Dix questions sur la crise

Michel Aglietta

Professeur à l'université de paris X Nanterre

Journées de l'Economie

Lyon 21 novembre 2008

Extraits d'un article pour le Nouvel Observateur

1/ Que sont exactement les crédits subprime ?

Michel Aglietta.- Les crédits subprime sont des crédits qui ont été distribués à des ménages sans aucun plancher de ressources. Ces crédits d'une durée de trente ans étaient construits de la façon suivante : deux ou trois années de taux d'intérêts alléchants, puis renégociation à des taux plus élevés et variables. Ainsi la charge de paiements mensuels sur les ménages pouvait-elle s'accroître brusquement de 25 à 40% au dessus de son niveau initial. Il faut savoir aussi qu'aux Etats-Unis, outre les banques locales, les crédits hypothécaires peuvent être accordés par des courtiers spécialisés hors de toute réglementation et supervision. Ceux-ci ne les conservent pas, mais les transfèrent à des banques d'investissement qui les mettent en pool pour les transformer en titres financiers. Ces courtiers sont rémunérés par une commission et cherchent donc à faire le

plus de volume possible, sans se soucier du risque pris ou de la capacité du ménage à rembourser. Le système reposait donc sur une incitation perverse. C'est ce type de crédit distribué à des ménages qui a augmenté à une vitesse vertigineuse

2/ Comment la crise a-t-elle éclaté ?

Michel Aglietta.- Un mécanisme diabolique s'est mis en place. Aux Etats-Unis, lorsque le prix d'un bien immobilier acheté à crédit -pour une valeur de 100 par exemple- monte, puis dépasse la valeur du crédit -et vaut par exemple 150-, le ménage peut augmenter son prêt et utiliser l'argent à ce que bon lui semble : consommation, achat d'une voiture, financement d'études ... Une maison peut ainsi garantir plusieurs prêts. Cette démarche était très facile et encouragée par les banques. A l'inverse, lorsque le marché de l'immobilier baisse et que la maison vaut moins cher que le crédit contracté pour l'acheter, -moins de 100 dans notre exemple- le ménage n'a qu'à envoyer la clef par la poste à sa banque et il est libéré de sa dette. La famille se retrouve alors sans toit et la banque avec un bien dont la valeur ne fait que baisser. Dès la fin de l'année 2005, les prix de l'immobilier ont marqué le pas et la baisse a commencé à l'automne 2006. De plus en plus d'américains se sont trouvés dans l'incapacité d'honorer les échéances. Et pourtant, j'insiste sur un point qui montre l'incroyable irresponsabilité des banques et des agences de notation chargées d'en évaluer la qualité,: la distribution de crédits « subprime » et leur transformation en titres financiers s'est accélérée alors même que le marché avait commencé à baisser !

3/ Comment ces crédits se sont-ils disséminés ?

Michel Aglietta.- Le marché des créances hypothécaires est le plus gros département du marché des capitaux aux Etats-Unis. Il est tout à fait crucial pour l'ensemble de la finance. Il est organisé autour de deux grandes agences parapubliques : Freddie Mac et Fanny Mae. Celles-ci collectent les crédits immobiliers consentis aux ménages dans tout le pays, puis elles les transforment en obligations qui sont vendues à l'ensemble de la communauté financière. Ainsi ce n'est plus la banque qui demeure créancière d'un ménage, mais indirectement, celui qui a acheté les titres émis par ces deux institutions. Et cet investisseur peut se trouver aussi bien à Wall Street, qu'à Tokyo ou Paris. Jusqu'en 1998, le processus était très contrôlé par les deux agences. Elles garantissaient les crédits qui respectaient certaines normes de qualité. C'est pourquoi ils sont appelés « prime ». Les ménages qui ne rentraient pas dans ces critères n'avaient pas accès à ce type de crédit. Au début des années 2000, les banques d'investissement de Wall Street ont utilisé la même logique pour les crédits « subprime ».

Lorsque les défauts de paiements sur les crédits subprime se sont multipliés et ont provoqué la faillite de la banque Bear Stearns en mars 2008, le trésor a autorisé – car cela n'était dans leur statut - les deux agences Freddy Mac et Fanny Mae à acheter des créances subprimes. Il pensait que cela stabiliserait le marché des subprimes. En fait , cela n'a fait que détériorer le bilan des deux agences.

Le montant des crédits que ces deux agences possédaient à leur bilan ou qu'elles garantissaient étaient de… $5400 milliards, alors que leur capital était de 81 mds, dont 70 constituaient le minimum réglementaire! Or les pertes déjà anticipées allaient détruire $53 mds. Il en a résulté un effondrement du cours de leurs actions par crainte d'un refus des prêteurs de renouveler leurs dettes. La situation était d'autant plus dangereuse que 1000mds de dettes de ces agences était détenues par des non résidents. En août 2008, la Banque centrale de Chine

parmi d'autres créanciers s'est mise à vendre des créances de ces deux agences. La menace d'une paralysie complète du marché immobilier doublée d'une crise du dollar a fait réagir les autorités. Le secrétaire au Trésor Henry Paulson a dû agir vite et nationaliser les deux agences, pour un coût qui pourrait atteindre 200 milliards de dollars (150 milliards d'euros).

4/ Quel est le rôle de la titrisation dans cette crise ?

Michel Aglietta La titrisation est une technique financière consistant à mettre en pools des crédits individuels et à émettre en contrepartie des titres structurés en tranches selon un principe de subordination, de sorte que les tranches de risque plus élevé protègent les tranches dites « senior » lorsque les défauts sur les crédits du pool augmentent. Les banques d'investissement ont ainsi traité les crédits « subprime ». Ces opérations ont eu lieu hors de leurs bilans dans des sortes de banques parallèles (« conduits » et « special investment vehicles ») qui devaient revendre les produits de la titrisation à des investisseurs. Les banques d'affaires se disaient : j'achète un millier de prêts et, pour réduire le risque, je compose le pool avec des crédits faits dans des régions très différentes – Floride, Californie, Texas.... Les tranches senior paraissaient donc protégées par la diversification des crédits du pool. Ni les banques, ni les agences de notation n'ont envisagé une baisse généralisée des prix immobiliers sur tout le territoire des Etats-Unis. Mais la baisse immobilière et les défauts sur les crédits se sont renforcés réciproquement à cause des saisies des biens des ménages insolvables, biens que les banques s'efforçaient de vendre à perte. Les pertes se gonflant très vite, les tranches subordonnées ont été détruites et n'ont plus protégé les tranches senior ; ce qui a provoqué la défiance des investisseurs, gelé les transactions et empêché l'évaluation des titres, créant une énorme incertitude.

5/ Comment les banques ont-elles pu persuader les investisseurs d'acheter ces titres

Michel Aglietta.- D'abord grâce au rôle des agences de notation. Il y a trois sociétés américaines (Moody's, Fitch…) qui évaluent la qualité d'un titre ou la solidité d'un émetteur. Puis elles leur donnent une note. Comme les prêts regroupés dans les pools de crédits puis « titrisés » paraissaient bien diversifiés, les agences de notation estimaient que le risque global était peu élevé et elles ont accordé de bonnes notes aux titres émis. Ainsi les investisseurs institutionnels, les caisses de retraite, les fonds de pension, les compagnies d'assurance vie, se sont laissés séduire par ces titres qu'on leur présentait comme des produits pas plus risqués que les emprunts d'Etat mais rapportant 0,5 à 1% de plus. Ils ont vu dans ces obligations une manière de doper leur rendement.

La mécanique s'est enrayée au printemps 2007. Les agences de notation se sont soudain réveillées. Elles ont abaissé la note de nombreuses obligations construites sur les pools de crédits hypothécaires qu'elles avaient auparavant évaluées AAA, la meilleure appréciation possible. Cette réévaluation du risque a tari la vente des titres par les architectes de la titrisation aux investisseurs. Ces titres sont devenus illiquides. Comme les banques parallèles n'avaient pas de dépôts, elles se finançaient à court terme sur les marchés monétaires et par des lignes de crédit fournies par les banques d'affaire. Elles ont alors rencontré les pires difficultés à refinancer leurs positions. C'est ainsi que la détérioration de la valeur des crédits a provoqué des crises de liquidité récurrentes que les banques centrales ont dû désamorcer en alimentant en urgence les banques.

6/- A combien estimez vous les pertes ? Existe-t-il d'autres bombes à retardement dans la finance américaine qui peuvent aggraver la crise.

Michel Aglietta.-. Les estimations du montant des pertes augmentent sans cesse. On les évalue dans une fourchette très large : entre 1000 et 2000 milliards de dollars. Les banques auraient déjà perdu environ 500 milliards des dollars, soit 360 milliards d'euros. Seulement, les pertes ne se limiteront pas aux crédits immobiliers. Il y a en effet d'autres bombes à retardement : il y aura aussi des pertes générées par les crédits à la consommation (achat de voitures…), que les américains ne pourront pas rembourser - aux Etats-Unis, le taux d'épargne des ménages est nul, alors qu'il s'élève à 15% environ en France-. Leur ampleur exacte dépendra de la gravité de la crise et de la récession que connaîtront les Etats-Unis. Cette crise financière provoque un ralentissement économique très fort, le développement du chômage, la contraction de la consommation. Il va s'ensuivre une forte baisse des profits des entreprises. Or de nombreuses entreprises se sont endettées dans les années d'euphorie, soit pour racheter leurs actions, soit pour financer des acquisitions. Les crédits aux entreprises servent de support à un marché dérivé très complexe de transfert des risques

qui pèse 62.000 milliards de dollars, soit 20 fois le Produit Intérieur Brut de la France : c'est celui des « credit default swaps (CDS)». Ces instruments sont des assurances qu'un prêteur achète auprès d'une banque ou d'une compagnie d'assurance pour se prémunir contre le risque de défaillance d'un emprunteur. Ces produits dérivés transfèrent et disséminent le risque de défaut des crédits entre opérateurs. L'assureur AIG était devenu un acteur très important sur ce marché. En s'effondrant, il risquait d'entrainer dans sa chute beaucoup de monde. C'est pour cela que le gouvernement américain l'a nationalisé. Mais des défauts multipliés parmi les entreprises pourraient entraîner de nouvelles mauvaises surprises dans le marché des CDS.

7/ Quelles conséquences cette crise aura-t-elle sur la croissance en Europe?

Michel Aglietta.- Le premier effet sera la raréfaction du crédit. Les banques ayant toutes accumulé des pertes, leur priorité va être d'améliorer leur solidité financière. Soit elles émettent des actions pour augmenter leur capital – mais la période n'est pas idéale – soit elles reconstituent leurs marges en devenant plus restrictives sur le crédit. Et c'est déjà ce qui se passe. Il est de plus en plus coûteux pour les ménages et les entreprises d'emprunter. Pour les crédits risqués l'offre se raréfie. En outre, la crise immobilière touche aussi l'Europe, même si les mécanismes de financement ont été différents de ceux des Etats-Unis en Europe continentale mais pas au Royaume Uni.. la baisse des prix immobiliers est particulièrement forte au Royaume Uni, en Espagne et en Irlande. De nombreux ménages ne vont pas pouvoir rembourser leurs emprunts. Et la baisse des prix immobiliers diminue la richesse des ménages qui se sont endettés lourdement sur la valeur d'un bien déprécié. La consommation, qui avait déjà pâti de la hausse du prix des matières premières, va continuer de chuter. Et pour les entreprises, l'euro fort des mois antérieurs – très pénalisant pour les exportations européennes – va continuer de faire sentir ses effets pendant un certain temps.

La France est déjà entrée dans un processus de récession. Au moins ce semestre. Avec des conséquences en terme de chômage et de pouvoir d'achat. Pour l'an prochain on verra. Tout dépendra de la rapidité avec laquelle les mesures prises par les américains feront sentir leurs effets. Mais il faut savoir que lorsque une crise touche le système bancaire, elle est toujours assez longue car il s'agit de remettre les bilans en ordre ; ce qui veut dire réduire les leviers d'endettement et recapitaliser. Or ce processus provoque un cercle vicieux lorsqu'il est poursuivi par tous les agents économiques privés. Chacun a intérêt à réduire ses dépenses pour pouvoir réduire ses dettes et rétablir sa situation financière : Ménages, entreprises, banques. Tout le monde le faisant en même temps, la demande privée diminue. Il y a donc moins de revenus, moins de profit et donc une

grande difficulté à reconstituer les capital. C'est ainsi que la crise japonaise s'est éternisée dans les années 1990.

8/ L'Europe peut-elle réagir ?

Michel Aglietta.-Les Etats-Unis montrent la voie. Dans une crise d'une telle ampleur, lorsque l'économie privée ne dépense plus assez, l'état est l'emprunteur en dernier ressort par le déficit public. C'est dans la phase de reprise que l'état doit réduire sa dette en reconstituant des excédents budgétaires. Or la politique économique de l'Europe est paralysée par le carcan du pacte de stabilité qui n'est absolument plus adapté à notre époque. Les gouvernements européens sont incapables de promouvoir une action collective budgétaire. On l'a vu au dernier sommet européen Ecofin où rien n'a été décidé. Et il ne faut pas compter sur la Banque centrale européenne pour qu'elle abaisse le taux d'intérêt de manière préventive. Si on regarde les cycles économiques depuis 1980, c'est toujours aux Etats-Unis que les crises éclatent et c'est toujours l'Europe qui subit un ralentissement économique plus long. Les répercussions du retournement américain nous arrivent environ un an après. Mais faute de réponses adéquates, on met tellement de temps à s'en remettre qu'on en est à peine sorti que la crise suivante arrive ; Dernier exemple : Les Etats-Unis sont repartis en 2003 ; nous en 2005, et hop en 2008 ça recommence. Nous n'avons pas le temps de reconstituer une dynamique durable et cela a pour conséquence, l'affaiblissement de la croissance de long terme.

9/ Les banques française sont-elles moins en danger ?

Michel Aglietta. – Toutes, les banques européennes, mais aussi les compagnies d'assurance sont impliquées. Elles ont participé au processus, notamment à

travers leurs filiales américaines. Elles ont acheté ces produits financiers « titrisés ». Certain, comme le suisse UBS ont perdu des dizaines de milliards de dollars. Cependant les banques françaises comme la plupart des banques européennes sont universelles. Elles, marchent sur plusieurs pieds : elles sont à la fois des banques d'investissements sur les marchés financiers, mais aussi des banques de détail, avec des agences, qui collectent des dépôts et distribuent des crédits, elles font également de l'assurance etc.. Ce qui fait que lorsque leur activité d'investissement est en danger, la banque dans sa totalité va courir à son secours. C'est ce qui s'est produit par exemple au Crédit Agricole, où les caisses régionales ont secouru la caisse nationale à la suite des énormes pertes de sa banque d'investissement Calyon. Cela dit ce modèle de la banque universelle n'est pas totalement prémuni contre le problème d'insolvabilité. Il a le défaut de mettre les déposants en péril à la suite des risques excessifs pris dans les marchés de capitaux par le département de la banque d'investissement. Au bout du compte, s'il y a des pertes énormes, on l'a vu avec l'assureur AIG, les pertes du département investissement peuvent lessiver tout le capital de l'ensemble.

10/ Que pensez vous de ce plan de sauvetage géant qui pourrait coûter 1000 milliards de dollars au contribuable américain ?

Michel Aglietta.- Les Etats-Unis ont recouru deux fois à des actions extraordinaires de ce type au XX° siècle. En 1933 la Reconstruction Finance Corporation a été créée pour recapitaliser les banques qui restaient encore debout après les vagues de faillites des années précédentes. En 1989 la Resolution Trust Corporation a été créée pour racheter les créances douteuses des caisses d'épargne dans la précédente crise immobilière. Dans tous les cas les contribuables sont appelés à éponger les conséquences de l'imprudence et de la

cupidité des banquiers. L'état est en quelque sorte l'otage de son imprévoyance antérieure. En prétendant que les marchés pouvaient s'auto discipliner et donc en démantelant les régulations et en laissant des trous noirs dans la supervision, les dirigeants politiques depuis Reagan et Thatcher ont délibérément favorisé l'instabilité financière. Mais une fois que le mal est fait, la sauvetage stratégique et systématique coûte encore moins cher que la poursuite la tactique du pompier consistant à sauver une à une les institutions financières trop grandes ou trop connectées pour faire faillite.

Pour financer son plan dont on est encore loin de connaître les caractéristiques précises, l'état américain va devoir s'endetter pour des montants colossaux qui s'ajoutent à ceux résultant des prises en charge d'organismes financiers tels que Fannie Mae, Freddie Mac et AIG. Certes les pertes définitives au bout de nombreuses années pourraient s'avérer limitées par la revente des créances. Mais le déficit public de la somme des interventions pourrait atteindre de 5 à 10% du PIB de 2008. Tout va dépendre du prix auquel l'état va racheter les créances et de sa volonté de les geler ou de les revendre le plus rapidement possible. Les autorités américaines vont faire une analyse assez précise des différentes banques et sélectionner dans les crédits ceux qu'elles prennent et ceux qu'elles laissent aux établissements financiers.

11/ Quelles leçons tirer de cette crise du capitalisme financier

Michel Aglietta.- Cette crise marque la faillite d'une croyance selon laquelle le système financier peut fixer ses propres règles de fonctionnement, s'autoréguler. C'est donc l'échec d'une idéologie qui s'est développée, il y a trente ans sous Ronald Reagan et Margaret Thatcher puis a atteint son paroxysme avec Georges Bush et Alan Greenspan (ex patron de la Reserve Fédérale). Elle a permis non

seulement à l'ingénierie financière de se développer mais aussi d'être exploitée de manière perverse.

La prise en charge du système financier par l'état clôt une époque d'une trentaine d'années, celle de tous les excès, du crédit mais aussi de l'élargissement inadmissible des inégalités dû à l'emballement sans contrôle de la finance de marché. L'énormité du déficit public américain à venir et le retour des réglementations indispensables dans les banques et les marchés de capitaux vont durablement accroître les coûts du crédit et limiter les leviers d'endettement. Il s'ensuit que la croissance débridée de l'Occident à crédit, alors que la grande majorité des revenus réels stagne, est parvenue à son terme. La croissance future devra être financée beaucoup plus par des fonds propres alloués à des investissements à long terme. Ceux-ci sont appelés par la poursuite du rattrapage des pays émergents qui va devoir se tourner vers les besoins internes et tirer la croissance mondiale.

Heureusement la Chine développe un modèle alternatif de capitalisme maîtrisé par l'état et fondé sur la puissance de l'épargne accumulée. L'essor de la finance asiatique qui va progressivement organiser ses marchés financiers et développer ses investisseurs institutionnels permet d'envisager un système financier global selon de nouveaux schémas : épargne occidentale s'investissant dans les pays émergents, mais aussi entrée massive des capitaux par des fonds souverains et des entreprises des pays émergents venant acquérir des entités économiques occidentales en renforçant leur base en capital.