

## **La crise financière de 2007, du local à l'international**

Le monde connaît une crise financière sans précédent. Cette crise est liée aux « subprimes », ces derniers sont des crédits immobiliers américains à risque. Suite aux attentats du 11 septembre 2001, le gouvernement américain a forcé la baisse des taux pour relancer l'économie. Le marché immobilier a connu un véritable engouement, et les banques ont accordé des crédits immobiliers sans se soucier des garanties.

Dans les années qui suivent, la hausse des taux d'intérêt place certaine famille dans l'incapacité de rembourser leurs mensualités. Les maisons sont mise en vente, le marché immobilier s'écroule, baisse des prix, et les banques n'arrivent pas à retrouver leur argent.

Pour augmenter leur capacité à prêter les banques américaines ont emprunté de l'argent à des banques à travers le monde, et ont glissé ces créances sur le marché des titres. Pour minimiser le risque, les subprimes ont été glissées dans des bundles d'actions.

### **1. Origines de la crise :**

La crise actuelle est le résultat d'un produit financier américain appelé les «subprimes ». Ces derniers sont des crédits immobiliers américains à risque. En effet, suite aux attentats du 11 septembre 2001, le gouvernement américain a forcé la baisse des taux pour relancer l'économie. Le marché immobilier a connu un véritable engouement, et les banques ont accordé des crédits immobiliers sans se soucier des garanties. Dans les années qui suivent, la hausse des taux d'intérêt place certaine famille dans l'incapacité de rembourser leurs mensualités. Les maisons sont mise en vente, le marché immobilier s'écroule, baisse des prix, et les banques n'arrivent pas à retrouver leur argent. Après les attentats du 11 septembre 2001 et pour relancer l'économie et inciter les américains à l'investissement, particulièrement en logement, le gouvernement américain a réduit le taux d'intérêt : durant l'année 2001, le taux d'intérêt directeur de la FED a été abaissé 11 fois le ramenant à 1 % en juillet 2003, soit le niveau le plus bas depuis 1954.

Ce phénomène a permis de déduire les intérêts hypothécaires de l'impôt : incitation à l'endettement, forcé les banques à prêter jusqu'à 110% de la valeur du bien hypothéqué. Dans ce cadre les emprunteurs à risque ont contracté des emprunts immobiliers moyennant un taux d'intérêt directeur de la FED, majoré d'une prime de risque, « subprime », pouvant être très élevée.

Ceci a conduit à une augmentation des crédits immobiliers et à un gonflement de la demande immobilière surtout pour la clientèle moins fortunée. Ainsi, par exemple, en 2005, 52% des hypothèques rachetées par Freddie Mac et Fannie Mae proviennent des ménages assez moyens. Cette hausse de la demande s'est traduite par une hausse de prix qu'on peut qualifier de bulle immobilière. La crise immobilière actuelle est causée par les « subprimes », il convient alors de définir qu'un ce qu'un « subprime »?

## **2. le concept de la crise :**

Il existe aux Etats Unis trois niveau types de crédit qui varient selon le degré de risqué attaché à l'emprunteur :

- 1) **Les crédits « prime »** : leurs taux d'intérêts sont faible vu le niveau de risque bas sous-jacent (emprunteurs aisés)
- 2) **Les crédits « subprime »** : leurs taux d'intérêts sont très élevés vu le degré de risque que présente leur demandeur qui sont simulés à des ninja (no income, no job or asset) c.-à-d. des personne sans revenus, sans emploi et sans patrimoine.
- 3) **les crédit «Alt-A»** : catégorie intermédiaire entre la note peu risquée «prime » et risquée « subprime », il sont octroyé aux ménages à des revenus relativement stables.

## **3. Le prêt hypothécaire subprime :**

Historiquement C'est un terme financier qui a été popularisé par les médias au cours de la "crise financière" de 2007 et implique que les institutions financières accordant des crédits à des emprunteurs considérés comme étant « subprime ».

Les « subprimes » emprunteurs ont une meilleure perception du risque de défaut de paiement, tels que ceux qui ont des antécédents de délinquance ou de prêt par défaut, ceux qui ont enregistré la faillite, ou ceux avec peu de dette d'expérience.

Bien qu'il n'existe pas de définition normalisée, les États-Unis dont les prêts « subprimes » sont généralement classés comme celles où l'emprunteur a un pointage de crédit en dessous d'un certain niveau ou norme. Les Prêts « subprimes » englobent une variété de types de crédit, y compris les hypothèques, les prêts-auto, et les cartes de crédit.

**Tab. 1 Les acteurs du marché des prêts à risque<sup>1</sup>**

<i>Rang</i>	<i>Emprunteurs</i>	<i>Portefeuille de prêts au 4ème trimestre 2006, en milliards d'Euros</i>	<i>Faillite déclarée</i>
1	HSBC Finance	12.3	21 septembre 2007
2	New Century	12.2	2 Avril 2007
3	Country Wide	10.1	Refinancement de 12 milliards le 22 mai 2008
4	WMC Mortgage	9	26 décembre 2007
5	First Franklin (Merrill Lynch)	7.08	5 mars 2008
6	Wells Fargo	7.4	26 novembre 2007
7	Option one	6.1	4 décembre 2007

Les prêts subprime représentent approximativement 20%<sup>2</sup> des nouvelles émissions de prêts hypothécaires américains en 2006 contre 6% en 2002..50% des emprunteurs concernés par ce type de prêts ne disposent pas des documents complets concernant leur revenu. En langage plus technique des personnes « *aux scorings de crédit insuffisants* » La majorité des emprunteurs concernés on un ratio de dette/revenu (D/R) dépassant 55% et/ou un ratio prêt/valeur du bien (P/V) excédant 85%. Deux tiers de ces prêts sont à taux variables : « adjustable rate mortgages 2/28 ». Ce sont des prêts consentis à taux fixe plus bas que les taux de marché sur les deux premières

<sup>1</sup> Source : les échos

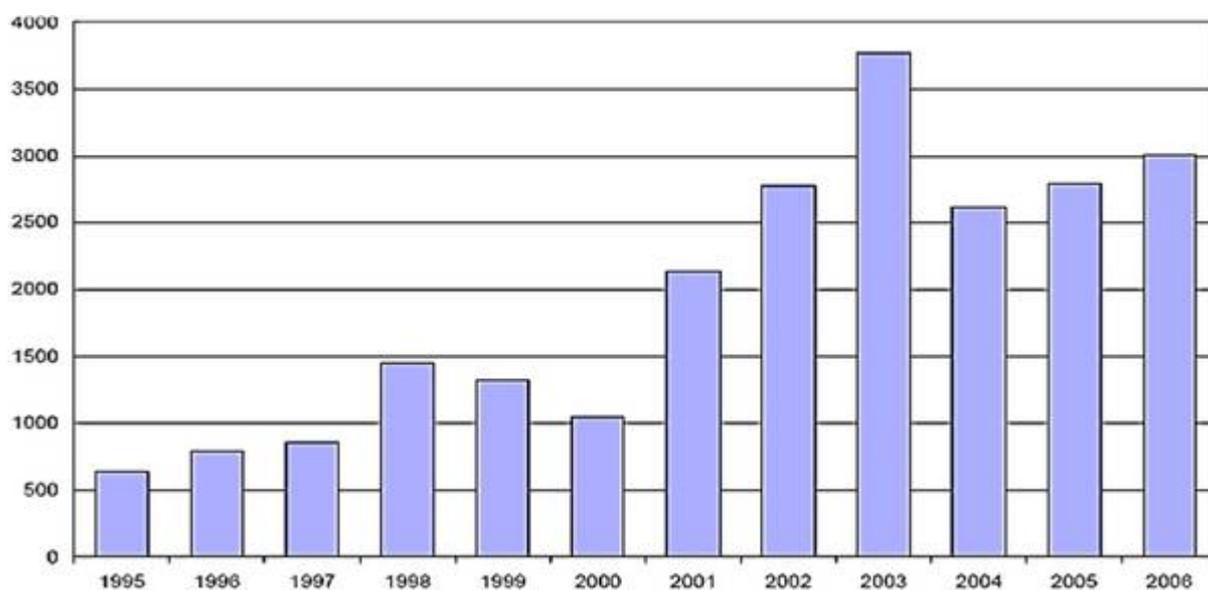
<sup>2</sup> Source Crédit Suisse, ce chiffre diffère selon les sources qui ont chacune une définition propre des crédits considérés comme « *subprime* »

années (*teaser rates*) et qui sont transformés à l'issue de cette période en prêts à taux variables. Cette modification des taux (*reset*) ayant pour conséquence d'alourdir la charge de la dette pour les emprunteurs.

Le taux révisable est indexé sur le taux directeur de la Fed; il est majoré d'une « *super prime de risque* ». (« *subprime* ») qui peut être très élevée. Certains prêts sont nommés « **Ninja** »: « *No Income, No Job or Asset* » (*pas de revenu, pas d'emploi ni d'actif à mettre en garantie*).

Donc Les "Subprimes" sont des prêts hypothécaires accordés aux foyers dits "à risque", en situation financière précaire. Ces prêts ont permis à toute une catégorie d'Américains d'accéder à la propriété. La crise des subprimes est une crise qui a touché le secteur des prêts hypothécaires américains et qui a participé au déclenchement de la crise financière de 2007-2008, qui s'est aggravée en 2008.

**Graphique 1: emission anuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars (source : inside Mortgage Finance)**



Le remboursement des prêts hypothécaires est garanti par une hypothèque sur un bien immobilier, ces hypothèques ont toujours représenté un investissement très sûr. Les banques se sont rendues compte qu'il est très rentable de grouper des prêts hypothécaires dans des "bons", et de les vendre ensuite à des investisseurs. Elles touchent alors une commission et transfèrent le risque à l'acquéreur. Ce système s'est avéré très avantageux et il a fallu trouver de

nouvelles hypothèques. Les banques ont alors commencé à accorder des prêts hypothécaires à des foyers moins riches, donc plus risqués (les "Subprimes").

Les agents économiques, et les ménages en particulier, se sont mis à investir massivement dans l'immobilier, secteur qu'ils ont jugé le plus apte à accueillir des capitaux et le plus sécurisant.

#### ***4. La Croissance du marché des subprimes:***

Tout a commencé vers la fin de l'année 2000 aux États-Unis. Après plus de 8 ans de croissance tirée par les nouvelles technologies, la bulle Internet a éclaté et mis fin à l'ère de la « nouvelle économie ». Ceci a entraîné la chute des places boursières et enclenché une récession aux États Unis. Une récession qui s'est accentuée avec les événements du 11 septembre 2001 et qui a plongé l'ensemble de l'économie mondiale dans une phase critique.

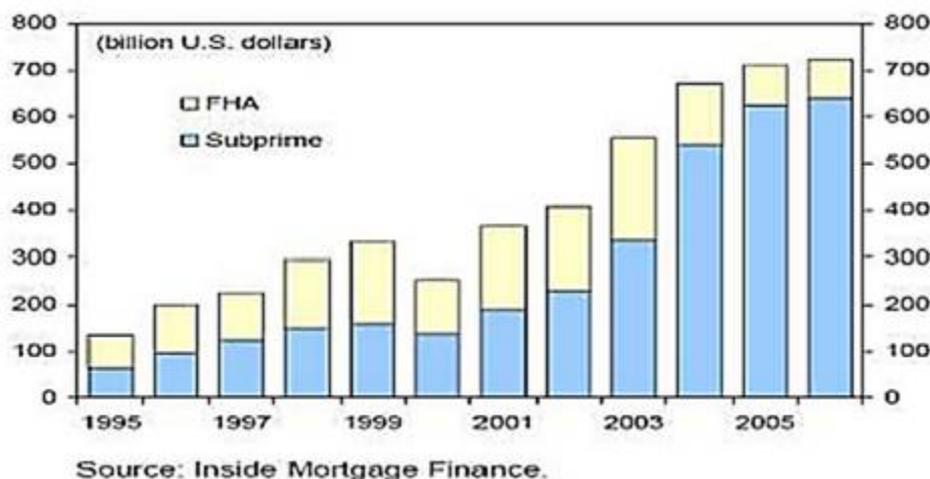
Pour relancer la croissance et rétablir la confiance des consommateurs, la banque centrale américaine : la Federal Reserve (FED) a opéré une série de baisses de taux d'intérêts jumelée à une dérégulation massive du secteur bancaire. Des initiatives qui ont eu les effets escomptés puisqu'elles ont permis au PIB américain de croître de 0.7% en 2001, de 1.5% en 2002 et de 2.5% en 2003.

Profitant de taux fixe/bas, des ménages américains dont le profil de risque était élevé (ninja) ont afflué vers les prêts immobiliers, la chose qui a soutenu la forte croissance des États-Unis, mais a fortement endetté les ménages moyens.

Tant que le prix de l'immobilier n'as pas cessé d'augmenter depuis 1945, les banquiers ne voyaient pas de risque et n'envisageaient même pas un retournement de tendance en s'appuyant sur la loi faible des banquiers "les emprunteurs ne peuvent pas faire défaut ensemble et au le même temps!" Et même au cas de défaut des emprunteurs, cette défaillance devait être plus que compensée par la vente du bien hypothéqué. Les crédits subprime ont ainsi fortement progressé,

en 5 ans, ils ont augmenté à un rythme spectaculaire leur part dans le total des crédits est passée (figure 1) de 10% soit 200 Md\$ en 2001, à 30% soit 640 Md \$ en 2006.

**Graphique N°2 :Evolution des crédits subprimes**



En plus de prêter à un taux bas dit préférentiel, les crédits subprimes étaient rechargeables, c'est-à-dire que régulièrement on prenait en compte la hausse de la valeur du bien en hypothèque, et on autorisait l'emprunteur à se ré-endetter du montant de la progression de la valeur de son patrimoine.

**Exemple** : En 2002 M. *Jonhson* a aqvi, à crédit octroyé par sa banque *Leahman Brothers* et remboursable sur 30 ans, une maison à Floride à 150.000,00\$ au taux préférentiel fixe de 2,95% pendant les cinq premières années, la maison est automatiquement mise en hypothèque comme garantie en cas de défaut de remboursement par M, Jonhson. En 2005 on estime une appréciation de la valeur de la maison à 220.000,00\$.

M, Jonhson désire changer sa voiture Ford et acheter un Hummer, Dès lors il peut faire appelle une deuxième fois à sa Banque et percevoir un autre prêt allant jusqu'à 70 000,00\$ (150.000-220.000) tant que la valeur de l'immeuble en hypothèque couvre totalement le crédit entier (Premier et deuxième). Ainsi de suite à chaque fois qu'il y a une estimation à la hausse de la maison M.Jonshon a donc la possibilité de solliciter d'autres crédits de sa banque.

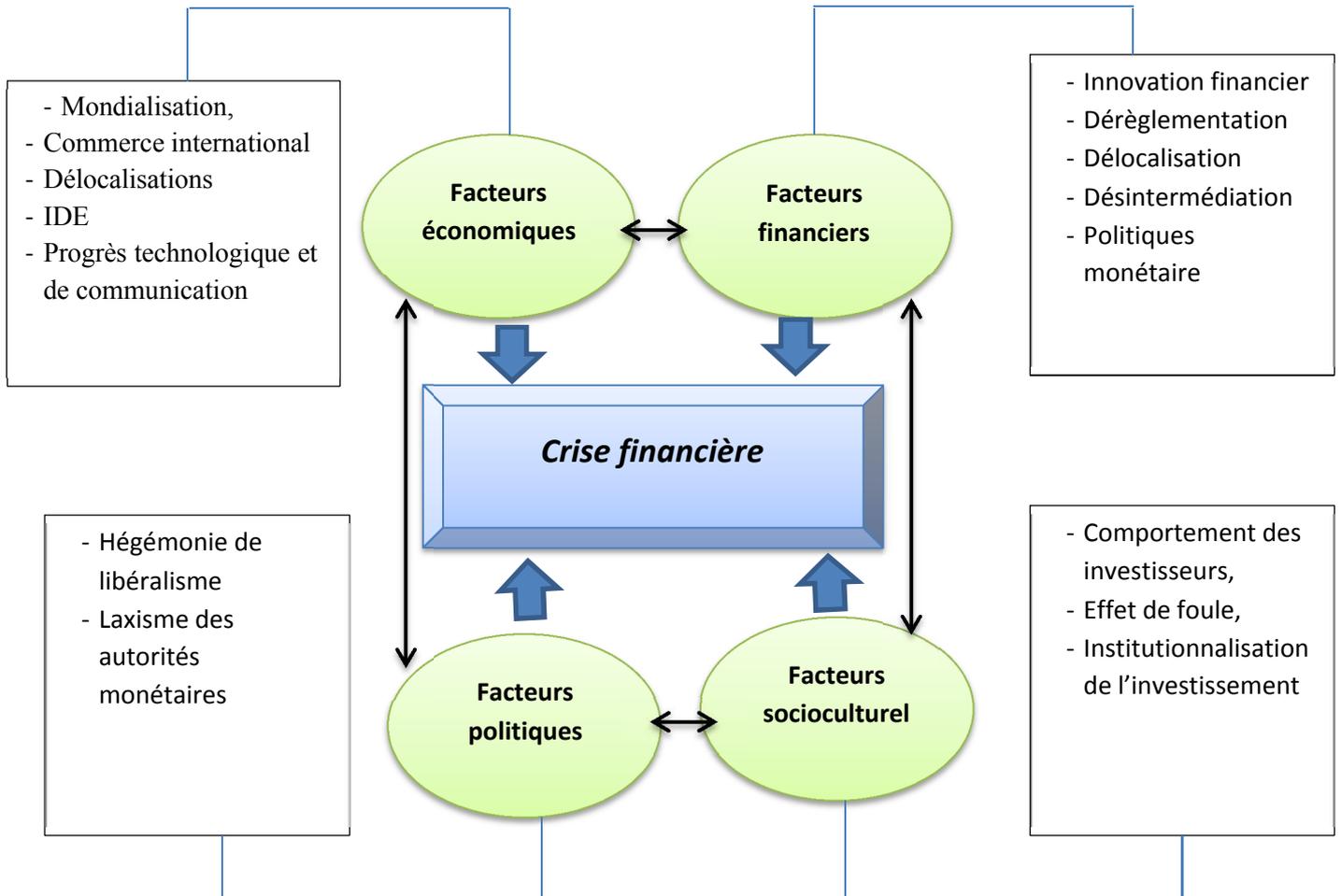
## **Section 2 : Les facteurs à l'origine de la crise :**

La crise actuelle est une crise systémique. La crise des 'subprimes', n'est que l'étincelle qui a failli faire sauter tout le système. Les facteurs déclencheurs ou d'exacerbation sont multiples. Le système financier mondialisé est un système social, ouvert et complexe. Il est de ce fait impossible de déterminer des relations de causes à effets directes. Les relations entre les différents facteurs sont du type circulaire. Chaque facteur est en même temps la cause et l'effet d'une relation causale complexe et dynamique. C'est pourquoi les analystes n'arrivent pas à se mettre d'accord sur telle ou telle cause. Chacun désigne l'autre comme coupable. Pour les institutions qui ont souffert des effets de cette crise, c'est la faute à la normalisation comptable. Pour les investisseurs et les normalisateurs comptables, c'est la faute à l'irresponsabilité des institutions financières.

En faite, les origines de la crise financière actuelle sont nombreuses. Il y a ceux qui relèvent de l'environnement des affaires après la crise des valeurs boursières de 2001 (taux d'intérêt anormalement bas, encouragement de la consommation, donc de l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat...). D'autres sont dues à l'hégémonie d'un système politique néolibéral au service du capital (mondialisation, déréglementation, recherche du profit, politiques à court terme, lobbying du congrès américain...). Enfin, un certains nombre de facteurs ne sont pas la cause directe de cette crise, mais ont contribué à son exaspération, telle la méthode d'évaluation des actifs financiers ou le déficit décisionnel des autorités américaines.

Sans être exhaustif, le schéma 1 de la page suivante reprend les principaux facteurs qui ont transformé l'éclatement de la bulle immobilière en crise systémique mondiale.

*Schéma 1 : les facteurs de la crise financière 2007-2008*



## **1. Facteurs financiers :**

Les facteurs financiers sont nombreux, les plus importants sont les innovations financières de plus en plus complexes avec comme objectif de placer les surplus de liquidité à des taux de rentabilité élevés, la déréglementation, la désintermédiation, le décloisonnement et des politiques monétaires conjoncturelles...etc

### ***1.1 Politiques monétaires :***

Le taux d'intérêt de référence de la banque fédérale américaine est responsable autant de la formation de la bulle que de son éclatement. En effet, après la crise boursière de 2000, l'économie réelle est durement touchée par une chute importante des investissements et une augmentation du chômage. Pour éviter de rentrer en récession, les autorités américaines ont opté pour une politique de stimulation de la demande par le crédit. La banque fédérale a ramené le taux de référence de 6,5% en 2001 à moins de 1% en 2003. C'est ce taux, anormalement bas (inférieur au taux d'inflation, donc négatif), qui a encouragé l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat. D'un autre côté, les détenteurs de liquidités (banques, actionnaires, fonds souverains, fonds de pension et bien d'autres) tant interne que ceux venant de l'extérieur à la recherche de rentabilité élevée, ont cherché d'autres sources d'emplois plus rémunérateurs. Cet 'argent facile' associé à la volonté de gagner toujours plus a poussé les institutions financières à prendre des risques excessifs sur les marchés financiers (Davanne, 1998). D'où, la facilité d'octroi de crédits hypothécaires de toutes sortes, et la mise en place de produits dérivés à des conditions très favorables, même à des familles à faible revenu, ce qui a permis la formation de la bulle immobilière.

C'est aussi le même taux d'intérêt qui est à l'origine de l'éclatement de cette bulle et l'effondrement des crédits hypothécaires à risque. A partir de 2006, le taux de référence a repris sa montée (de 1% en 2004 à plus de 5% en 2006). Les charges financières des emprunts se sont considérablement alourdies avec pour certains crédits à risque des taux dépassant les 15%, voir plus.

La Fed a augmenté le taux de référence pour plusieurs raisons. La première est une réaction à la baisse de la valeur du dollar par rapport à d'autres devises, particulièrement l'Euro. La deuxième, pour placer les bonds du trésor US à l'étranger pour financer leur budget, déjà largement déficitaire. Enfin pour tenir compte de l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine.

Les emprunteurs, souvent à très faible revenus et fortement endettés se trouvent, pour un grand nombre d'entre eux, dans l'impossibilité d'effectuer le service périodique de leur dette. Cette situation est qualifiée de "payement shock". Avant l'éclatement de la bulle immobilière, l'emprunteur en difficulté arrivait facilement à repousser les échéances en empruntant à nouveau tant que le 'loan to value ratio' est inférieur à un. Mais avec la chute du prix des logements, cela n'a plus été possible. S'il ne pouvait pas payer, son bien est saisi. Environ un million d'emprunteurs ont, fin Août 2007, perdu leur logement. Le taux de défaillance de paiement sur les crédits 'subprime' dépassait, à cette période, les 15%.

La chute des prix s'est ainsi auto alimentée avec l'augmentation des défaillances et des saisies.

### ***1.2 Crédits hypothécaires à risque :***

Les crédits hypothécaires à risque appelés 'subprime' sont une innovation financière consentis à des ménages à la solvabilité fragile pour permettre à de petits salariés, voire chômeurs, de devenir propriétaires. Ces crédits, appelés '*adjustable rate mortgages* ou subprime ARMs', sont remboursables, avec des taux qui varient à partir de la deuxième ou la troisième année de l'octroi du crédit. Ils comportent des taux d'intérêt usuraires et des frais élevés, sur des durées très longues pouvant atteindre 50 ans ou plus. En hypothéquant le bien acheté, la banque est, en principe, assurée du remboursement de son prêt en cas de défaillance de l'emprunteur, sauf si le prix du bien hypothéqué chute en dessous du montant de l'emprunt. C'est le cas de la crise des 'subprime' actuelle. Ces prêts sont octroyés par les banques commerciales aux groupes d'emprunteurs qualifiés de *NINJA* (*no income, no job and no asset*).

### **1.3 Titrisation :**

La titrisation est un outil de l'ingénierie financière relativement récent qui consiste à adosser des titres à un portefeuille d'actifs divers (le plus souvent des créances), à transformer des actifs financiers en titres qui peuvent ensuite être vendus sur le marché des capitaux. De manière générale, Andreas Jobst définit la titrisation comme une opération « consistant à regrouper certains types d'actifs pour les restructurer en titres portant intérêts ». C'est d'abord aux Etats-Unis que les opérations de titrisation ont débuté au début des années 1970 concernant des prêts hypothécaires, sous l'impulsion des trois grandes agences américaines (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae) avant de se répandre et de se complexifier depuis la deuxième moitié des années 1980. Les actifs titrisés sont sortis du carcan originel des prêts hypothécaires, l'opération de titrisation s'est considérablement complexifiée et est devenue un outil financier utilisé par les banques comme les entreprises, aux Etats-Unis comme en Europe. Concernant les volumes, la progression a été extrêmement rapide puisque l'on est passé de quelques millions de dollars dans les années 1970 à quasiment un équivalent de 2 000 milliards de dollars d'actifs titrisés aux Etats-Unis et de presque 400 milliards d'euro pour le marché européen il y a quelques années.

Cette innovation financière d'importance considérable a brusquement reçu toutes les attentions en étant l'un des acteurs principal de la crise financière actuelle. Parfois mise en accusation comme principal coupable de la crise, souvent considérée comme un symbole de la complexification et de la perte de contrôle des marchés financiers, l'opération de titrisation est devenue l'objet de toutes les questions. En ce sens : comment comprendre la titrisation à travers le prisme de la crise financière actuelle ?

#### **1.3.1 définition :**

Les prêts bancaires vont de plus en plus être transformés en titres de créances négociable TCN sur un marché (aspect principal de la désintermédiation). La titrisation par le premier paragraphe de l'article 2 de la loi N° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaire : « Titrisation : l'opération financière qui consiste à acheter des créances hypothécaires dont le prix est payé par le produit de

l'émission de parts représentatives de ces créances, et le cas échéant, par le produit de l'émission d'un emprunt obligataire adossé aux dites créances conformément aux dispositions de la présente loi ». Les parts représentatives sont également appelées certificats de titres représentatifs du droit de propriété.

### **1.3.2 La titrisation, une innovation de grande importance :**

Formellement, la titrisation est apparue, pour la première fois aux Etats-Unis dans les années 1970. À cette époque, elle venait répondre à un besoin de financement dans le secteur de l'immobilier résidentiel, caractérisé par une conjoncture de taux d'intérêts élevés et d'une réglementation stricte en matière de rémunération des dépôts (la réglementation Q). Les éléments fondateurs de cette technique, quant à eux, remontent à une phase historique antérieure. Après l'effondrement du système des saving and loans (qui finançaient le logement par la collecte de fonds à court terme et en prêtant à long terme) suite à la grande dépression des années 1930 2, l'administration Roosevelt créa, alors, trois organismes :

- ✓ *En 1932 : La Fédéral Home Loan Bank (FHLB) : qui arrêta la réglementation applicable aux caisses d'épargne, avec pour objectif de créer un marché secondaire.*
- ✓ *En 1934 : La Federal Housing Authority (FHA) : qui proposa une assurance contre les risques de défaillance sur le marché hypothécaire et imposa une standardisation des garanties et des prêts.*
- ✓ *En 1938 : La Federal National Mortgage Association (FNMA) : entité surnommée Fannie Mae, ayant statut d'agence gouvernementale et pouvant acheter les prêts hypothécaires et les Conserver 3. FNMA été, alors, chargée de la stabilisation du marché hypothécaire en achetant les prêts auprès des établissements financiers et en se finançant sur le marché obligataire. La garantie des créances hypothécaires était, de sa part, attribuée à la FHA et la *Veteran Administration (VA).**

Après des années de succès, ce modèle a atteint ses limites, pour un ensemble de raisons notamment la croissance de l'encours des créances

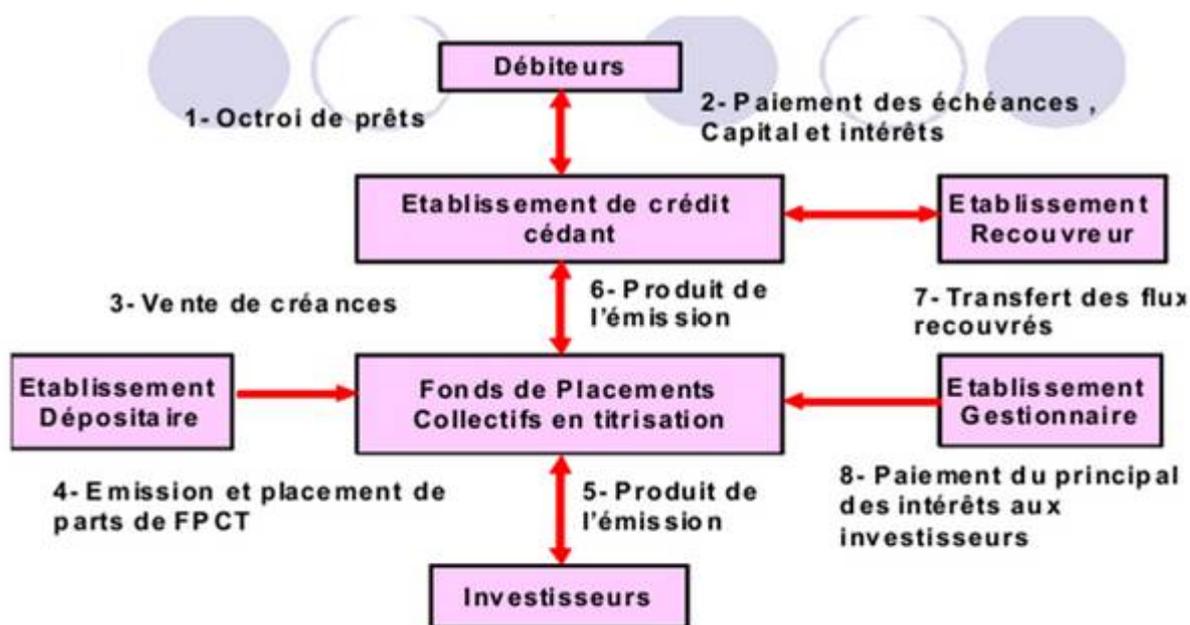
hypothécaires, la hausse des taux d'intérêt ou encore la concurrence qui émergeait sur le marché du logement.

Pour faciliter le refinancement des prêts hypothécaires, les pouvoirs publics ont adopté une réforme à partir de 1968. FNMA a été scindé en deux organismes : l'un conservant son nom et ses fonctions antérieurs et l'autre prenant le nom de *Gouvernement National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae)*. Doté d'un statut public, on a lui donné pour mission d'accorder la garantie de l'Etat fédéral aux certificats représentatifs des créances hypothécaires qui étaient émis par les établissements de crédit aux standards FHA ou VA. En 1970, un autre organisme vit le jour, la *Federal home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie Mac)*, une agence fédérale qui, sous sa propre signature, assume des tâches proches des deux précédentes (FNMA et GMA). Ce sont ces institutions qui ont permis de faire démarrer la titrisation aux Etats-Unis<sup>4</sup>.

Il est important de souligner à ce stade que le marché de l'immobilier a toujours représenté la véritable motivation pour le démarrage de la titrisation. Qu'il s'agisse de sa version initiale des années 1930 ou de celle des années 1970, la titrisation est venue répondre aux besoins de ce marché. Nous verrons plus loin que cela restera valable pour la troisième phase du développement de la titrisation, c'est-à-dire celle que nous avons connu durant les années 2000.

De manière plus générale, on peut schématiser l'opération de titrisation en la simplifiant :

### Schéma N°2 : l'opération de titrisation



Les débiteurs reçoivent des crédits de l'établissement de crédit à long et moyen termes (1) en contrepartie du paiement à l'échéance du prêt principal plus l'intérêt (2). Mais vu que ce prêt est de longue durée, l'établissement de crédit en se basant sur des facteurs, il cherche à se refinancer sur le court terme pour redistribuer de nouveaux crédits. Cet objectif est atteint par la titrisation, où l'établissement de crédit vend un lot de ses créances (3) au FPCT, ce dernier émet des parts représentatives de ces créances, à l'aide de l'établissement gestionnaire (4). Ainsi, ces parts sont placés aux investisseurs, lesquels deviennent copropriétaires du fonds et des flux (intérêts et principal) générés par les créances (5), les flux générés sont affectés à l'établissement cédant (6), ensuite, l'établissement recouvreur assure le recouvrement des créances à l'échéance (7), et l'établissement gestionnaire-dépositaire paie le principal et l'intérêt aux investisseurs (8).

La crise de l'été 2007 va provoquer de nombreuses remises en question et mettre en cause des systèmes déficients :

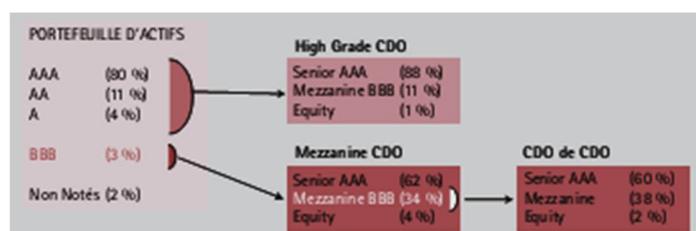
- ✓ L'un des acteurs clés de la finance est pointé du doigt, il s'agit des agences de notation qui n'ont pas su anticiper la baisse du marché immobilier américain et abaisser la note des organismes de crédits à risque.

- ✓ Le non transparence des véhicules financiers liés aux subprimes et leur mauvaise catégorisation sont également remis en cause : certains véhicules étaient classés en produit monétaire correspondant à des produits à risque faible.

### 1.3.3 Typologie des titres de la titrisation :

**MBS** (Mortgage-Backed Securities) : titres adossés à prêts hypothécaires liés au finance-ment de biens immobiliers. **RMBS** : prêts immobiliers résidentiels (dont les subprimes). **CMBS** : prêts immobiliers d'entreprises. **ABS** (Asset-Backed Securities): titres adossés à un portefeuille de créances non hypothécaires (prêts à la consommation, encours de cartes bancaires, prêts étudiants, prêts automobiles...). **CDO** (Collateralized Debt Obligations) : titres adossés à des portefeuilles divers. **CMO**: prêts hypothécaires (dont les subprimes). **CLO** : prêts bancaires (loans). **CBO** : obligations (Bonds). CDO de CDO (**CDO2**) voire de CDO 2(CDO3). **CSO** (Collateralized Synthetic Obligations) : dérivés de crédit (**CDS** : Credit Default Swaps).

#### Schéma N°3: Construction de CDO



Le développement de la titrisation a été particulièrement rapide. Si l'on considère le marché des MBS/CMO et des ABS obligataires, l'encours fin 2007 aux États-Unis s'élève à près de 10 000 milliards de dollars, soit une multiplication par trois en dix ans (figure 1.12). Ce marché représente près de 40 % du marché obligataire, loin devant les obligations émises par les entreprises (5 800 milliards de dollars) ou par le Trésor (4 500 milliards de dollars).

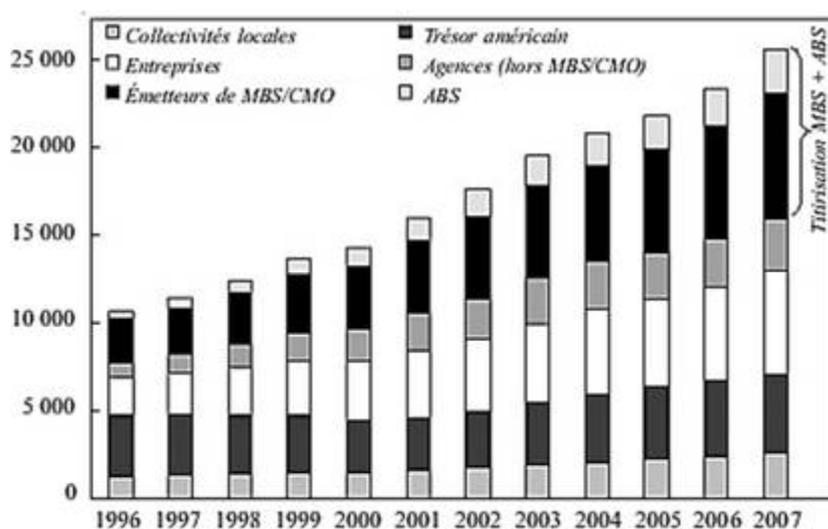
En Europe, le marché de la titrisation est différent du marché américain. On distingue en effet les covered bonds (Pfandbriefe en Allemagne obligations foncières en France...) qui composent environ la moitié du marché, et les ABS qui composent

l'autre moitié. Pour ce qui est du marché des ABS, le marché européen est relativement modeste comparé au marché américain : au maximum, les émissions d'ABS ont atteint 100 milliards d'euros au deuxième trimestre 2007, contre 238 milliards d'euros(21) aux États-Unis sur la même période.

### Graphique N°3 : Le marché de la titrisation aux États-Unis

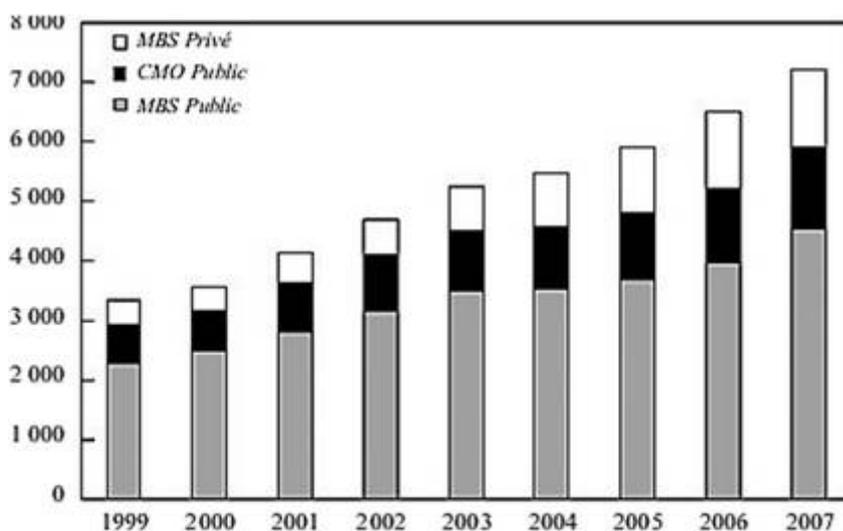
#### a. Marché obligataire par type d'émetteurs

Encours en milliards de dollars



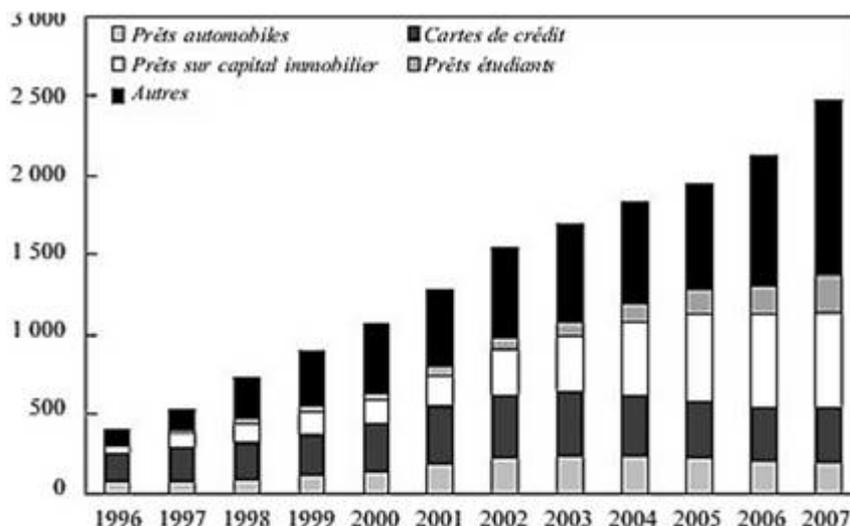
#### b. Marché des MBS

Encours en milliards de dollars



*c. Marché des ABS*

*Encours en milliards de dollars*



*Source: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)*

**1.3.4 Avantages de la titrisation :**

La titrisation permet aux initiateurs de diversifier leur refinancement, de gérer au mieux leur bilan et les risques qui s’y trouvent.

Point de vue des organismes initiateurs

✓ Diversification du refinancement

Traditionnellement pour pouvoir octroyer des prêts immobiliers les «initiateurs» de ces crédits se refinaient sur les marchés financiers. Pendant longtemps cette base de refinancement a existé mais s’est révélé trop étroite, avec peu d’intervenants et donc trop peu liquide. Aux Etats Unis, le financement des prêts immobiliers avait une base essentiellement locale. L’émission de titres adossés à des créances a permis d’amener de nouveaux investisseurs qui en achetant ces titres refinaient les prêts immobiliers. Le marché sur lequel se refinaient les initiateurs est ainsi devenu plus large et plus liquide.

✓ Gestion du bilan

Les initiateurs de crédits sont soumis à des contraintes de ratio de fonds propres de l’ordre de 4% sur les prêts hypothécaires. S’ils disposent de créances, ils doivent détenir un montant associé de fonds propres. La cession de leurs créances au

SIV (qui n'a pas d'obligation de fonds propres), permettent aux initiateurs de bénéficier d'un assouplissement des contraintes de fonds propres.

✓ Outil de gestion des risques

Avec la titrisation, on est passé du modèle traditionnel *buy and hold* au modèle *originate to distribute*<sup>3</sup>, de ce fait les risques encourus sur les engagements sont redistribués sur les marchés. Cette réduction des risques portés au bilan concerne aussi bien les risques de liquidité, que les risques de défaillance, ces derniers étant tous les deux transférés au détenteur de titres. La titrisation constitue donc un outil de gestion de risques pour l'initiateur qui en cédant ses créances à un « véhicule » sort du bilan tout ou partie des risques concernés.

Point de vue des investisseurs : acquéreurs de produits titrisés

La titrisation assure aux investisseurs la possibilité de diversifier leur portefeuille avec des produits présentant un profil risque rendement intéressant.

✓ ***Diversification de leur portefeuille***

Il existe une large gamme de produits titrisés aussi bien du point de vue des profils que du terme<sup>4</sup> de remboursement, ce qui fait de la titrisation un outil de diversification de portefeuilles pour les investisseurs ; outil de diversification garanti par la notation des agences, le réhaussement des monoline ou encore les swap qui protègent les investisseurs contre les chutes de la valeur de marché des produits titrisés.

✓ ***Rentabilité***

Historiquement les titres adossés à des créances ont une rentabilité plus élevée que celle des bons du trésor ou des obligations d'entreprise pour un même rating, écart du principalement à l'incertitude sur le calendrier des flux de remboursement. Historiquement, la rémunération aux Etats Unis des créances notés AAA titrisés, a été de 100 à 200 points de base au dessus des bons du trésor, quand celle des obligations d'entreprises notée AAA n'étaient que de 30 à 90 points de base.

---

<sup>3</sup> Créer un actif et transférer les risques sur d'autres gens.

<sup>4</sup> La titrisation classique est représentée par les émissions de billets de trésorerie (asset backed commercial paper) (court terme) et d'asset backed securities (Moyen Long terme)

L'opération de titrisation s'apparente donc à une opération « gagnant- gagnant », toutefois cette opération, comme l'aura révélé la crise de 2007, engendre des risques dont certains sont de nature à causer de grands troubles financiers du fait de l'opacité entourant l'opération de titrisation.

#### **1.4 Déréglementation, désintermédiation:**

« *La désintermédiation, la déréglementation et la libéralisation financières ainsi que la titrisation sont probablement les évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie. Elles ont non seulement profondément modifié le paysage financier mais également le contour de la liquidité.* » ( CLERC L., 02-2008) La déréglementation financière initiée au cours des années 1980 ainsi que la fin des parités fixes de change sont à l'origine de plusieurs crises : le krach de Wall Street en octobre 1987, la crise des caisses d'épargne américaines 5, la crise du système monétaire européen de 1993, la débâcle russe ainsi que celle du Mexique en 1995, celle de nombreux Etats d'Asie du sud-est et d'Amérique latine (1997-1998), de la « nouvelle économie » en 2001 avec l'éclatement de la « bulle Internet » en 2001-2002 (Le Monde Diplomatique, mercredi 8 août 2007). Pour Plihon (2000), « l'origine des crises peuvent être expliquées, en grande partie, par les comportements spéculatifs des banques induits par la libéralisation financière». En effet, les plus grandes banques à travers le monde ont créé leurs '*dealing rooms*', à l'exemple de la Société Générale, où des centaines de milliards de dollars sont quotidiennement engagés dans des opérations spéculatives.

Avec la désintermédiation, le système bancaire n'est plus seul à offrir du crédit. D'autres institutions financières non bancaires sont venues concurrencer les banques en mettant de la liquidité en circulation. « *Cette 'finance facile' a, d'un autre côté, exacerbé la tentation des investisseurs de prendre davantage de risques et d'avoir plus largement recours à l'endettement, alimentant ainsi l'expansion du crédit et de la monnaie.* » ( Clerc,02-2008).

#### **1.5 Mondialisation :**

«*La mondialisation a contribué à la crise financière actuelle et servira sans aucun doute également à sa solution.* » (Geisst, 2009) C'est une crise

systémique dans un monde de plus en plus complexe. Aucun facteur ne peut seul provoquer une telle crise. C'est le cas de la mondialisation des échanges. En effet, l'abolition des frontières au déplacement des capitaux avec la dérèglementation, la désintermédiation, les innovations financières, le développement sans précédent des moyens de transport et de communication dans une économie mondialisée, ont exacerbé la crise et ensemble ont permis l'apparition et propagation à une vitesse inattendue de cette crise à tous les pays du monde. C'est dans ce contexte qu'il est devenu impossible de localiser les risques créés par la complexité des produits structurés et la dégradation des standards d'octroi de crédits. C'est aussi pour cette raison qu'une simple crise de crédits hypothécaires (qui représentent moins de 50% des actifs des banques les plus exposées), a augmenté l'incertitude relative à la valeur réelle des actifs financiers détenus par toutes les banques quelque soit leur pays de domiciliation. Par effet de contagion (Aglietta, 1999), même celles qui ne sont pas exposées au marché des crédits immobiliers sont soupçonnées de détenir des produits 'toxiques'. Cette incertitude s'est transformée en crise de confiance majeure.

## **2. Facteurs économiques :**

Dans le fordisme, la croissance et l'activité économique sont déterminées suivant une logique productiviste de création de valeur ajoutée dans l'entreprise non financière (la période des trente glorieuses). Avec les politiques macroéconomiques des dernières décennies, la croissance est déterminée par la consommation rendue possible par l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat. Le modèle financiarisé actuel est entretenu par le crédit. *« C'est l'anticipation de la richesse future, telle que mesurée par la bourse, qui déclenche le processus de production. Les anticipations et la confiance en la finance sont donc déterminantes quant à la possibilité d'un tel régime (Boyer, 2009) »*. Il a suffi un assèchement soudain de ce dernier ('*credit-crunch*'), déterminant de l'activité économique, pour que la crise financière se transforme rapidement en crise de l'économie réelle et en dépression. La crise actuelle a fait ressortir les limites d'une accumulation tirée par la finance, mettant ainsi fin aux certitudes de ceux qui annoncent la

suprématie de la financiarisation comme mode d'accumulation en remplacement du fordisme (Aglietta, 1998).

### **3. Facteurs politiques :**

La crise actuelle est de cette ampleur en raison de l'obstination du gouvernement américain refusant d'admettre que ses politiques sont à l'origine de la crise de confiance.

Les autorités politiques américaines ont souvent alimenté la crise. Qu'il s'agit de l'exécutif ou du congrès, le lobbying a poussé les autorités à prendre des décisions qui, sans évaluer leurs conséquences ont constitué des éléments du déséquilibre. «Des avertissements ont été donnés aux autorités de réglementation de l'imminence d'une crise, mais ils ont choisi de les ignorer, pensant que le marché peut s'autoréguler.» (Baily et Litan ,05-2009).

Les contradictions dans la politique économique et financière des autorités américaines sont apparues avec la crise et la recherche du coupable. La crise économique s'est transformée en crise idéologique entre les partisans de l'intervention de l'Etat et les libéraux, partisans du marché et de la mondialisation. (Sorman, 2009). Pour les partisans de l'intervention de l'Etat, la crise est née d'une insuffisance de réglementation, du laxisme et de l'inexistence d'un système de contrôle avec des pouvoirs étendus (Olivier Davanne, 1998). Alors que les libéraux accusent l'Etat d'interventionnisme à travers des décisions qui ont encouragé la spéculation, en favorisant l'endettement excessif des ménages. C'est en fait l'Etat et ses démembrements qui ont faussé le marché en inondant le marché de liquidité sans contrôle. « Anna Schwartz (cofondateur avec Milton Friedman, de la théorie monétariste) accuse Alan Greenspan et son successeur Ben Bernanke d'avoir inondé le marché d'une quantité de monnaie incontrôlée ». Elle rappelle en outre que « toutes les crises américaines ont toujours été générées par la surabondance de monnaie : elle seule permet la spéculation et les bulles. Réglementer les marchés financiers lorsque ceux-ci croulent sous l'argent, dit Anna Schwartz, est techniquement impossible. Pour cette raison, Milton Friedman recommandait que la monnaie soit gérée selon des critères arithmétiques et non pas au gré de l'humeur des banquiers centraux et des gouvernements » (Sorman, 2009).