conditions initiales

L'élément déclencheur de la crise a été la baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis. Mais les

pertes entraînées dans un premier temps par la crise du marché des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) n'étaient pas énormes si on les compare, par exemple, à la capitalisation boursière aux États-Unis et, rétrospectivement, elles apparaissent bien faibles par rapport aux moins-values enregistrées par la suite sur les marchés boursiers mondiaux (voir graphique). Cependant, au fil des ans, les conditions d'une crise de bien plus grande ampleur s'étaient peu à peu mises en place. M. Blanchard en cite quatre : la sous-estimation des risques inhérents aux créances nouvellement émises, l'opacité entourant les titres dérivés dans les bilans des établissements financiers, les interconnexions entre ces établissements, au niveau tant national qu'international, et l'ampleur de l'effet de levier dans tout le système financier.

Des actifs ont été créés, achetés et vendus, dont les risques inhérents paraissaient beaucoup moins élevés qu'ils ne l'étaient en réalité. Dans la mesure où l'on s'attendait à ce que les prix de l'immobilier restent stables ou augmentent, la plupart des prêts hypothécaires *subprime* semblaient relativement sûrs : la valeur du prêt pouvait paraître élevée par rapport au prix du bien, mais ce déséquilibre allait se résorber peu à peu avec l'augmentation des prix. Avec le recul, on s'aperçoit que le principe même de cette stratégie était fautif : si les prix de l'immobilier venaient à diminuer, le montant d'un grand nombre de ces prêts serait supérieur à la valeur du bien, ce qui entraînerait défauts de paiement et saisies. Pourquoi les gens ont-ils contracté de tels prêts et pourquoi les établissements qui les détenaient en portefeuille ont-ils sous-estimé à tel point le véritable risque? De nombreuses explications ont été avancées et beaucoup de coupables potentiels ont été désignés. Toutes ces explications contiennent une part de vérité, mais une part seulement.

Selon M. Blanchard, l'explication fondamentale est plus générale. L'histoire nous enseigne qu'une conjoncture économique favorable conduit souvent à un boom du crédit ainsi qu'à la création d'actifs marginaux et à l'octroi de prêts marginaux. Encouragés par la distribution historique récente des rendements, les emprunteurs et les créanciers deviennent plus optimistes et, à vrai dire, trop optimistes quant aux rendements futurs. Dans la plupart des régions du monde, la conjoncture a été favorable

pendant les années 2000 : la croissance était soutenue et les taux d'intérêt faibles. De plus, s'agissant en particulier des prix de l'immobilier aux États-Unis, les emprunteurs comme les créanciers pouvaient faire valoir qu'ils n'avaient cessé d'augmenter chaque année depuis 1991, même pendant la récession de 2001.

La titrisation a entraîné l'apparition d'actifs complexes et difficiles à valoriser dans les bilans des établissements financiers. La titrisation avait commencé beaucoup plus tôt, mais elle s'est accélérée au cours de la décennie écoulée. Au milieu de l'année 2008, plus de 60 % des créances immobilières américaines étaient titrisées, c'est-à-dire regroupées en *pools* pour former des titres adossés à ces créances, et les flux de revenu tirés de ces instruments étaient découpés (en «tranches») pour offrir des placements plus risqués à certains investisseurs et moins risqués à d'autres.

Pourquoi la titrisation a-t-elle connu une telle accélération? Parce qu'elle était, et reste, un moyen d'améliorer sensiblement la répartition des risques et c'est une technique fondamentalement saine. D'ailleurs, considérant l'ensemble des pays du monde avant la crise, nombre d'observateurs (dont M. Blanchard) estimaient que l'économie américaine absorberait plus facilement que les autres la baisse des prix de l'immobilier : le choc y serait amorti par un grand nombre d'investisseurs, et non par quelques établissements financiers seulement, et serait donc d'autant moins douloureux. Ce raisonnement faisait l'impasse sur deux aspects qui se sont pourtant révélés importants par la suite. Le premier est qu'avec la complexité est venue l'opacité. S'il était possible de valoriser les *pools* simples de créances immobilières, il était plus difficile de déterminer la valeur des tranches de titres dérivés et encore plus difficile celle des titres dérivés des tranches de titres dérivés. C'est ainsi que l'inquiétude suscitée par les créances immobilières originales s'est transformée en une forte incertitude quant à la valeur des titres dérivés. Et, comme ces titres étaient détenus par beaucoup d'établissements, cette incertitude considérable s'est répercutée sur un grand nombre de bilans dans l'économie.

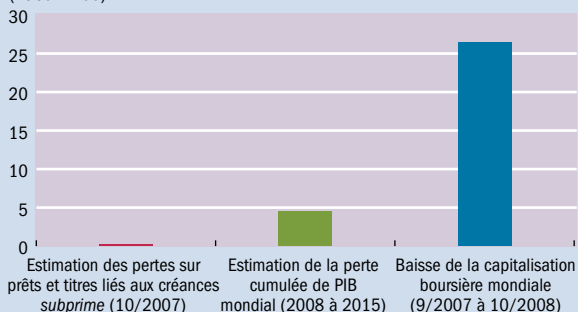
La titrisation et la mondialisation ont entraîné le resserrement des liens entre les établissements financiers, tant au plan national qu'à l'échelle internationale. Peu après l'éclatement de la crise, beaucoup ont été surpris de découvrir à quel point certaines banques régionales allemandes étaient exposées aux créances à risque américaines. Mais la réalité était bien pire. Les créances étrangères des banques des cinq principaux pays industrialisés sont passées de 6.300 milliards de dollars en 2000 à 22.000 milliards en juin 2008. À cette date-là, les créances de ces banques sur les seuls pays émergents dépassaient 4.000 milliards de dollars. Il est facile d'imaginer les conséquences si ces banques décident de réduire leurs engagements étrangers. C'est ce qu'elles font actuellement.

Le recours à l'effet de levier s'est généralisé dans tout le système financier. Le dernier élément déterminant a été la généralisation de l'effet de levier. Les établissements financiers ont financé leurs portefeuilles avec de moins en moins de fonds propres, ce qui a eu pour effet d'en accroître le rendement. Quelles raisons profondes les ont amenés à agir de la sorte? Il est certain que l'optimisme ambiant et la sous-estimation des risques y ont été pour quelque chose. Mais un autre facteur important a été le grand nombre de lacunes réglementaires. Les banques ont pu réduire le montant obligatoire de leurs fonds propres en transférant des actifs hors bilans dans ce qu'on appelle des véhicules d'investissement structuré.

L'amplification de la crise

Les pertes subies sur les créances immobilières à risque ont été faibles par rapport aux moins-values boursières enregistrées par la suite.

(1960 = 100)



Sources : FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde et *Perspectives de l'économie mondiale* (mise à jour et estimations de novembre 2008); World Federation of Exchanges, estimations de novembre 2008.

En 2006, la valeur des actifs hors bilan de Citigroup se chiffrait à 2.100 milliards de dollars, c'est-à-dire plus que les actifs au bilan, qui s'élevaient à 1.800 milliards de dollars. Le problème dépassait largement les banques. Ainsi, à la fin de 2006, les «rehausseurs de crédit», assureurs dits *monoline* qui se spécialisent dans certains risques (tels que le défaut de paiement sur les obligations émises par des collectivités locales) et opèrent en marge du cadre réglementaire, détenaient 34 milliards de dollars de capitaux pour garantir des actifs valorisés à plus de 3.000 milliards de dollars!

L'ampleur de l'effet de levier a eu une influence claire sur la crise : si la valeur des actifs venait à diminuer et devenait plus incertaine, plus l'effet de levier était fort, plus élevée était la probabilité que le capital soit balayé et que les établissements deviennent insolubles — et c'est exactement ce qui s'est passé.

Comment la crise s'est amplifiée

L'amplification de la crise tient à deux mécanismes : l'incapacité de certaines banques de se financer et les effets de l'obligation qui leur est faite de maintenir leurs fonds propres à un certain niveau.

Le premier mécanisme est la version moderne des paniques bancaires classiques. Lors de ces événements, que l'on a pu observer pendant la crise des années 30, c'étaient les déposants qui retiraient leur argent des banques. Deux changements sont intervenus depuis. Tout d'abord, dans la plupart des pays, les dépôts sont en grande partie assurés, de sorte que leurs titulaires n'ont guère de raisons de se ruer à la banque pour les récupérer. Ensuite, aujourd'hui, les banques et les autres établissements financiers se financent surtout sur le marché monétaire; c'est le financement à court terme sur le marché de gros.

Aujourd'hui, il n'y a plus de «ruée» au sens littéral : les institutions jugées «à risque» ne peuvent simplement plus se financer sur les marchés monétaires. Mais le résultat est le même que lors des paniques bancaires d'antan : leur capacité d'emprunt diminuant, les institutions sont obligées de vendre des actifs. Dans la mesure où il s'agit d'un phénomène macroéconomique, les investisseurs nantis disposés à acheter ces actifs peuvent se faire rares. Si, de plus, les investisseurs extérieurs ont beaucoup de mal à déterminer la valeur des actifs en question, ceux-ci ont toutes les chances d'être vendus à prix «sacrifiés», c'est-à-dire en dessous de la valeur actuelle attendue des paiements produits par ces actifs. La vente d'actifs par un établissement contribue à son tour à plomber la valeur de tous les actifs comparables, non seulement sur le bilan de l'établissement qui vend, mais aussi sur ceux de tous les établissements qui détiennent ces actifs. Dès lors, leurs fonds propres diminuent, ce qui les oblige à vendre des actifs, et ainsi de suite.

Ainsi s'amplifie la crise, dans des proportions déterminées, on le voit, par les conditions de départ : plus les actifs sont opaques et difficiles à valoriser, plus l'incertitude sera grande, ce qui accroît le risque perçu d'insolvabilité et, par conséquent, la probabilité que les établissements soient à court de financements. Pour les mêmes raisons, il sera plus difficile de trouver des investisseurs extérieurs pour acheter ces actifs, qui seront vendus à des prix encore plus faibles. Étant donné que la titrisation aboutit à l'exposition d'un plus grand nombre d'établissements, ceux-ci seront d'autant plus nombreux à se retrouver à court de financements. Enfin, puisque les établissements ont eu davantage recours à l'effet de levier, autrement dit qu'ils ont moins de fonds propres par

rapport à leurs actifs, la probabilité d'insolvabilité sera d'autant plus grande, ce qui accroîtra la probabilité que l'institution ne puisse plus se financer normalement. On l'a vu, tous ces facteurs étaient éminemment présents au début de la crise, ce qui explique que ce mécanisme ait pris une telle ampleur.

Le second mécanisme amplificateur vient de ce que les établissements financiers doivent maintenir leurs fonds propres à un niveau suffisant. Face à la dépréciation de leurs actifs, et donc à la diminution de leur capital, les établissements doivent améliorer leur ratio de fonds propres, que ce soit pour satisfaire à leurs obligations réglementaires ou pour donner l'assurance aux investisseurs qu'ils prennent des mesures afin de réduire leur risque d'insolvabilité. Pour ce faire, ils ont en principe le choix : ils peuvent soit obtenir des fonds additionnels auprès d'investisseurs extérieurs, soit se désendetter, en réduisant la taille de leur bilan par la vente d'une partie de leurs actifs ou la réduction de leurs prêts. En période de crise macroéconomique, il sera sans doute difficile de trouver des capitaux privés additionnels, pour les raisons citées plus haut : les investisseurs nantis se font rares. Et puisque les actifs détenus par les établissements financiers sont difficiles à valoriser, les investisseurs seront peu enclins à y placer leurs fonds. Dès lors, il ne reste plus à ces établissements qu'à vendre une partie de leurs actifs. Le même phénomène joue alors : les actifs sont vendus à prix sacrifiés, ce qui se répercute sur les bilans de tous les établissements qui en détiennent, d'où de nouvelles ventes, et ainsi de suite. Là encore, l'opacité, les liens entre établissements et l'effet de levier sont autant de facteurs amplificateurs.

Les deux mécanismes agissent différemment. En théorie, la recherche effrénée de financements peut se produire même si la valeur des actifs ne diminue pas, en vertu du principe de la multiplicité des équilibres : si le financement s'arrête, les actifs doivent être vendus à prix sacrifiés, ce qui en soi justifie déjà l'arrêt du financement. Mais l'apparition du besoin urgent de financement sera d'autant plus probable que la valeur des actifs sera incertaine. En théorie, les entreprises peuvent prendre des mesures pour reconstituer leurs fonds propres, même si elles n'ont pas de problèmes de financement immédiats et ne sont pas obligées de se financer en urgence.

Cependant, les deux mécanismes s'influencent mutuellement de plusieurs manières. Un établissement financier à court de financement peut, au lieu de vendre des actifs, cesser de prêter à un autre établissement, lequel peut à son tour être forcé de vendre des actifs. L'un des canaux de contagion de la crise des pays avancés aux pays émergents a été précisément la diminution des lignes de crédit des établissements financiers des pays avancés à leurs filiales étrangères, ce qui a obligé ces dernières à vendre des actifs et à réduire leurs prêts aux emprunteurs locaux.

En somme, la sous-estimation des risques, l'opacité, les liens entre institutions et l'effet de levier formaient un mélange détonant qui a déclenché la tourmente financière que l'on sait. Après la conférence de M. Blanchard, d'autres mécanismes amplificateurs se sont conjugués pour transformer les turbulences financières en une tempête macroéconomique encore plus vaste. ■

Bibliographie :

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).