



10 ans après le début de la crise : Comment les subprimes sont devenus "les armes de destruction massive"

mardi 28 août 2018, par Burkinapmepmi.com

"C'est un génie", juge David Maxwell, l'ancien directeur de l'agence hypothécaire américaine Fannie Mae. L'histoire ne dira jamais si Lewis "Lou" Ranieri, qui avait commencé une carrière dans une pizzeria, aurait pu briller comme patron de restaurant. Mais il avait en effet du génie, et il était plutôt d'ordre financier.

Asthmatique, le jeune Ranieri est obligé de quitter les fourneaux enfumés des pizzaiolos. Il a 21 ans quand il est engagé, en 1968, pour distribuer le courrier chez Salomon Brothers. Il en gravira tous les échelons pour devenir un des partenaires de la prestigieuse banque d'affaires new-yorkaise. Il sera à la base de l'incroyable développement du marché des MBS, les mortgage-backed securities, ou, pour le dire en français, des obligations adossées à des prêts hypothécaires.

En 2004, il est considéré par Business Week comme l'un des plus grands inventeurs américains, aux côtés de Steve Jobs et Bill Gates. Mais la roche Tarpéienne est proche du Capitole. Quatre ans plus tard, Lou Ranieri est vu comme l'un des principaux responsables de la crise des subprimes, au même titre que le patron de Lehman Brothers, Richard Fuld. Que s'est-il passé ? Pour le comprendre, il faut rembobiner près de 40 ans d'histoire financière. Lorsque Lou Ranieri prend la tête du département " crédits hypothécaires " de Salomon Brothers à la fin des années 70, les banques ne vendent des crédits hypothécaires qu'à quelques investisseurs spécialisés.

Le parrain de Wall Street

Le métier de porteur hypothécaire est alors très simple : une banque prêtait à un client qui devait répondre à une série de caractéristiques : ne pas dépenser, pour cet emprunt, plus de 33 % de ses revenus, ne pas avoir eu d'accidents de crédit dans le passé, ne pas emprunter plus de 80 % de la valeur de la maison, avoir un emprunt à taux fixe sur 20 ou 30 ans, etc. La banque, presque toujours une institution locale, doit être très prudente : une partie de ces crédits reste dans son bilan et l'autre est revendue à des agences hypothécaires comme Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae, mais celles-ci sont très sourcilleuses sur la qualité de la marchandise.

Dans les années 1930, afin d'alléger le bilan des banques pour qu'elles puissent multiplier les crédits et pousser l'économie, le gouvernement américain a en effet créé des agences qui rachètent les crédits immobiliers des banques. Elles n'acceptent cependant que les prêts bien documentés et de bonne qualité.

Aux alentours de 1970, ces agences commencent timidement à titriser leurs crédits. Elles bénéficient presque de la garantie de l'Etat américain (le statut des agences était très spécial : elles ne bénéficiaient pas nommément de la garantie de l'Etat américain, mais tout le monde savait que l'Etat ne les laisserait

jamais tomber) et leurs titres se vendent donc comme des petits pains.

Le génie de Lou Ranieri consiste à voir tout le potentiel de ce marché. Sa banque, Salomon Brothers, ne manque pas de matière première : elle a racheté en 1981-82 beaucoup de prêts hypothécaires aux caisses d'épargne américaines qui étaient en pleine crise. Elle peut les revendre aux agences hypothécaires et aider à les titriser.

Le business est juteux. Les commissions sur ces opérations peuvent s'élever à 1 %. Autrement dit, titriser un milliard de crédit immobilier rapporte 10 millions. En 1983, la moitié des 415 millions de dollars de bénéfices de Salomon Brothers provient de ce métier qui n'existait pas quelques années auparavant.

Pendant toutes ces années 1980, le département titrisation des crédits hypothécaires de Salomon Brothers fait ainsi la loi. " On achetait des obligations à 12, même lorsqu'elles valaient 10, pour avoir la main sur le marché. Nos analystes sortaient alors un papier montrant que ces obligations valaient 20 en réalité. Nous dominions Wall Street ", se souvient un des anciens de l'équipe de Ranieri.

La salle de marché de Salomon, où se fabriquent et se négocient les MBS, est alors l'endroit le plus prisé des jeunes financiers aux dents longues. On se bouscule pour y entrer. Les stagiaires sont soumis aux bizutages les plus improbables. On vide les valises de ceux qui partent en mission pour les remplir de petites culottes en dentelle rose. On fait chaque vendredi des concours gargantuesques : il faut amener le plus de nourriture et de boissons possible et puis, advienne que pourra.

Un stagiaire, terrorisé, passera trois heures dans l'ascenseur qu'il l'avait amené au 41^e étage du building de Salomon Brothers, là où se trouvait la salle des marchés. Entrer dans le saint des saints était au-dessus de ses forces (1).

Un gâteau découpé en tranches

Toutefois, des problèmes réglementaires et fiscaux freinent encore ce bel enthousiasme. Il faut une loi de libéralisation. Le président Ronald Reagan en promulgue deux. La première, en 1984, libère les grands investisseurs (assureurs, fonds de pension, sicav, etc.) de l'obligation de n'acheter que des obligations garanties par l'Etat ou par les agences hypothécaires. La seconde, en 1986, permet l'existence des REMIC (real estate mortgage investment conduit), des " véhicules " qui regroupent les crédits dans des paquets et l'émission, à partir de là, de diverses tranches d'obligations plus ou moins risquées.

La tranche la moins risquée, notée par les agences de rating triple A, est considérée comme d'aussi bonne qualité que les emprunts d'Etat américains. Elle représente souvent 80 % du total des obligations et est prioritaire pour recevoir les remboursements et les intérêts qui viennent du pool de crédits hypothécaires. Si des emprunteurs ne peuvent pas payer, ces obligations triple A ne sont pas touchées. Viennent ensuite les tranches moyennement risquées, puis celles les plus fragiles, qui rapportent un intérêt plus élevé, mais qui sont les premières à accuser l'impact éventuel d'une défaillance d'un ou plusieurs emprunteurs. Pendant la première moitié des années 2000, les hedge funds sont friands de ces produits. Il y en a pour tous les goûts.

Les agences de notation se frottent les mains : elles ont des centaines de milliards de titres à noter, et donc des dizaines de millions de commissions supplémentaires.

Un baril de poudre

Ces nouvelles réglementations ouvrent donc le marché des obligations hypothécaires. Il reste cependant un problème. Pour éviter de devoir partager le gâteau avec Fannie Mae ou Freddie Mac, les banques d'affaires doivent trouver à titriser des crédits qui sont en dehors du portefeuille de ces agences hypothécaires. Il faut donc trouver des crédits que ces agences refusaient d'acquérir parce qu'ils étaient trop risqués. Aussi, lorsque le marché des subprimes, c'est-à-dire des crédits immobiliers très risqués, commence à croître à la fin des années 1990, les banques d'affaires crient hosanna et louent le veau d'or : elles tiennent là le produit idéal, qui génère le double en commissions puisque les taux sur les subprimes

étaient en général deux fois supérieurs à ceux d'un crédit normal. En 2007, au plus fort de la crise immobilière, Wall Street produira 2.700 milliards de nouvelles obligations adossées à des crédits immobiliers, dont un tiers environ était lié à des crédits à haut risque.

Il y avait une offre de titres, il y avait aussi une demande. A partir des années 1980, en effet, apparaît un global saving glut, un excès d'épargne mondiale. Ce flux est alimenté par l'abondante trésorerie des grandes entreprises mondiales, par les enfants du baby boom désireux de se constituer une retraite, par les surplus dégagés par les pays émergents...

Cet argent se déverse dans les comptes bancaires, les fonds d'investissement, les contrats d'assurance-vie, qui se mettent donc à la recherche d'investissements. Ils cherchent des titres aussi peu risqués que des obligations d'Etat, mais plus rémunérateurs. Bingo ! Comme par hasard, Wall Street peut offrir le gîte à ces trillions de dollars en goguette et vend des tombereaux d'obligations adossées à des crédits immobiliers.



Le château de cartes

Les MBS devinrent ainsi, en trois décennies, un marché gigantesque (voir le tableau 1 " La folie des MBS "). Leur encours, qui n'était que de quelques dizaines de millions de dollars en 1970, dépassait 350 milliards en 1981, 3.300 milliards en 2001, 7.300 milliards en 2007. Mais le moindre choc pouvait faire s'écrouler l'édifice.

Ce choc viendra de deux produits dérivés, c'est-à-dire des titres dont la valeur dérive de celle d'un autre actif et qui ont été qualifiés d' " armes de destruction massive " par le milliardaire Warren Buffett : ils permettent de prendre des risques démesurés, mais ils se multiplient parce qu'ils offrent des commissions monstrueuses à ceux qui les construisent.

Tout part d'une décision des autorités américaines de libéraliser le marché des dérivés. Pourtant, en décembre 2000, la présidente du CFTC, le gendarme américain des produits dérivés, désire pouvoir contrôler ces instruments qui peuvent, dit-elle, être très dommageables à l'économie. Elle remet un mémo au gouvernement. Mais elle se fait vertement réprimander par Larry Summers, le secrétaire d'Etat au Trésor de Bill Clinton. Le 21 décembre 2000, le congrès américain vote le Commodity Futures Modernization Act qui déréglemente le marché professionnel des produits dérivés. La fête peut commencer.

Les premiers de ces dérivés explosifs s'appellent CDO (collateralized debt obligations). Ils se construisent en trois étapes : une banque crée un " véhicule spécial " (une société) qui n'apparaît pas dans son bilan. Elle y loge un ensemble de crédits. Ce véhicule émet des titres, qui sont notés différemment selon les risques. Et ces titres sont vendus à des investisseurs. Ces CDO sont une véritable vache à lait. Environ 40 à 50 % du cash-flow des actifs logés dans ces CDO servent à payer les commissions des banquiers, des agences de notations, des gestionnaires du " véhicule "... Les investisseurs ne reçoivent que le solde.
Wall Street Sur les 640 milliards de CDO émis aux Etats-Unis, 420 milliards seront perdus.

Wall Street Sur les 640 milliards de CDO émis aux Etats-Unis, 420 milliards seront perdus. ©

CDO au carré, CDO au cube

A partir de 2004, on loge surtout dans ces CDO les obligations adossées à des crédits hypothécaires qui sont difficiles à vendre parce qu'elles ne sont pas dans la tranche notée triple A. En moyenne, en effet, quand on constitue un pool de crédit pour émettre des MBS, 70 à 85 % des titres émis sont notés par les agences comme de très bonne qualité. Les 15 % à 30 % qui subsistent sont qualifiés de tranche " mezzanine ", plus risquée et donc plus difficile à placer. Plutôt que garder ces titres dans leurs livres, les banques vont donc en faire les ingrédients de CDO.

C'est là qu'intervient le miracle : les agences de notation estiment que, puisque le marché immobilier américain n'a jamais baissé sur une base nationale, le risque de défaillance reste minime et 70 à 80 % des titres des CDO adossés à obligations relativement risquées sont labellisés triple A par les agences de rating. Mais il reste encore 20 % de déchets. Qu'à cela ne tienne. On refait une nouvelle soupe, regroupant ces tranches les moins bien notées, on les loge dans un nouveau véhicule, qui émet de nouveaux titres. On a là un " CDO au carré ", dit aussi synthétique, qui peut lui aussi donner une majorité de titres triple A. Certains inventent même un CDO au cube, c'est-à-dire un CDO de CDO de CDO. Entre le premier juillet 2004 et le 31 mai 2007, la seule Goldman Sachs fabriqua pour 73 milliards de CDO synthétiques.

Au total, environ 640 milliards de CDO furent émis aux Etats-Unis, et 1.400 milliards de dollars au niveau mondial. Mais à partir du 10 juillet 2007, cette pyramide s'écroule comme un château de cartes. Face aux défaillances de crédits immobiliers qui se multiplient, l'agence de notation Moody's dégrade la note de plusieurs centaines de MBS, provoquant une énorme réaction en chaîne : si les obligations hypothécaires ne sont pas aussi solides qu'on croyait, qu'en est-il des tranches plus risquées et qu'en est-il des CDO ?

Les pertes seront énormes. Une étude de la Fed de Philadelphie estime à 420 milliards, soit environ les deux tiers du total émis, les pertes qui seront encourues sur les seuls 640 milliards de CDO américains après l'éclatement de la crise en 2007-2008.

La faillite des CDO à partir d'avril 2007 causa un choc brutal. Mais ce qui faillit réellement faire vaciller le système financier mondial est un autre produit, les CDS (credit default swaps), des instruments qui permettaient de se couvrir contre n'importe quelle perte, même une perte sur des titres que l'on ne possède pas.

AIG Fin 2008, le plus grand assureur mondial entraîna dans sa chute de nombreuses banques et institutions.

AIG Fin 2008, le plus grand assureur mondial entraîna dans sa chute de nombreuses banques et institutions. © Imaginechina

Le Canada Dry de l'assurance

L'idée naît dans la tête de banquiers de JP Morgan, au début des années 1990. La banque américaine est confrontée à deux problèmes. Le premier, ce sont les règles de Bâle I, qui l'obligent à avoir en capital l'équivalent de 8 % de chaque prêt que la banque octroie à une entreprise. " JP Morgan considérait cette règle comme injuste, explique Gillian Tett, journaliste au Financial Times, dans son ouvrage Fool's Gold. La banque se focalisait sur des prêts à des entreprises de grande qualité et aux gouvernements étrangers, et le taux de défaillance sur ces crédits était si bas que garder huit dollars en réserve pour chaque prêt de 100 dollars lui paraissait être un gaspillage total de ressources. " Second problème : JP Morgan fixait pour chaque département des limites internes de risque crédit, ce qui empêchait son département spécialisé dans les produits dérivés de grandir.

C'est ainsi que surgit chez JP Morgan, lors d'un séminaire très arrosé à Boca Raton, station balnéaire chic de Floride, l'idée de créer des instruments permettant de couvrir le risque et de réduire le capital nécessaire. On les appellera des " credit default swaps ". En payant chaque trimestre une prime à un

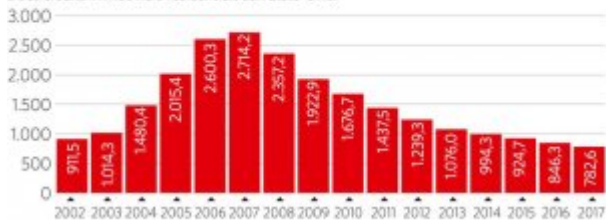
autre investisseur qui est d'accord de prendre ce risque, quelqu'un peut s'assurer d'une perte sur n'importe quel crédit.

Il y avait trois beautés dans les CDS. La première était que, contrairement à un assureur obligé de se constituer des réserves, la personne qui assurait ne devait pas prendre de provisions sur ce risque dans ses livres. C'était le Canada Dry de l'assurance : ça ressemble à de l'assurance, ça en a l'odeur et la couleur, mais ça n'en est pas. La deuxième était que ces instruments permettaient de s'assurer contre tout, même contre des actifs que l'on ne possédait pas. La troisième était que, puisque ces CDS étaient ouverts à tous, il pouvait y avoir plusieurs personnes s'assurant contre un même risque, un peu comme si 10 personnes s'assuraient contre l'incendie d'une seule et même maison. Pour l'assureur, cela multipliait les possibilités de toucher des primes mais aussi, en cas de malheur, le montant de ses pertes.

TOUJOURS PLUS HAUT

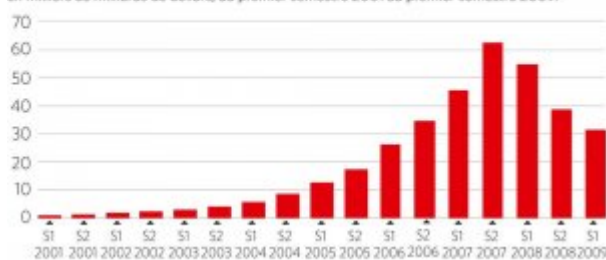
1. La folie des MBS

Montant en milliards de dollars des émissions de nouvelles obligations adossées à des crédits immobiliers résidentiels aux Etats-Unis.



2. La ruée sur les CDS

Il s'agit du montant nominal, c'est-à-dire du montant de l'actif que couvre le CDS, exprimé en milliers de milliards de dollars, du premier semestre 2001 au premier semestre 2009.



Le plus grand sauvetage de tous les temps

Pour ceux qui voyaient bien que le marché immobilier américain était en surchauffe et que les crédits subprimes à taux " ajustables " allaient commencer à exploser, les CDS étaient un moyen très commode de spéculer à la baisse. Ils en achetèrent donc en masse. En 2004, les CDS assuraient l'équivalent de 6.400 milliards de dollars d'actifs. En 2007, ce montant dépassait 58.000 milliards de dollars (voir aussi le tableau 2 " La ruée sur les CDS "). Beaucoup d'institutions financières étaient actives des deux côtés : elles vendaient des CDS pour toucher des primes trimestrielles, mais elles en achetaient aussi pour se couvrir.

Mais AIG, le plus grand assureur mondial, qui était noté triple A, ne joua que dans un sens. Il vendit des CDS, couvrant 440 milliards de risques : crédits d'entreprise détenus par des banques, mais aussi MBS et CDO... Aussi lorsque le marché se retourna en 2008 et qu'AIG perdit son rating triple A, l'assureur se vit présenter une facture de 100 milliards de dollars, qu'il n'avait pas. Fin 2008, AIG accusa une perte de 61,7 milliards de dollars, la plus importante jamais affichée par une entreprise. L'Etat américain fut obligé de renflouer le groupe à hauteur de 182 milliards de dollars et de réaliser le plus grand sauvetage de l'histoire américaine, voire de tous les temps.

Un sauvetage très controversé. D'abord, parce que le secrétaire d'Etat au Trésor, Henry Paulson, ancien PDG de Goldman Sachs, décida de rembourser rubis sur l'ongle les grandes banques qui avaient acheté des CDS chez AIG. SocGen, Goldman, Merrill Lynch, Deutsche Bank, UBS, Calyon, Barclays et Bank of America furent indemnisées à hauteur de 67 milliards de dollars. La seule Goldman Sachs reçut une dizaine de milliards. Ensuite, parce que les équipes d'AIG reçurent en 2009 un bonus de 1,2 milliard de dollars, dont 450 millions allèrent aux équipes financières, responsables du désastre.

Ben Bernanke, l'ancien président de la Fed, dira plus tard que ce sauvetage fut l'événement qui le mit le plus en rage lors de la crise financière. Le contribuable américain, cependant, s'en sortira : en 2012, AIG remboursa ces 182 milliards et l'Etat américain fit encore une plus-value de 23 milliards en revendant ses actions. En revanche, l'ardoise laissée par la crise reste encore aujourd'hui difficilement calculable. Mark Adelson, ancien économiste de Standard & Poor's, tente une estimation : la crise aurait coûté au niveau mondial, en pertes d'emplois, pertes financières et manque à gagner, entre 5.000 et 15.000 milliards de dollars.

(1) Anecdotes racontées dans " Liar's poker ", Michael Lewis, Norton & Co, 1989

La faillite des agences de rating

Le rôle des agences de notation dans la crise est énorme. Elles ont beau avoir clamé, après l'explosion, que leurs notations n'étaient qu'une " opinion ", elles furent pointées du doigt.

Aveuglement, crainte de voir les banquiers passer chez les concurrents ou avidité face aux commissions plantureuses que ce marché générerait ? Sans doute les trois. Parce qu'elles acceptèrent de donner leurs meilleures notes à une grande partie des titres des CDO qui s'écroulèrent ensuite. Fin 2008, près de 90 % de titres de ces CDO avaient été dégradés, et 80 % des titres qui avaient été notés triple A se retrouvaient notés comme des crédits pourris.

Les agences furent traînées devant les tribunaux. Standard & Poor's paya en 2015 une transaction de 1,375 milliard de dollars pour arrêter les poursuites. Moody's fit de même en 2017, en allongeant 864 millions de dollars.

[Pierre-Henri Thomas](#)

Journaliste

Trends.levif.be/