

LA CRISE FINANCIÈRE DE L'ÉTÉ 2007 : QUELQUES RÉFLEXIONS POUR LES BANQUES COOPÉRATIVES

par Pierre Valentin (*)

Cet article analyse les mécanismes de la crise financière de l'été 2007 et cherche à en tirer quelques enseignements pour les banques coopératives. La crise apparaît comme la conséquence d'un développement excessif des prêts immobiliers à risque, développement excessif qui a été facilité par la titrisation. L'auteur, banquier coopératif, souligne l'affaiblissement du lien prêteur-emprunteur que permet le processus de titrisation, ainsi que le rôle des agences de notation. Il s'interroge enfin sur le rôle des banques coopératives dans les mécanismes financiers décrits et sur la possibilité pour celles-ci de tirer profit de la situation des marchés.

(*) Directeur financier du Crédit coopératif.

Portés par la vague, ils se croyaient d'habiles nageurs. » Ainsi André Maurois décrivait-il les investisseurs qui n'avaient pas vu venir la crise de 1929. C'était bien avant les *subprimes*, la titrisation et le développement de l'ingénierie financière, qui caractérisent la crise de 2007, mais il se peut cependant que les ressorts profonds des deux événements soient assez proches. Le même appât du gain a sans doute poussé à une prise de risque inconsidérée, que les intermédiaires financiers ont habilement redistribuée auprès d'investisseurs insuffisamment regardants. Pour les banques coopératives, cette crise agit comme un révélateur. Parfois contestées dans leur existence même, ou dans leurs pratiques, l'occasion leur est donnée de s'interroger sur leur comportement par rapport aux manifestes excès constatés sur les places financières, que ce soit dans le métier de banquier de détail ou dans celui de banquier d'investissement. Leur spécificité les a-t-elle protégées de ces entorses aux « bonnes pratiques » ou bien, au contraire, poussées par ce sentiment d'habileté évoqué plus haut, ont-elles entretenu, au mépris de leur discours sur leurs finalités, les mécanismes qui ont conduit à la crise ? Pour tenter de répondre à ces questions, une analyse détaillée de certains aspects de la crise est indispensable.

Une crise immobilière

Les crédits hypothécaires américains à risque, les désormais fameux *subprimes*, ont connu dans les années récentes un développement très rapide ;

ils représentent aujourd'hui environ 1 300 milliards de dollars d'encours. Ce marché permet à des emprunteurs présentant peu de garanties, de revenus et d'apport personnel d'emprunter pour acquérir un logement. Du fait du ralentissement de l'économie américaine, de la hausse des taux (beaucoup d'emprunts sont à taux variable) et de la baisse des prix de l'immobilier, on assiste à une très forte augmentation du taux de défaut sur ces prêts.

Ce phénomène s'observe également, à un degré moindre, sur le marché du crédit hypothécaire intermédiaire (*Alt A market*), qui s'adresse à des emprunteurs présentant une meilleure situation financière que les *subprimes*, mais ne pouvant pour autant prétendre aux taux des clients traditionnels des banques⁽¹⁾.

Globalement, ces deux marchés représentent 2 300 milliards de dollars⁽²⁾ (1 300 + 1 000), soit 27 % du marché du crédit hypothécaire américain et une proportion nettement plus importante des nouveaux prêts. La commercialisation de ces prêts repose, ou plutôt reposait, en effet, sur une méthode très efficace : les emprunteurs n'ayant pas d'apport personnel et guère de ressources étaient amenés à emprunter 100 % de la valeur du bien acquis, sur des durées longues (de l'ordre de trente ans), avec des mensualités réduites lors des deux premières années, grâce à un taux promotionnel et fixe (taux *teaser*), puis les mensualités passaient à taux variable, majoré d'une confortable marge. Tout l'argument commercial vis-à-vis des emprunteurs était fondé sur l'espoir d'une renégociation du prêt : la hausse des prix de l'immobilier (espérée) et l'amortissement permettraient en cas de renégociation de constituer l'apport personnel qui manquait au départ, donc de bénéficier de bonnes conditions de (re)financement.

(1) Plus précisément, les emprunteurs classés Alt A sont ceux qui ne donnent pas de justificatifs sur certains des renseignements qui leur sont demandés. On parle de *liar loans* (« prêts menteurs »).

(2) D'après une estimation de Merrill Lynch, qui chiffre les pertes liées aux défaillances attendues à 120 à 170 milliards de dollars sur l'ensemble de ces deux marchés.

Une crise de la titrisation

On peut se demander comment des établissements financiers sérieux ont pratiqué ce genre de crédits, alors qu'ils apparaissaient d'emblée comme extrêmement risqués en cas de retournement de l'immobilier ; il ne faut pourtant pas chercher très loin l'explication.

La plupart des établissements financiers américains spécialisés dans l'octroi de ces crédits ne les conservent pas dans leur bilan ; ils ont recours à la titrisation pour les céder. Plusieurs facteurs interviennent ici, qui expliquent le dérèglement financier qui s'est produit. La banque cédante diminue la taille de son bilan et améliore donc son ratio de solvabilité⁽³⁾ ; elle élimine le risque et n'a donc plus de raison de prêter raisonnablement : la cession des crédits est sans recours. En même temps, elle conserve une partie de la marge de crédit au titre de commission de gestion (puisqu'elle assure l'administration des prêts). La croissance de l'activité de crédit, dans ces conditions, se traduit ainsi : des résultats récurrents supplémentaires, pas d'exigence réglementaire additionnelle de fonds propres.

Rien n'est meilleur pour le *return on equity*, le ratio résultat sur fonds propres cher à l'investisseur boursier.

(3) Les banques doivent respecter un ratio minimum entre leurs fonds propres et leurs actifs (pondérés par des coefficients de risque) appelé ratio de solvabilité. Ce ratio, appelé ratio Cooke, est en cours de remplacement par un ratio plus fin, appelé ratio Mac Donough.

(4) Une tranche subordonnée sera remboursée, en cas de liquidation, après remboursement intégral des tranches auxquelles elle est subordonnée.

(5) Mais pas toujours. Ainsi, les fonds communs de créance, structures de droit français, sont des véhicules possibles de titrisation.

(6) Littéralement, tranche « action ».

A la faveur de la titrisation, différentes tranches d'obligations sont émises, les plus risquées absorbant les premières pertes, chaque tranche étant définie par sa subordination ⁽⁴⁾ vis-à-vis des autres. Ainsi, une tranche de *subprime* protégée par des tranches subordonnées représentant environ 20 % du total des crédits pouvait, jusqu'à la crise, prétendre à la notation AAA tout en offrant une rémunération attractive par rapport au AAA d'émissions classiques.

Cette activité de titrisation mérite que l'on s'y attarde : elle n'a pas concerné, loin s'en faut, que les crédits hypothécaires *subprimes*, et c'est probablement autant d'une crise de la titrisation qu'il faudrait parler que d'une crise du *subprime*.

La titrisation, c'est la cession, en général par une banque, d'un portefeuille d'actifs à une structure qui a pour seul but d'émettre des obligations pour refinancer ces actifs. La structure de titrisation est souvent ⁽⁵⁾ un trust domicilié à Jersey ou dans un pays à réglementation très souple ; elle a un capital purement symbolique, tout son passif étant constitué d'obligations. Les plus subordonnées de celles-ci portent le nom de tranche *equity* ⁽⁶⁾, qui ne doit pas faire penser que les obligataires qui la détiennent jouent le rôle d'actionnaires. En effet, du point de vue de la gouvernance, la structure est en quelque sorte en pilotage automatique, le financement étant définitivement assuré par l'émission obligataire et les bénéfices éventuels étant dévolus par construction aux obligations de la tranche *equity*. Les vrais actionnaires (c'est-à-dire les détenteurs du très maigre capital) de la structure n'interviennent pas dans la gestion, qui est éventuellement déléguée. En tout état de cause, la banque cédante n'est évidemment pas actionnaire et aucun recours ne peut être recherché contre elle.

L'activité de titrisation repose fondamentalement sur la capacité des investisseurs à estimer non seulement la qualité des risques de crédit cédés, mais aussi la valeur de chacune des tranches obligataires émises. C'est dans ce processus que l'agence de notation joue un rôle clé. Il y a en effet deux façons d'aborder l'évaluation des différentes tranches. La première consiste à évaluer mathématiquement la marge d'intérêt à attribuer à chacune des tranches. Intuitivement, on comprend que les tranches les moins risquées doivent se voir attribuer une marge d'intérêt faible, le plus gros de la marge d'intérêt des actifs étant attribué aux tranches subordonnées afin de compenser les forts risques de pertes qu'elles comportent. Toutefois, cette répartition, même d'un point de vue mathématique, n'a rien d'évident. Le problème n'est simple (et encore...) que si les risques de défaut des actifs sont indépendants ; si les risques de défaut sont corrélés, des simulations sont nécessaires, si bien que même en ayant une idée de la corrélation entre les risques de défaut individuels et une idée de la marge d'intérêt pour chacun de ceux-ci, la plupart des investisseurs ne sont pas capables d'estimer le « juste prix » d'une tranche obligataire, faute (en général) de disposer d'un outil adéquat. Tout au plus les investisseurs peuvent-ils espérer que, globalement, la marge d'intérêt sur les obligations émises est égale à celle observée sur le portefeuille de crédits à l'actif.

Si c'était parfaitement le cas, les banques d'investissement qui arrangent l'opération n'auraient rien à gagner. Or, la complexité de la structuration facilite évidemment la mise en place d'une marge de montage confortable, qui n'est pas la moindre des explications de l'emballlement de ce secteur.

Dépourvus d'outil d'évaluation, les investisseurs se retournent vers la deuxième méthode : rechercher auprès des agences de notation une évaluation directe du risque de chaque tranche. Les agences de notation jouent ainsi un double rôle : estimer le risque de crédit des actifs sous-jacents et en déduire le risque de chaque tranche. Très vite, cet exercice a conduit les agences de notation à rendre publiques leurs méthodes. La notation d'une tranche pouvait donc assez facilement être anticipée par les banques d'investissement, qui n'avaient plus qu'à rechercher la combinaison d'actifs présentant la plus forte marge tout en restant compatible avec la notation souhaitée. Tout modèle ayant ses failles, il était logique que ce système de notation automatique, ou en tout cas largement prévisible, conduise à une sélection adverse au détriment des investisseurs. En pratique, les forces de vente des banques d'investissement chargées du placement des titres parviennent, en affichant le *rating* d'une émission, à la placer à peu près partout sans avoir besoin de fournir une analyse très détaillée du portefeuille sous-jacent. Le feraient-elles qu'elle ne serait pas lue : deux cents pages pour un titre qui va représenter 1 ou 2 % d'un portefeuille, c'est difficile à gérer.

Les banques coopératives dans la crise

L'activité de titrisation a concerné toutes les banques et il n'est pas certain que les banques coopératives se soient comportées dans ce marché très différemment des autres. Observons cependant quelques faits.

Les banques coopératives sont très capitalisées, émettent constamment des parts de capital. Elles n'ont ni la possibilité ni une incitation particulière⁽⁷⁾ à maximiser le rendement des fonds propres par la limitation de ces derniers, contrairement aux sociétés cotées, qui rachètent fréquemment leurs actions. La titrisation semble donc plus adaptée aux sociétés cotées qu'aux banques coopératives. Les banques publiques, de ce point de vue, sont plutôt comparables aux banques cotées : il leur est demandé d'améliorer leurs résultats à fonds propres constants, de pratiquer une sorte de capitalisme sans capital. Ce n'est peut-être pas un hasard si, en Europe, c'est dans les banques publiques allemandes que les titrisations ont été, en proportion, les plus massivement organisées⁽⁸⁾.

Une autre leçon à tirer de cette crise est liée à la responsabilité sociale de l'entreprise. Avec le développement de l'ISR⁽⁹⁾, cette notion s'est popularisée auprès des investisseurs. Comment l'appliquer au crédit ? Qu'est-ce qu'un crédit responsable ? Si c'était, d'abord et tout simplement, un crédit qui ne place pas l'emprunteur en situation de surendettement

(7) Les sociétaires ne pouvant se partager les résultats au-delà du TMO.

(8) Les banques publiques allemandes ont monté des conduits, c'est-à-dire des titrisations financées à court terme par des billets de trésorerie placés auprès d'investisseurs (la plupart du temps non bancaires) ; elles ont accordé des lignes de liquidité à ces conduits, et c'est l'impossibilité d'honorer cet engagement de refinancement qui a mené Sachsenbank au bord du dépôt de bilan.

(9) Investissement socialement responsable.

(10) La titrisation Geldilux TS 2005 arrangée par la banque HVB sélectionne par un tirage au hasard les crédits titrisés à l'intérieur du portefeuille global de prêts de la banque cédante: les agences de la banque, en contact avec les emprunteurs, ne sont pas informées de la cession

manifeste? Autant qu'une exigence sociale, c'est d'ailleurs une exigence économique. Encore faut-il que le crédit figure au bilan de la banque qui l'octroie. Même si certaines titrisations, particulièrement bien conçues, l'ont implicitement reconnu⁽¹⁰⁾, ce n'est pas le cas de la majorité d'entre elles.

Un crédit responsable, c'est aussi un crédit convenablement tarifé et affiché clairement. Dans le marché des *subprimes*, le taux attractif (le *teaser*) appâtait l'emprunteur, le vrai taux était masqué. Dans certaines banques coopératives, c'est l'inverse: une bonne surprise, la ristourne, réduit, si les résultats le permettent (donc, d'une certaine façon, si les risques ne se sont pas matérialisés), la charge d'intérêt supportée. Peut-être devrait-on en faire une plus grande publicité.

Enfin, un crédit responsable, c'est un crédit au cours duquel s'instaure une relation durable entre prêteur et emprunteur. En cas de difficulté, si l'emprunteur est crédible, d'autres solutions que la liquidation de l'actif peuvent être étudiées. Tout repose sur la connaissance de l'emprunteur et de sa situation et il est clair, là encore, que le sociétariat est un des piliers de cette proximité.

Les déséquilibres du marché monétaire

Une deuxième phase de la crise a vu le marché interbancaire se gripper. Pour l'essentiel, le phénomène s'expliquait par la méfiance des investisseurs vis-à-vis des sicav et des fonds communs de placement monétaires, dont la performance, habituellement très régulière, était heurtée par la chute des titrisations hypothécaires; ainsi, on découvrait qu'une portion significative des portefeuilles de sicav monétaires était constituée d'obligations à trente ans, puisque adossés à des crédits de cette durée. Les demandes de rachat étant massives pendant quelques jours, puis imprévisibles, les gérants changèrent complètement leur fusil d'épaule en ne prêtant même plus à trois mois, mais au jour le jour.

Dans ce contexte, la capacité des banques à ne pas trop dépendre du marché pour financer ses actifs est essentielle. Globalement, le marché (si ce terme a un sens; en fait, il s'agit des sicav, FCP et investisseurs institutionnels non bancaires) a pris une part croissante dans le financement à court terme des banques. Rares sont celles qui ont plus de ressources en provenance de leur clientèle que d'emplois auprès de celle-ci. Certes, les crédits font les dépôts et, à l'échelle du système bancaire, la masse monétaire (ensemble des dépôts) correspond aux actifs bancaires, mais un dépôt de client est beaucoup plus stable qu'un dépôt en provenance du « marché »; en période de crise, la fidélité des apporteurs de fonds est fondamentale.

A cet égard, les banques de détail en général sont assez bien placées, tandis que les banques de financement et d'investissement, qui ne sont pas connues pour avoir adopté le statut coopératif, sont à la peine.

Vers une réintermédiation bancaire ?

(11) Par exemple, la banque Northern Rock a conservé dans son bilan 100 milliards de livres de crédit et en a titrisé 48 milliards via la structure de titrisation Granite.

(12) Chiffré entre 0,5 et 1 % de ratio de solvabilité pour les seuls conduits des grandes banques les ayant montés.

(13) Sauf si elles ont adopté le mode de gestion financière des banques cotées, ce qui est souvent le cas lorsqu'elles ont ouvert leur capital à leur véhicule coté (via des certificats coopératifs d'investissement, par exemple).

C'est la dernière leçon de ces événements : après des années de développement de la désintermédiation, les bilans des banques sont solides, mais c'est en partie parce que les prêts n'y figurent plus ; ils sont passés dans des quasi-banques, non réglementées, sans gouvernance, sans réelle activité, financées par le marché⁽¹¹⁾. Ce transfert a enrichi les banques d'investissement, dilué les risques par dissémination et détruit le lien fondamental de proximité, voire de confiance, entre prêteur et emprunteur.

Cette source de financement est tarie, pour quelque temps au moins. Il faut au marché des banques capables de produire les nouveaux crédits sans les titriser, capables sans doute aussi de « ravalier » les crédits titrisés dont les investisseurs ne veulent plus. Il faut pour cela à la fois des fonds propres et des capacités de financement. Les banques déjà très emprunteuses sur le marché hésiteront donc à relever le défi.

Du côté des fonds propres, l'enjeu en termes de ratio de solvabilité⁽¹²⁾ est significatif. Or, on n'imagine pas les banques cotées procéder à des augmentations de capital dans le contexte actuel.

Reste les banques coopératives : surcapitalisées au regard des critères⁽¹³⁾, peut-être malthusiens, des banques cotées, autofinancées par des clients relativement fidèles, elles ont les moyens d'accroître la taille de leur bilan. Le crédit est plus que jamais nécessaire à la croissance. Il revient sans doute aux banques coopératives de contribuer à son expansion, plutôt que de laisser ce travail à des *hedge funds* ou à quelques investisseurs opportunistes qui peuvent trouver de l'intérêt à prendre le contrôle d'institutions financières aujourd'hui en difficulté. ●