

La crise des subprimes ou la redécouverte du risque en finance

Que nos lecteurs qui vivent leur première crise financière se rassurent : tant qu'il y aura des hommes et des femmes sur cette terre, il y aura des bulles spéculatives et des crises financières. Ils en verront d'autres !

La nature humaine étant ce qu'elle est, l'homme n'est pas une mécanique froide, désincarnée et parfaitement rationnelle comme postulée dans des modèles simplificateurs mais utiles. Il connaît donc la paresse, la cupidité et la peur, terreau nécessaire et fertile des bulles et des crises. Certes, la finance comportementale ¹ aide à modéliser de façon plus réaliste les choix et décisions de l'individu, la survenance des excès à la hausse ou à la baisse. Mais celle-ci est à ses débuts, et les chercheurs ont encore beaucoup de travail devant eux !

La crise financière de 2007 a une origine on ne peut plus classique : la recherche de rentabilités toujours accrues, car bon nombre d'investisseurs ne peuvent se contenter de la satiété, ils veulent toujours plus. On peut le regretter, mais c'est ainsi.

Dès lors, des prêts immobiliers seront accordés à des particuliers de moins en moins solvables en disant que le remboursement s'effectuera par la revente de la maison puisque l'immobilier ne peut que progresser : les *subprimes* sont ainsi créés. Suivant la même logique, on montera des LBO avec une dette représentant un multiple toujours plus élevé de l'EBE de la société acquise ² et avec des intérêts capitalisés car le montage est tellement tendu que la cible ne peut plus payer ses frais financiers ; la quasi-totalité de la dette ne pourra alors être remboursée que par la revente de la société. On introduira des *subprimes* dans des SICAV d'obligations européennes de première qualité pour en doper les performances sans modifier le descriptif de ces SICAV. On transférera, avec le *nihil obstat* du régulateur, des actifs bancaires dans des véhicules ad-hoc (SIV) où ils pourront être financés par beaucoup plus d'endettement que la réglementation ne l'autorise ; la rentabilité des banques sera ainsi dopée en jouant sur l'effet de levier ³.

S'il est un couple indissociable en finance, c'est bien celui du risque et de la rentabilité. Des rentabilités accrues ne peuvent être obtenues qu'au prix de risques accrus. Et si les risques sont accrus, la probabilité qu'ils se matérialisent augmente elle aussi. Que notre lecteur ne l'oublie jamais, sinon il s'en mordra amèrement les doigts ⁴.

¹ Voir page 370.

² Voir page 1052.

³ Voir page 310.

⁴ Voir chapitre 23.

Mais tant que tout va bien, l'aversion au risque est faible et l'analyse qui en faite devient superficielle. ABN Amro peut inventer, en août 2006, un nouveau produit financier, le CPDO⁵, noté par les agences de rating AAA comme un actif sans risque mais rapportant 2 % de plus que les emprunts d'Etat, sans que beaucoup s'interrogent. Il vaut aujourd'hui entre 40 % et 70 % de son prix d'émission, ce qui montre que ce n'était pas un actif sans risque. De même, le président de Citi peut déclarer, le 10 juillet 2007, en parlant du financement des LBO « tant qu'il y a de la musique, vous devez danser. Nous continuons de danser ». Enfin, la prime de risque du marché peut être dans ses plus bas historiques à 2,86 % en mai 2007⁶.

Les arbres ne montant pas au ciel, ce qui devait arriver est arrivé. La hausse mécanique du coût des crédits immobiliers qui était inscrite dans les contrats de dette (*step up*) a précipité l'insolvabilité de certains ménages, ce qui a provoqué l'arrêt de la hausse de l'immobilier américain, puis sa baisse. Celle-ci, dans un effet boule de neige, a rendu insolubles des millions d'emprunteurs. Leurs dettes se sont alors fortement dévalorisées. Comme elles avaient été introduites, telle un virus, dans bon nombre de montages ou de portefeuilles pour en doper les performances, elles les ont contaminés à leur tour. A la mi-2008, les pertes liées aux subprimes révélées par les banques, les réhausseurs de crédit, les assureurs, les *hedge funds* et les *gestionnaires d'actifs* atteignaient environ 400 Md\$, soit l'équivalent des deux tiers du budget de l'Etat français.

Le risque s'est alors rappelé brutalement et violemment à l'attention des investisseurs qui sont alors partis dans l'autre extrême : adieu la cupidité, bonjour la peur ! Refusant de souscrire ou d'acheter des produits un tant soi peu compliqués, opaques ou risqués, les investisseurs provoquent l'arrêt des prêts immobiliers aux moins bons emprunteurs, des LBO faute de financement, du refinancement des véhicules bancaires déconsolidés et de la plupart des outils de titrisation. Une crise de liquidité, c'est-à-dire une crise de défiance, s'installe qui se traduit par une hausse violente des *spreads*⁷, par des difficultés de financement pour les entreprises, et surtout pour les banques dont certaines sont sauvées de la faillite infamante par une nationalisation (Northern Rock) ou une cession en catastrophe (Bear Sterns).

Face à cette crise, l'heure est à la réduction de l'effet de levier, en particulier dans les banques, par des cessions d'actifs qui font baisser leurs prix et par des règles d'octroi de crédits devenues beaucoup plus prudentes. Certains parlent de *credit crunch*. Mais les emprunteurs de bonne qualité trouvent toujours à se financer. Le coût du crédit a suivi ces excès d'optimisme et de pessimisme. Si les emprunteurs notés AA pouvaient s'endetter début 2007 à un coût de 0,35 %, supérieur à celui des emprunts d'Etat, aujourd'hui, il leur faut compter 1,35 % de marge. Malheur à celui qui a besoin de liquidités, les banques elles-mêmes en manquent !

⁵ *Constant Proportion Debt Obligation.*

⁶ Voir page 476.

⁷ Voir page 515.

Aujourd'hui l'accès à la liquidité et la flexibilité financière sont des notions beaucoup plus importantes pour le directeur financier que l'hypothétique baisse du coût du capital grâce à l'endettement. Hypothèse qui est d'ailleurs remise en cause par deux chercheurs, H. Almeida et Th. Philippon,⁸ qui chiffrent fin 2007 la valeur des coûts de la faillite liée à l'endettement à un montant similaire à celui des économies d'impôts dues à la déductibilité des intérêts annihilant ainsi l'intérêt supposé de la dette, ce à quoi nous n'avons jamais cru⁹. Un cycle de recherches initié en 1958 par F. Modigliani et M. Miller est-il ainsi refermé ?

Et maintenant ?

La crise financière entraîne un ralentissement, voire une crise économique, par le double biais du désendettement en cours de la sphère financière et la réduction forte de l'activité du secteur du bâtiment (baisse ou chute des mises en chantier) qui a traditionnellement un rôle d'entraînement (« quand le bâtiment va, tout va ») qu'il est en train de jouer à nouveau, mais à l'envers ... Les marges des entreprises baisseront nécessairement de leurs niveaux actuels qui sont à des plus hauts historiques (12 % pour la marge d'exploitation des groupes cotés européens)¹⁰. Comme la plupart sont assez peu endettées¹¹ et ont, pour les plus importantes, sécurisé dans les années 2004/2005 des financements pour quelques années encore, elles ne devraient pas, à l'exception de certains LBO, connaître de difficultés insurmontables.

Les LBO quasiment arrêtés depuis l'été 2007, reviendront car ils s'appuient fondamentalement sur un autre type de gouvernance souvent supérieur à celui de la société cotée et qui a fait les preuves de son efficacité¹². L'effet de levier sera plus faible et on en reviendra aux bons vieux fondamentaux : les frais financiers sont payés et une large partie de la dette senior est remboursée par les flux de trésorerie disponibles. Le LBO est un financement sur *cash flows*, pas sur actifs. Après l'avoir oublié, on le redécouvre.

Les opérations de titrisation, qui permettent d'élargir le champ des financements possibles et de mieux offrir à l'investisseur le niveau de risque qu'il recherche, reviendront. Mais le temps où les banques structuraient l'opération, distribuaient les titres des véhicules de titrisation à des investisseurs, touchaient une commission mais ne gardaient aucun risque pour elles, est révolu. La théorie du signal et celle de l'agence¹³ aidant, l'investisseur ne souscrira que s'il est certain que la banque a correctement fait son travail d'analyse et de vérification de la qualité des actifs et des *cash flows*. La meilleure façon d'en être sûr, c'est que celle-ci garde en portefeuille les tranches les plus risquées jusqu'au remboursement final. Si cette règle de base avait été respectée, l'expression *subprime* n'aurait pas fait son apparition dans le Vernimmen.

⁸ Voir page 761.

⁹ Voir chapitre 37.

¹⁰ Voir page 223.

¹¹ Voir page 294.

¹² Voir chapitre 50.

¹³ Voir page 761.

L'histoire financière s'écrira de moins en moins dans les pays riches et de plus en plus dans les pays émergents. Les fonds souverains ¹⁴, qui en sont originaires, ont été des secours inespérés et bienvenus pour recapitaliser les banques prises dans la tourmente des *subprimes* (UBS, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citi, Barclays, Fortis, etc). Sans eux, les actionnaires auraient dû souscrire à des augmentations de capital plus massives encore ou l'activité bancaire aurait probablement dû être réduite plus fortement encore, menant à un vrai *credit crunch*. Nous doutons qu'ils restent passifs. Pourquoi le devraient-ils alors que toute la recherche sur la gouvernance montre que la vigilance, si ce n'est l'activisme des actionnaires ¹⁵, est un facteur de création de valeur ? A court terme, la croissance de certains grands pays émergents pourra fléchir. Mais sur le long terme elle demeurera durablement plus forte que dans le monde occidental sous le double effet du rattrapage des niveaux de vie et du dynamisme démographique de ces pays. Mais le niveau de risque sera aussi plus fort.

Comme celles qui l'ont précédé, cette crise financière aura une fin. Elle a au moins deux mérites :

- celui de mettre en cause les rémunérations extrêmement élevées de dirigeants d'entreprises, de banques, de fonds sans relations avec les risques pris. Qu'un investisseur qui risque des fonds gagne beaucoup, c'est une règle saine. Qu'un salarié gagne des dizaines de millions d'euros sans prendre de risque sur son patrimoine est choquant et porteur de menaces pour le pacte social ;
- celui de rappeler que le devoir de tout investisseur est d'analyser par lui-même ce dans quoi il investit.

La lecture du Vernimmen devrait l'y aider !

¹⁴ Voir page 947.

¹⁵ Voir page 945.