



Conseil général

Information

A0708-CG-011

État de la conjoncture : rentrée 2007 La crise du crédit : un feu qui couve

Document rédigé par Pierre Beaulne, économiste

Le 17 octobre 2007

- Siège social
- Bureau de Québec

Centrale des syndicats du Québec
9405, rue Sherbrooke Est, Montréal (Québec) H1L 6P3
320, rue St-Joseph, bureau 100, Québec (Québec) G1K 9E7
Adresse Web : <http://www.csq.qc.net>

Téléphone : (514) 356-8888
Téléphone : (418) 649-8888

Télécopie : (514) 356-9999
Télécopie : (418) 649-8800

État de la conjoncture, rentrée 2007

La crise du crédit : un feu qui couve

Au cours de l'été 2007, les salariés ont assisté médusés à la débâcle des marchés financiers en se demandant confusément si, en fin de compte, ce ne seraient pas elles et eux qui auraient à payer la note des dégâts.

En effet, les événements des derniers mois marquent la fin du mégaparty que s'offre la finance internationale depuis 2002 dans le contexte de libéralisation et de déréglementation qui caractérise les marchés financiers. Comme il était prévisible, le laxisme ambiant et le crédit facile ont donné lieu à des débordements qui, à travers les enchaînements systémiques tissés depuis quelques années, ont fini par mettre en péril le fonctionnement d'ensemble.

La crise financière actuelle est la manifestation de la crise de confiance des investisseurs à l'égard de la solidité des véhicules de placements qui ont proliféré ces dernières années et dont la valeur est devenue suspecte. Même si les brèches semblent colmatées pour le moment grâce aux interventions massives des banques centrales et aux arrangements ad hoc entre institutions, le feu couve toujours puisqu'on ne sait pas encore très clairement qui sera sanctionné au bout du compte pour les pertes dans certains secteurs.

C'est qu'avec la prolifération des produits financiers, le risque lui-même est devenu objet de marchandisation. Pour illustrer le phénomène, prenons l'exemple des dérivés de crédit. Les dictionnaires diront qu'il s'agit d'un contrat dont l'objectif est de transférer le risque du retour total sur un actif de crédit sans transfert de l'actif sous-jacent. En fait, c'est un peu comme un contrat d'assurance qui est pris par une banque pour se protéger contre un défaut de paiement sur un ensemble de prêts. Le dérivé de crédit est ensuite échangé ou vendu sur le marché et il finit par se retrouver dans un portefeuille quelconque. Les portefeuilles des investisseurs sont structurés un peu sur le modèle des poupées russes, avec une gamme de produits financiers qui contiennent eux-mêmes d'autres produits financiers et ainsi de suite. Cela est censé étaler les risques. Mais quand les choses tournent au vinaigre, qui se retrouve avec la patate chaude ? Ce n'est pas évident. Dès lors, tout le monde soupçonne tout le monde, et plus personne ne veut prêter à personne. Alors, le système fige. C'est ce qui s'est produit l'été dernier. Cela s'appelle une crise de liquidités.

Et ce sont les banques centrales, ces prêteurs de dernier recours, qui doivent intervenir pour empêcher que l'ensemble du système n'ait à pâtir de la témérité des chevaliers de la finance. Les Américains appelaient cela le *Greespan put*, du nom de l'ancien président de la *Fed*, car on était certain qu'il viendrait toujours à la rescousse du système financier en cas de coup dur. C'est encore une fois ce qui

vient de se produire, mais cela s'appelle maintenant le *Bernanke put*, du nom de son successeur.

Dans le texte qui suit, nous allons examiner les ingrédients du cocktail explosif qui a conduit à la crise du crédit.

Les éléments de contexte

Il faut se reporter à 2001 pour saisir dans quelle direction le système financier a été relancé. Après les crises financières successives de la fin des années 90 (Brésil, Russie, sud-est asiatique, etc.) et l'éclatement de la bulle des technologies en 2000, l'économie américaine dérivait vers la récession. Les attentats du 11 septembre n'ont fait qu'accélérer la glissade. Craignant que l'économie ne se retrouve dans une situation de déflation à la japonaise, (difficulté croissante de rembourser les dettes, anémie généralisée de l'investissement et de la consommation), les autorités monétaires américaines ont tenté de conjurer cette menace en réduisant de manière draconienne les taux d'intérêt. En quelques mois, le taux directeur de la *Fed* a été abaissé de 6,0 % à 1,0 %, un niveau où il est demeuré pendant un an avant de recommencer à monter graduellement. Cette politique a inauguré une ère de crédit à bon marché qui a certes alimenté l'expansion de l'économie mondiale, mais aussi le développement exponentiel des marchés financiers. Dans cette période de « liquidité globale excessive », des capitaux en surabondance cherchaient désespérément à se placer avantageusement n'importe où, tandis que les marchés financiers s'ingéniaient à inventer toutes sortes de classes d'actifs pour satisfaire les appétits des investisseurs.

Dans le domaine de la finance, on le sait, le rendement est fonction du risque. Comme les placements les plus sûrs ne rapportaient guère à cause des faibles taux d'intérêt, les investisseurs se sont donc orientés vers des placements plus risqués, tout en cherchant à se prémunir contre les risques au moyen de nouveaux instruments financiers.

Le détonateur : les *subprime*

Dans le jargon des finances, le client *prime* est le client solvable type. Le client *subprime* est un emprunteur à la limite de la solvabilité. Le marché des *subprime* désigne donc le segment des prêts hypothécaires à risque.

Sous la pression de Wall Street pour effectuer toujours plus de placements dans l'immobilier, dont les valeurs s'appréciaient rapidement et fortement, les institutions financières ont commencé à relâcher les critères et à consentir des prêts à des clientèles moins solvables. Ainsi, on ne considérait plus le dossier de crédit. On n'exigeait pas de preuve de revenus, tandis que les prêts pouvaient s'élever jusqu'à 120 % de la valeur de la propriété. Ces prêts étant plus risqués, les taux d'intérêt exigés étaient aussi plus élevés. Mais pour attirer des emprunteurs, les institutions offraient un taux introductif alléchant pour un an ou deux, remplacé par la suite par

un taux variable de plusieurs points supérieur au taux régulier. On offrait aussi des hypothèques inversées où les intérêts s'ajoutent au principal. Ce marché a connu une forte expansion ces dernières années, atteignant, selon certaines estimations, jusqu'à 12,75 % des crédits immobiliers états-uniens à la fin de 2006.

Au début, malgré le niveau de risque, le taux de défaut sur ces prêts est demeuré faible. Cela a amené les agences de cotation à bien noter ces prêts, ce qui a encouragé les investisseurs à accroître leur participation. En réalité, les emprunteurs n'étaient pas plus solvables, mais ils parvenaient à se refinancer à même l'appréciation de la valeur des maisons. Certains observateurs allaient même jusqu'à dire que les gens se servaient de leur maison comme d'un guichet automatique. C'est quand les valeurs immobilières ont commencé à plafonner, en raison de la montée des taux d'intérêt, que les problèmes ont surgi et que la roue s'est mise à tourner dans l'autre sens. Les reprises de finance se sont multipliées ; des dizaines de milliers de personnes à revenu précaire ont perdu leur maison ; l'offre a surpassé la demande ; les prix ont chuté ; la valeur des placements immobiliers s'est affaïssée.

Mais, pourrait-on demander, pourquoi un dégât somme toute circonscrit provoquerait-il une crise de l'ampleur de ce qui s'est produit ? C'est là qu'interviennent les CDO.

L'explosif : les CDO

Ce qui a pris un essor fulgurant depuis une décennie c'est la titrisation. Il s'agit de la formule magique pour transformer un actif non liquide (un prêt hypothécaire) en actif liquide (une obligation adossée à une créance hypothécaire)¹ Un des moyens financiers privilégié pour réaliser cette transformation est ce qui est appelé *collateralized debt obligation*, ou CDO. Essentiellement, il s'agit d'une obligation de qualité variable tirée d'un fonds dans lequel les banques, ou d'autres institutions financières, versent des dettes de divers types.

Pour rendre la chose plus intelligible, essayons d'en faire la genèse.

Rappelons-nous comment cela fonctionnait à l'époque. Prenons l'exemple d'une société de financement qui offrait un prêt à un particulier pour, disons, l'achat d'une voiture. L'automobile servait de garantie au prêt, tandis que le taux d'intérêt reflétait le risque associé au remboursement par le client. Pour obtenir l'argent nécessaire au prêt, la société de financement émettait des débentures, une sorte d'obligation bas de gamme qui était vendue aux investisseurs à un taux d'intérêt concurrentiel. Les prêts regroupés procuraient le revenu de l'entreprise.

¹ La liquidité est une notion centrale dans le monde de la finance. Les liquidités désignent les actifs disponibles immédiatement pour les particuliers ou les entreprises. Il peut s'agir de monnaie, bien entendu, mais aussi de titres facilement échangeables.

Vers le milieu des années 90 est apparue la titrisation. Des institutions non bancaires ont commencé à faire des prêts hypothécaires. Pour obtenir l'argent nécessaire, elles ont regroupé leurs prêts hypothécaires et les ont « titrisé », c'est-à-dire qu'elles ont commencé à vendre aux investisseurs des obligations fondées sur leur portefeuille de prêts hypothécaires. C'est de là que vient cette notion de titres « adossés » à des actifs.

Rapidement, dans un environnement caractérisé par l'excès de liquidité, la titrisation des prêts est devenue une grosse affaire à l'échelle internationale. Alors que les marchés financiers s'activaient à mettre au point toutes sortes de classes d'actifs, selon des formules de plus en plus complexes, est apparu la CDO qui a connu un succès instantané.

Une CDO est créée quand un « originateur », comme une banque, une autre institution financière ou un gestionnaire d'investissements regroupe divers prêts de qualité différente. Il peut s'agir d'obligations d'entreprises, de simples prêts d'entreprises ou d'hypothèques. Ces prêts sont cédés à une entité indépendante, appelé un « special investment vehicle » (SIV), ou encore un « conduit ». Une fois regroupés, les prêts sont débités en 3 catégories, ou tranches, qui sont vendues aux investisseurs selon un ensemble de dispositions qui spécifient notamment le taux d'intérêt par tranche et le degré de risque. Avec le produit de ces ventes, le « conduit » rembourse « l'originateur ». De manière typique, ces fonds sont gérés par les « originateurs » qui renouvellent et remplacent à leur guise les prêts qu'ils contiennent et payent les primes aux investisseurs. À l'échéance, au bout de cinq ans environ, les montants investis sont remis et tout le monde repart heureux, surtout « l'originateur » qui a reçu en outre une commission pour la gestion.

Les tranches correspondent à des catégories de placements plus ou moins risqués avec des taux de rendement à l'avenant. La tranche « senior » est réputée être la plus sûre. Elle est cotée AAA par les agences de notation et l'intérêt qu'elle rapporte est plus faible. Vient ensuite la tranche « mezzanine », un peu plus risquée, cotée BBB et qui rapporte davantage. Enfin, vient la tranche *equity*, sans cotation, qui représente le placement le plus risqué. En cas de défaut de paiement sur le portefeuille sous-jacent, les pertes sont absorbées successivement de la tranche la moins sécurisée jusqu'à celle qui l'est davantage.

Pour les banques, un tel schéma est fort intéressant parce qu'il leur permet, ultimement, de convertir des prêts à court terme en prêts à long terme, et de profiter des écarts de rendement. En plus, le risque associé au défaut de paiement sur les prêts est transféré à l'investisseur.

L'investisseur, de son côté, ne place pas son argent dans une entreprise, dont l'évolution peut être aléatoire, mais dans des actifs qui vont générer des flux de revenus. De par la formule même des tranches, les placements peuvent être plus ou moins sécurisés. Et c'est ce qui a créé illusion pendant un bon moment. Alors que les CDO dans l'immobilier contenaient des hypothèques à risque, dans la

tranche inférieure, les investisseurs avaient le sentiment d'investir dans des actifs sécurisés.

Ce type de placement a connu un essor vertigineux. L'encours des obligations adossées à des actifs est passé de 84 \$US milliards en 2002 à plus de 500 milliards \$ US en 2006.

Mais ici, il convient de relever que la valeur des garanties subsidiaires (*collateral*) sur de tels titres varie selon les conditions du marché. Quand le marché immobilier a commencé à fléchir et qu'il est devenu clair qu'un grand nombre de prêts hypothécaires *subprime* ne seraient pas remboursés, cela entraînait de lourdes pertes pour les portefeuilles composés de tels prêts.

Dans les CDO adossées à des prêts hypothécaires, les prêts à risque (*subprime*) composent la tranche inférieure (*equity*). Pour cette tranche, la seule garantie c'est la propriété elle-même. Et si la valeur des propriétés chute, il en va de même de la valeur du portefeuille de prêts.

Quand les défauts de paiement ont commencé à se multiplier, les agences de cotation ont commencé à réviser à la baisse les cotes attribuées à de tels fonds. Or, il faut savoir que plusieurs institutions, les fonds de retraite notamment, sont tenues par règlement d'investir dans certaines classes de titres. Cela a joué comme facteur aggravant.

Dans certains cas, la structure de ces CDO était si opaque, que les agences de cotation n'arrivaient pas à en déterminer la valeur. Peu à peu s'est installée l'idée que ces placements n'étaient peut-être pas aussi sûrs qu'il paraissait. Cela d'autant plus que les placements sont souvent structurés sur le modèle des poupées russes. Il semblerait qu'environ 40 % des CDO soient constituées d'actifs comprenant d'autres CDO.

Mais encore là, pourquoi les déboires d'un sous-secteur du marché immobilier ont-ils entraîné une crise financière ? C'est ici qu'entre en ligne de compte l'effet de levier.

L'accélérateur : l'effet de levier exploité par les *hedge funds*

On connaît la notion d'achat sur marge à la bourse. Il s'agit d'emprunter (à son courtier, le plus souvent) pour acheter beaucoup plus d'actions qu'il ne serait possible avec l'argent dont on dispose. Si le prix de l'action monte, les profits seront démultipliés. En revanche, si le prix de l'action baisse, l'investisseur risque d'y laisser sa chemise. Voilà pour le principe. Son application s'est étendue à tous les domaines de la sphère financière ces dernières années, d'autant plus qu'il semblait possible de se prémunir contre les risques en achetant des produits dérivés conçus à cette fin. Les champions à cet égard étaient ce qu'on appelle les *hedge funds*, qui

montaient les opérations de prises de contrôle de sociétés de plusieurs milliards qui défraient la chronique régulièrement.

Les *hedge funds*, ou fonds de couverture sont des espèces de clubs d'investissements privés, accessibles seulement aux entreprises accréditées, et qui se donnent comme vocation de fournir à leurs clients investisseurs des protections contre les risques associés à leurs autres placements. Cela se fait à travers des stratégies financières particulièrement alambiquées et qui échappent largement à la réglementation

Les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels, insatisfaits des maigres rendements, ont pris d'assaut les fonds de couverture (*hedge funds*) et fonds privés d'investissement. Ceux-ci ont utilisé ces sommes pour emprunter massivement (effet de levier) et se livrer à des opérations spéculatives colossales appelées *leverage buyout* (LBO). Un LBO ou *Leveraged Buy Out* est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement, un holding est constitué, qui s'endette pour racheter la cible. Le holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée.

Une grande partie des CDO avaient été achetées par des fonds de couverture (*hedge funds*) moyennant un fort endettement. Celui-ci pouvait représenter jusqu'à 10 fois le montant de leurs fonds propres. Tant que le marché immobilier prospérait, les choses allaient rondement. Quand le retournement s'est produit, la situation s'est gâchée.

La dégringolade

Sur ces entrefaites se produisit un événement sans rapport direct avec le sujet, qui eut néanmoins des conséquences sur les états d'âme des milieux financiers. Un beau jour de février, la bourse chinoise chuta de 9 %. Cela n'affecta guère les marchés qui se rétablirent aussitôt. Mais ce petit clignotant déclencha une sorte d'alarme concernant les placements risqués. Les banques commencèrent à restreindre leurs prêts hypothécaires plus risqués, freinant d'autant l'expansion du marché immobilier.

Dans cet univers désormais mondialisé, les *hedge funds*, qui s'étaient lourdement endettés pour investir dans toutes sortes de produits financiers, prirent subitement conscience de la vulnérabilité de leur situation. Ils détenaient des positions dans toutes sortes de placements risqués : des *junk bonds* (obligations spéculatives, c'est-à-dire obligations moins cotées ou non cotées par les grandes agences), des placements risqués dans les pays émergents, et des CDO *subprime*.

Par mesure de précaution, ces investisseurs décidèrent de nettoyer leurs portefeuilles des titres de moins bonne qualité. Et ils décidèrent donc de vendre leurs CDO *subprime*. Mais personne n'en voulait. D'où la question : quelle était leur

valeur ? En effet, comme l'aurait souligné Marx lui-même, la valeur de quelque chose dans le capitalisme se réalise dans l'échange.

Pour un temps, la situation demeura inchangée et on oublia les CDO. Celles-ci ne sont pas transigées en bourse, et changent rarement de main. Les *hedge funds* sont seulement tenus d'inscrire à leurs livres la valeur au marché. Et comment fixer la valeur au marché quand il n'y a pas de marché pour ces titres ? Ceux-ci restent généralement dans les portefeuilles des investisseurs jusqu'à l'échéance. De plus, les administrateurs des *hedge funds* sont rémunérés selon la performance, alors quel intérêt auraient-ils à dévaloriser leurs avoirs, surtout quand la valeur de ceux-ci n'est pas facile à établir ?

La cassure s'est produite en juillet dernier, quand deux énormes *hedge funds* sous le parapluie de la banque américaine Bear Stearns ont sombré. Ceux-ci, réputés valoir 9 milliards \$US, et bourrés jusqu'aux oreilles de titres *subprime*, se sont trouvés incapables d'assurer le service de leur énorme dette. À ce moment, les prêteurs ont décidé de vendre les garanties, c'est-à-dire les titres mis en garantie.

En réaction, Bear Stearns s'est appliquée à convaincre toutes les banques prêteuses de ne pas vendre les garanties. Mais l'épisode a mis en lumière que les CDO fondées sur des titres subprime vaudraient seulement 30 cents dans le dollar, et probablement moins si tout le monde commençait à s'en débarrasser. S'il fallait inscrire aux livres à leur valeur de marché ces titres, réputés valoir 800 milliards US, les pertes seraient énormes. Deux semaines plus tard, d'ailleurs, Bear Stearns a reconnu que ces fonds ne valaient presque plus rien.

Puis ce fut au tour des Européens de reconnaître les difficultés éprouvées par certains fonds de placements lourdement impliqués dans l'achat de titres du marché hypothécaire à risque américain : BNP Paribas, en France, Union Investment en Allemagne, Northern Rock au Royaume-Uni, etc.

On connaît la suite : les marchés boursiers ont plongé ; le système de crédit s'est figé ; les banques centrales ont injecté des milliards pour relancer la circulation du crédit.

La crise au Canada : le papier commercial adossé à des actifs (PCAA)

La crise financière internationale a aussi débordé au Canada où elle s'est manifestée avec une acuité particulière dans le marché du papier commercial.

Les effets de commerce, qu'on appelle familièrement du papier commercial, désignent des titres de créances négociables émis par les entreprises pour se financer à court terme. Auparavant, il s'agissait de simples « i.o.u's » corporatifs, (condensé de « I owe you », à savoir des notes de reconnaissance de dette). Ces titres reposent sur l'engagement d'une société à payer à même son crédit général. Ils sont souvent garantis par une marge de crédit ou une société apparentée.

Quand il s'agit de papier commercial adossé à des actifs (PCAA), les titres sont garantis par les crédits de l'entreprise, eux-mêmes constitués de prêts divers. Il peut s'agir aussi bien de prêts automobiles, de soldes de cartes de crédit, de prêts hypothécaires, mais aussi de produits financiers structurés comme des CDO adossés à des prêts hypothécaires à risque sur le marché américain. Normalement, quand ces titres arrivent à maturité, après un ou deux mois, ils sont renouvelés ou remboursés et financés par une nouvelle émission. La crise a éclaté quand certaines entreprises n'ont pu trouver preneur pour leurs émissions.

Les investisseurs se servent de ces placements un peu comme on se servirait d'un stationnement pour sa voiture. Cela permet de mettre en réserve des fonds facilement récupérables qu'on ne souhaite pas immobiliser immédiatement. Ces titres sont devenus populaires ces dernières années parce qu'ils offraient un meilleur rendement que les bons du trésor ou les obligations corporatives et qu'ils avaient la réputation d'être sans risques.

Au Canada, ce secteur a été investi massivement par les capitaux étrangers ces dernières années en raison du laxisme de la réglementation canadienne comparativement à celle d'autres pays. Au Canada, les institutions bancaires qui s'engagent à fournir les liquidités aux émetteurs de tels titres en cas de difficultés de remboursement n'ont pas à faire de provisions, ni à fournir de telles liquidités sauf en cas de circonstances catastrophiques, ce qui limite sensiblement leurs obligations.

Des banques comme la britannique Barclays ou la Deutsche Bank y ont vu l'occasion de réaliser des profits rapides sans trop de risques. L'opération leur permettait de toucher une commission en fournissant des liquidités sans posséder elles-mêmes ces liquidités, ni avoir à faire de réserves de capitaux. Ainsi, l'encours du papier commercial au Canada a doublé entre 2000 et 2007, atteignant quelque 120 milliards, soit 10 % de la valeur du marché américain, ce qui excède largement le poids du secteur financier canadien. Les difficultés présentes concernent cependant la portion des PCAA non gérée par les banques, qui est évaluée à environ 35 milliards.

La crise a éclaté à la mi-août quand l'entreprise financière Coventree Capital s'est trouvée dans l'incapacité de vendre des PCAA pour 700 millions. Comme l'ont souligné certains analystes, cette firme campait entre un mur de CDO et un autre mur de PCAA. Une partie de ses titres était gagée sur des prêts hypothécaires à risque états-uniens. Plusieurs détenteurs de ces effets de commerce n'ont pas renouvelé leurs investissements et les émetteurs, n'ayant pu trouver de nouveaux acheteurs, se sont trouvés face à un manque de liquidités important exacerbé par le refus de certains fournisseurs de liquidités, notamment les banques, de venir à leur rescousse.

Très rapidement, la Caisse de dépôt et placement du Québec a pris l'initiative de rassembler les principaux joueurs et d'organiser un moratoire afin d'éviter une vente de feu de ces titres qui aurait pénalisé tout le monde. Cela se comprend quand on sait que la Caisse est un des principaux porteurs de papier commercial non-

bancaire, à hauteur de 13,6 milliards de dollars selon la rumeur, et qu'elle est aussi l'un des principaux actionnaires de Coventree.

Ce qui viendra à être connu comme l'Accord de Montréal, a été entériné par la Caisse, Le Mouvement Desjardins, la Banque nationale, ABN AMRO, Barclays Capital, la Deutsche Bank, HSBC, Merrill Lynch et UBS. L'accord n'a pas été signé par les grandes banques de Toronto, mais celles-ci ont dit appuyer l'accord, tout en réitérant qu'elles étaient peu exposées au PCAA non-bancaire.

Ces institutions ont invité les investisseurs, essentiellement des fonds de pension et des trésoreries d'entreprises, à maintenir leurs placements dans ces fonds même après la date de maturité des titres afin d'éviter une débâcle généralisée de ce marché. Ces derniers ont accepté de ne pas réclamer l'encaissement, ni chercher à vendre ces titres, jusqu'à la mi-octobre.

Entre-temps les émetteurs s'affairent à mettre au point une formule pour convertir les titres en obligations à plus long terme. Mais vu la difficulté et la complexité de l'entreprise, les protagonistes de l'accord ont demandé de prolonger le moratoire. Pour rassurer, la Caisse a indiqué qu'elle disposait des liquidités nécessaires si besoin. Elle a aussi dit qu'elle ne cessait de découvrir des créances de bonne qualité dans les prêts sur lesquels repose le papier commercial, ce qui en dit long sur la transparence de ces activités. La résolution définitive de cette question demeure donc en suspens pour le moment.

Conclusion

Cette crise a fait ressortir, une fois de plus, la propension du capitalisme aux emballements incontrôlables. Elle a aussi fait apparaître la vulnérabilité d'un système financier international désormais tricoté beaucoup plus serré du fait de la mondialisation des marchés.

Elle a montré les limites des dispositifs imaginés pour protéger contre les risques et surtout leur incapacité à prévenir les dérapages systémiques. Les produits financiers conçus à ces fins n'ont pas servi à amortir les chocs en étalant les risques. Ironiquement, c'est plutôt l'inverse qui s'est produit. Ils ont propagé le risque dans tous les recoins de l'univers financier et ont amené le système au bord de la paralysie quand la méfiance s'est généralisée. On peut même se demander s'ils n'ont pas induit des comportements encore plus irresponsables, en procurant aux opérateurs financiers un faux sentiment de sécurité qui les a encouragés à prendre de plus grands risques dans leurs montages financiers.

Nous assistons à la première crise majeure d'un univers financier profondément remodelé depuis quelques années, particulièrement avec la transformation du crédit en obligations. À l'échelle internationale, ce marché dépasse désormais en ampleur le marché boursier. Mais la dissociation engendrée entre le crédit et la prise en charge des risques qui y sont reliés, de même que la multiplication des relais jusqu'à l'investisseur final, a provoqué la diffusion de la responsabilité, pour ne pas

dire qu'elle a généralisé l'irresponsabilité. Qui, en fin de compte, est responsable des prêts ? Comme le phénomène de la titrisation n'est pas appelé à se résorber, la question d'une réglementation adaptée à ces nouvelles réalités se pose avec acuité, comme en témoignent certains échos provenant des milieux plus directement concernés². En effet, après le laisser-faire débridé, il serait tout à fait opportun de resserrer ou de mettre au point de nouvelles réglementations dans ce domaine. Certains ont évoqué l'introduction d'une sorte de « collier à puce » sur les prêts et le maintien d'un degré de responsabilité au prêteur initial. Pourquoi pas ?

Même si l'intervention des banques centrales a rétabli une certaine fluidité dans le système, les règlements de comptes restent à venir. Les bilans trimestriels des institutions financières vont certainement en porter la marque. Quelle sera l'ampleur des pertes financières ? Qui sera sanctionné en bout de ligne pour les mauvais placements ? Cela reste à voir.

Surtout, quel sera l'impact de cette crise financière sur l'économie réelle ? Car il est certain qu'il y aura des répercussions. Déjà, on s'attend à ce que le FMI procède à des révisions à la baisse des perspectives économiques mondiales pour 2008. Pour les Etats-Unis, en 2008, la croissance économique serait révisée de 2,8 % à 1,9 %. Au Canada, la croissance économique prévue passerait de 2,8 % à 2,3 %. Pour l'Europe, les perspectives de croissance seraient réduites de 0,5 %. Cela en supposant un retour de la liquidité à un niveau plus normal, ce qui est loin d'être acquis, compte tenu de la nervosité des institutions bancaires. Chose certaine, cet épisode marque la fin de la période de crédit facile. Le crédit étant en quelque sorte l'oxygène qui attise les flammes de l'activité économique, si une telle métaphore est permise, on peut s'attendre à une modération de l'activité économique.

Quant au monde de la finance, toujours incorrigible, il spéculé maintenant sur une réduction des taux d'intérêt pour se maintenir à flot. Un pari risqué.

² « Et si Ben Bernanke s'était trompé de crise », Claude Béland et al., membres de la coalition pour la protection des investisseurs, Le Devoir, 15 octobre 2007