



Claude Pauquet,
Pirou-Plage,
Manche, 2006,
série «Au bout des
Certains».

Les crédits *subprime* américains

La mauvaise utilisation parfois faite aux Etats-Unis de la technique de la titrisation constitue l'un des principaux facteurs qui ont déclenché la récente crise financière

Par Valerio Forti

La récente crise financière capte toute l'attention des médias et de l'opinion publique. Les débats s'enchaînent, les questions se multiplient, mais la confusion règne parmi les réponses octroyées. Il faut reconnaître qu'il n'est en effet guère aisé de comprendre comment des prêts accordés par des banques américaines à des clients peu solvables aient pu mettre à genou l'ensemble de l'économie mondiale. Si chacun a voulu y mettre son mot, tous s'accordent sur un point : l'ennemi est la titrisation. Mais la réalité est plus complexe puisque la crise est le résultat de la combinaison d'une multitude de facteurs. Aussi ne faut-il sans doute pas

s'empresser de diaboliser la titrisation. Cette technique n'est par essence ni vicieuse ni vertueuse ; c'est l'utilisation que l'on en fait qui peut être vicieuse ou vertueuse. Expliquons-nous. Les établissements de crédit américains ont accordé des prêts hypothécaires à des personnes qui n'étaient pas solvables, c'est-à-dire qui auraient probablement eu des difficultés à rembourser leur dette. Ces crédits dits *subprime* sont des crédits à risque. D'un point de vue formel, l'intérêt des banques résidait dans le fait que le remboursement de la dette était généralement garanti par une hypothèque constituée sur l'immeuble acheté avec la somme prêtée, ce dans une période de hausse rapide du prix de l'immobilier. En vérité, les banques n'ont point attendu l'échéance des prêts. La créance a en effet une valeur économique ; elle peut donc circuler, être cédée. L'on se demande toutefois qui serait disposé à payer pour une créance qui a peu de chances d'être remboursée. C'est ici que la titrisation entre en jeu.

De manière schématique, le but d'une opération de titrisation consiste à transférer des actifs (des créances, par exemple) de la sphère juridique du titulaire (les banques) à une entité spéciale, laquelle émettra des instruments

financiers sur les marchés afin de financer l'opération. Les investisseurs posséderont donc des titres qui ne seront remboursés que moyennant le portefeuille des actifs cédés. En d'autres termes, si les débiteurs originaires s'acquittent de leurs dettes, les investisseurs récupèrent les sommes investies (avec les intérêts) ; dans le cas contraire, ils perdent le capital investi. Jusque-là tout est clair : le risque concernant la solvabilité des débiteurs est transféré des établissements bancaires aux investisseurs, et cette prise en charge est rémunérée. Il s'agit ni plus ni moins d'une forme d'investissement comme une autre. Il convient alors de creuser plus encore pour comprendre dans quelle mesure la titrisation a pu jouer un rôle dans la crise financière. Pour cela, ses origines méritent d'être rappelées avant d'essayer de clarifier la raison pour laquelle l'utilisation que l'on en a faite par la suite a été déplorable.

LES ORIGINES DE LA TITRISATION

La titrisation (*securitization*) a vu le jour aux Etats-Unis au début des années 1970. A cette époque, les citoyens américains de la génération du *baby boom* s'apprêtaient à entrer en masse dans le marché immobilier afin d'acheter un logement. Cela a fait naître des doutes sur la capacité du système de financement de ce marché à faire face à l'augmentation de la demande d'emprunts qui allait surgir. Le marché hypothécaire était alors financé par les *thrifts*, des organismes d'épargne logement, qui empruntaient des capitaux à des fonds d'investissement afin d'accorder des financements à taux fixe, financements qui restaient dans leur portefeuille jusqu'à leur échéance.

Par la suite, l'exigence de repérer une quantité de fonds toujours plus importante a poussé les *thrifts* à affecter les prêts hypothécaires comme garantie des titres mêmes. L'objectif était de diminuer le coût de la récolte de fonds à long terme. Cela impliquait que la valeur des prêts hypothécaires utilisés comme garantie correspondait fréquemment au double voire au triple de la valeur nominale de l'émission. L'on a dès lors commencé à travailler à la structuration d'une nouvelle typologie de titres de dette garantis par des prêts hypothécaires dont le fonctionnement devait être plus efficace.

Une entité *ad hoc*, le *special purpose vehicle*, fut ainsi créée, permettant de mettre en place la première titrisation en 1977, ce même si le système n'était pas encore totalement efficace. Plus précisément, de nombreux Etats ne reconnaissaient pas légalement les titres émis, ce qui en limitait sensiblement la diffusion et la négociabilité. Pour remédier à cet écueil, le gouvernement américain créa trois agences : la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, dite *Freddie Mac*, la *Government National Mortgage Association*, *Ginnie Mae*, et la *Federal National Mortgage Administration*, *Fannie Mae*. A l'origine, ces agences avaient pour

mission de favoriser le financement du marché des logements moyennant le rachat de prêts auprès des principales institutions financières, ainsi que la détention de ceux-ci en portefeuille jusqu'à leur échéance. Les ressources pour financer ces transactions étaient recueillies grâce à l'émission de titres assimilables à des obligations. La raison d'être de cette construction juridique consistait assurément dans le fait que ces agences gouvernementales bénéficiaient d'un régime dérogatoire d'un point de vue tant légal que fiscal, mais surtout en ce que les titres propres ou ceux des intermédiaires financiers qu'elles garantissaient étaient reconnus par tous les Etats et pouvaient donc être achetés par tous les investisseurs institutionnels. A partir de ce moment, la titrisation a connu un développement continu. Une fois que la création d'un marché efficace a été achevée, l'attraction vis-à-vis des autres pays n'a pas tardé ; cette technique a rapidement été exportée dans le reste du monde.

LA TITRISATION ET LES CRÉDITS SUBPRIME

Comment ce mécanisme bien huilé a-t-il pu perdre d'emblée toutes ses vertus et ouvrir la porte à la crise actuelle ? C'est l'utilisation que l'on en a faite, répétons-le, qui est à déplorer. La redistribution du risque d'une opération économique (telle que les prêts hypothécaires) est tout à fait légitime puisque le marché est en principe en mesure d'en déterminer le coût. La distorsion commence lorsque le risque est dissimulé. Pour mieux comprendre cela, l'on peut comparer les produits complexes que les établissements financiers ont diffusés sur les marchés à du steak haché. Imaginons d'acheter 1 kg de steak haché dans lequel ont été hachés 500 g de viande fraîche, 400 g de viande d'une semaine, et 100 g de viande quasiment avariée. A la regarder la viande nous paraîtra bonne, mais elle sera tout de même indigeste. Les banques se sont conduites de la sorte. Elles ont choisi des titres de qualité, les ont ensuite mélangés avec des titres de qualité moyenne, pour y ajouter enfin une partie de titres de très mauvaise qualité, car garantis par les crédits *subprime* (les prêts hypothécaires accordés aux clients peu solvables). La qualité moyenne de ces produits structurés était assez bonne uniquement puisque la composante avariée était cachée par les autres. Ces produits détériorés ont été vendus à des intermédiaires à l'international, lesquels les ont à leur tour vendus aux investisseurs du monde entier. L'économie mondiale s'est infectée en un court laps de temps. L'ennemi n'est peut-être alors pas la titrisation, mais ceux qui en ont fait une utilisation fâcheuse. ■

Valerio Forti est doctorant à l'Université de Poitiers. Il effectue sa thèse de droit privé sur la titrisation des créances, sous la direction de Jean Beauchard.

