

www.trends.be


tendances Trends

ÉDITION SPÉCIALE DE TRENDS-TENDANCES •
DISPONIBLE UNIQUEMENT EN VERSION DIGITALE

2008-2018

L'HISTOIRE CACHÉE DE LA CRISE FINANCIÈRE



A close-up portrait of Marc Rasière, CEO of Belfius, wearing a dark blue suit, white shirt, and dark tie. He has short, light-colored hair and is looking directly at the camera with a slight smile. The background is a dark, neutral color.

« Aujourd'hui, on a trop tendance à zapper d'une information à une autre. L'immédiateté est devenue la norme. Trends-Tendances, lui, travaille plus sur le fond et c'est ce qui m'intéresse par-dessus tout. »

MARC RAISIÈRE

CEO Belfius

**NO TRENDS.
NO COMMENT.**

*Trends-Tendances,
l'hebdo qui vous inspire.*



**PIERRE-HENRI
THOMAS**
JOURNALISTE

Une crise qui a ébranlé les portefeuilles et les esprits

LA FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS, le 15 septembre 2008, est l'événement qui, à lui seul, cristallise la plus grande crise économique et financière que le monde ait vécue depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Beaucoup se souviennent des événements majeurs qui ont ensuite frappé notre pays, avec en point d'orgue, dans les derniers jours de septembre 2008, les chutes de Fortis et Dexia, des géants que l'on pensait inébranlables et qui pourtant sont tombés.

MAIS D'AUTRES FAITS ONT ÉTÉ OUBLIÉS qui méritent pourtant d'être ramenés à la surface. C'est l'objectif de ce petit livre, qui ne se veut pas exhaustif. Sa seule prétention est de rappeler aux lecteurs de *Trends-Tendances* certaines histoires, formidables et pourtant méconnues, à ceux qui étaient trop jeunes pour la connaître ou trop éloignés de l'actualité financière pour s'en soucier. Il livre aussi les témoignages de quelques personnes clés qui étaient en première ligne voici 10 ans.

NOUS ESPÉRONS DONC, au fil des pages, apporter des réponses à quelques questions. Nous vous y racontons donc pourquoi cette tempête est née aux Etats-Unis. Comment un mécanisme d'un effrayant cynisme a propagé le risque des mauvais crédits immobiliers dans le monde. Pourquoi la crise a prospéré grâce aux mauvais modèles utilisés dans les salles de marché. Quelle est cette poignée de financiers qui ont réussi à gagner des milliards en prédisant l'effondrement. Pourquoi le sauvetage de Bear Stearns, six mois avant la chute de Lehman Brothers, a profondément influencé la manière dont les autorités américaines ont appréhendé la crise. Comment Fortis a vécu ses dernières heures. Comment les épargnants de Kaupthing Belgique ont finalement été sauvés. Pourquoi le contribuable belge ou français doit-il encore se soucier de la dette de Dexia...

CAR SI LA CRISE EST PASSÉE, elle n'est pas effacée pour autant. Elle a laissé de profonds stigmates: elle a accéléré la perte d'emplois industriels en Europe, profondément modifié le visage de nos banques, forcé les Etats, les ménages et les entreprises à s'endetter. Elle nous a aussi marqués au plus profond de chacun d'entre nous, en changeant nos comportements. Les comportements financiers d'abord. La crise a ainsi nourri une grande défiance à l'égard des actions et des valeurs mobilières en général. Les épargnants se donc rués sur les livrets d'épargne et les ménages se sont endettés à des niveaux record pour détenir de l'immobilier. Plus largement, les comportements économiques et sociaux ont été modifiés. Le Bureau du Plan le souligne dans un rapport relativement récent: «L'état de santé men-

||| ***Les événements de 2008 ont fait exploser le monde ouvert et globalisé qui était né après la Guerre froide.***

tale des Belges s'est globalement dégradé depuis 2008, soit depuis le début de la crise économique et financière». Ce n'est pas seulement les portefeuilles que la crise a ébranlés. Ce sont aussi les esprits.

LES ÉVÉNEMENTS DE 2008, que les Américains appellent la Grande Récession en écho à la Grande Dépression des années 1930, ont fait exploser le monde ouvert et globalisé qui était né après la Guerre froide. La crise économique est ainsi devenue le ferment d'une autre crise, politique, que nous vivons aujourd'hui et qui se traduit, entre autres, par des lézardes de plus en plus graves dans l'édifice institutionnel européen, par le Brexit, par la politique nationaliste et protectionniste empruntée par les Etats-Unis de Donald Trump, par la victoire des démocraties «illibérales» en Pologne et en Hongrie. Pour toutes ces raisons, il fallait donc raconter ces histoires secrètes de la crise des *subprimes*. Bonne lecture. ©



« Dans Trends-Tendances, il y a de l'information approfondie, des opinions et des analyses de domaines que l'on connaît moins. C'est un magazine qui donne une vraie valeur ajoutée en termes de réflexion. »

BRUNO COLMANT

Degroef Petercam



**NO TRENDS.
NO COMMENT.**



*Trends-Tendances,
l'hebdo qui vous inspire.*

Avons-nous tiré les leçons de la crise?

LA CHUTE DE LEHMAN BROTHERS il y a tout juste 10 ans demeure le symbole de la crise la plus grave qu'ait connue le système financier mondial depuis la Grande Dépression des années 1930. La série d'articles que lui consacre *Trends-Tendances* en analyse les causes, les événements les plus dramatiques et les conséquences non seulement sur le secteur financier mais aussi sur l'économie globale.

TROIS QUESTIONS VIENNENT À L'ESPRIT: en avons-nous tiré les bonnes leçons? Le système financier est-il devenu plus sûr? Quels sont les risques qui subsistent?

LA FAILLITE DE LEHMAN est à la fois le symbole et l'épicentre de la crise qui a ébranlé les marchés et l'économie mondiale, mais elle est à bien des égards un événement unique: c'est la seule faillite bancaire qui n'ait pas entraîné d'intervention des pouvoirs publics, provoquant le tarissement du marché interbancaire, et globalisant ainsi la crise. Dans la plupart des autres cas, au moins pour les établissements d'importance comparable, le sauvetage des établissements en difficulté a été organisé, et très souvent financé par les pouvoirs publics. Cela fut vrai aux Etats-Unis avec la reprise des banques en difficulté par des concurrents, conduisant à une consolidation accélérée du secteur bancaire autour de Banque of America (reprise de Merrill Lynch et de Countrywide) et de JP Morgan Chase (reprise de Bear Stearns et de Washington Mutual), ou le sauvetage du géant mondial de l'assurance AIG. En Europe, les Etats sont massivement intervenus en prenant le contrôle total ou partiel de nombreuses banques, et par l'octroi de garanties de refinancement pour les cas les plus difficiles.

CETTE CRISE A FAIT L'OBJET D'ACTION COORDONNÉES: au niveau du G20, de l'Union européenne, des banques centrales. Non seulement pour faire face à l'urgence de la situation mais aussi pour mettre en place les réformes nécessaires pour qu'un événement semblable ne puisse plus se reproduire.

Causes connues

LES CAUSES en sont connues : prise de risque excessive par les établissements financiers, fragilité des bilans bancaires tant en termes de capital que de liquidité, poids excessif



PIERRE MARIANI
ADMINISTRATEUR DÉLÉGUÉ ET PRÉSIDENT DU COMITÉ DE DIRECTION
DE DEXIA ENTRE OCTOBRE 2008 ET AOÛT 2012

des opérations de trading pour compte propre, effets délétères des systèmes de rémunération des opérateurs de marché mais aussi défaillances dans la supervision des banques au niveau national et plus encore au niveau des groupes fortement internationalisés, et absence des instruments appropriés pour organiser la résolution ordonnée des banques en difficulté.

A BIEN DES ÉGARDS, la situation a profondément évolué depuis 2008. Pour s'en tenir à l'Europe, l'adoption de réglementations plus exigeantes en matière de capital et de liquidité, la limitation des activités les plus spéculatives, le renforcement de la supervision bancaire dans la zone euro, la généralisation des *stress tests* pour mesurer la résistance des banques ont incontestablement

rendu le système bancaire plus apte à résister à des situations de crise: les fonds propres des banques européennes ont doublé au cours des

10 dernières années, leur situation de liquidité s'est fortement améliorée, les contrôles des superviseurs européens sont désormais plus nombreux et mieux coordonnés au niveau international pour les groupes les plus importants.

LE SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN est pourtant aujourd'hui confronté à des enjeux stratégiques majeurs. La rentabilité des banques est loin d'avoir retrouvé les niveaux d'avant-crise. Elle reste très inférieure à celle de leurs homologues des Etats-Unis et inférieure au coût du capital du secteur, qui continue de détruire de la valeur pour ses actionnaires puisque la capitalisation boursière des banques européennes

demeure très inférieure au montant cumulé de leurs fonds propres. Par ailleurs, la part de marché des 50 plus grandes banques s'est très fortement contractée: passant de plus de deux tiers à moins de 40% des financements de l'économie en 10 ans. Enfin, les métiers traditionnels de la banque sont aujourd'hui menacés par de nouveaux acteurs: fintechs, activités de financement *peer to peer*, qui sont à la fois plus agiles, et moins régulés.

Trois déséquilibres

PAR AILLEURS, l'amélioration de la situation des banques ne doit pas masquer les déséquilibres persistants dans le système financier global. J'en retiendrai trois.

La rentabilité des banques est loin d'avoir retrouvé les niveaux d'avant-crise. Elle reste très inférieure à celle de leurs homologues des Etats-Unis et inférieure au coût du capital du secteur, qui continue de détruire de la valeur pour ses actionnaires.

LE PREMIER est l'endettement global des acteurs non financiers: Etats, entreprises, ménages. Il a continué à progresser très fortement depuis la crise dans les pays où le secteur financier est important. Selon le Fonds monétaire international, il atteint aujourd'hui 250% du PIB mondial contre 200 en 2008, en raison principalement de l'accumulation continue des déficits publics dans de nombreux pays, mais aussi de taux d'intérêt très bas qui ont constitué une incitation puissante à l'endettement.

DE PLUS, les régulateurs observent une détérioration sensible de la qualité des crédits: le niveau d'endettement des entreprises s'est

accru, le rating moyen des contreparties s'est affaibli, ce qui se traduira inévitablement par une remontée du coût du risque en cas de ralentissement économique ou de remontée rapide des taux d'intérêt.

ENFIN, plus préoccupants peut-être sont les risques induits par la progression de l'endettement portés par d'autres acteurs que les banques : *asset managers*, investisseurs directs des plateformes de financement *peer to peer*, compagnies d'assurance qui ont acheté massivement des crédits *corporate* pour accroître le rendement de leurs placements traditionnels laminé par la baisse des taux d'intérêt. Ces acteurs ne sont pas soumis aux mêmes contraintes que les banques. La montée des risques de crédit, lorsqu'elle se produira, les affectera probablement dans des proportions qui sont sans doute difficiles à évaluer aujourd'hui, alors que peu d'instruments existent pour les encadrer et encore moins y faire face en cas de crise grave.

PROBLÉMATIQUES AUSSI sont les mesures prises par les Etats et les banques centrales pour faire face à la crise. Elles ont fait naître des déséquilibres qui rendent la sortie de ces dispositifs souvent sans précédents délicate à gérer. Beaucoup de catégories d'actifs sont aujourd'hui surévaluées : immobilier, actions, obligations, etc. Malgré un début de correction observé depuis quelques mois, elles peuvent être un facteur d'instabilité forte en cas de remontée durable des taux d'intérêt.

LE DERNIER ÉLÉMENT tient à la fragilisation de certains pays émergents. Leur situation s'est détériorée sous l'effet de la normalisation de la politique monétaire américaine et de l'accroissement des tensions commerciales, nous remémorant la crise de 1998 et non celle de 2008. Mais cette fragilisation touche aussi d'autres Etats : la situation de l'Italie montre que le risque souverain, y compris au sein de la zone euro, n'a pas disparu, et que le lien délé-

La situation de certains pays émergents s'est détériorée sous l'effet de la normalisation de la politique monétaire américaine et de l'accroissement des tensions commerciales, nous remémorant la crise de 1998 et non celle de 2008.

rière entre risque souverain et les banques, que le programme de rachats d'obligations de la Banque centrale européenne avait apaisé après 2011, peut resurgir en cas de divergences de politique économique au sein de la zone euro.

Risques futurs

IL EST DONC ESSENTIEL, non seulement de s'assurer que la crise de 2008 ne se reproduira plus, même si beaucoup de dispositifs créés après la crise n'ont pas encore été véritablement testés, mais aussi de tirer les conséquences des changements majeurs qui affectent le système financier. Objectifs : faire face aux risques nouveaux liés à l'émergence de nouveaux acteurs, à la dispersion beaucoup plus étendue du risque de contrepartie mais aussi à la montée des risques technologiques, liés notamment à la cybersécurité des acteurs financiers. ☉



CHRISTOPHE KETELS / BELGAINMAGE

70.

**ENTRETIEN :
DIDIER REYNDERS,
MINISTRE DES FINANCES
EN SEPTEMBRE 2008**
« NOUS N'AVIONS PAS LA BOÎTE
À OUTILS »



REUTERS

36. LEHMAN BROTHERS : LA CRISE PREND UN VISAGE

Malgré la réunion des principaux banquiers de Wall Street, le sauvetage de Lehman Brothers échoue. Les images des employés de la banque chassés de leurs bureaux tournent en boucle. Le traumatisme est immense.

intro

3 Une crise qui a ébranlé les portefeuilles et les esprits
Pierre-Henri Thomas

préface

7 Avons-nous tiré les leçons de la crise ?
Pierre Mariani

2008-2018

10 10 ans après la crise (1/10)
Dix dates pour comprendre

18 10 ans après la crise (2/10)
Quand le rêve américain tourne au cauchemar

22 10 ans après la crise (3/10)
«Les armes de destruction massive»

27 10 ans après la crise (3/10)
La mécanique infernale des«collateral debt obligations»

28 10 ans après la crise (4/10)
Bear Stearns, la répétition générale

32 10 ans après la crise (5/10)
La faille

36 10 ans après la crise (5/10)
Lehman Brothers : la crise prend un visage

38 10 ans après la crise (6/10)
Ceux qui ont gagné

44 10 ans après la crise (7/10)
Les dernières heures de Fortis

Tendances Trends

«2008-2018, l'histoire cachée de la crise financière» - Edition spéciale de Trends-Tendances. Disponible uniquement en version digitale.

Société éditrice :
ROULARTA MEDIA GROUP
Siège social : Meiboomlaan 33,
8800 Roeselare

Président : Rik De Nolf

Administrateur délégué :
Xavier Bouckaert

Editeur responsable :
Sophie Van Iseghem
Meiboomlaan 33, 8800 Roeselare

Directeur magazines : Jos Grobben

Directeur magazines francophones :
Amid Faljaoui

Rédacteur en chef : Amid Faljaoui

Rédaction finale : Anne-Sophie Chevalier, Damien Bodart, François Hubert, Joëlle Simon.

Maquette et graphisme : Marc Deby.

Journalistes : Pierre-Henri Thomas, Patrick Claerhout, Jasper Vekeman, Daan Killemaes, Jozef Vangelder.



PG

10. DIX DATES POUR COMPRENDRE

Il y a des anniversaires qu'il est impossible d'oublier. Voici 10 ans, le système financier mondial frôlait l'implosion. Attardons-nous d'abord sur 10 dates clés entre l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis et la chute de Fortis. Le voyage au cœur de la crise démarre.



BELGAINAGE

64. QUAND LA CRISE FINANCIÈRE DEVIENT UNE CRISE DE FOI

Les événements de 2008 ont permis l'émergence du sentiment populiste et ont enterré la suprématie des anciens pays industrialisés. Ils ont aussi instillé une défiance dans le système et même fragilisé notre santé mentale.



MONTAGE ISTOCK

38. CEUX QUI ONT GAGNÉ

Quelque temps avant l'explosion du marché immobilier américain, certains ont senti venir la crise et ont pu mettre en place des stratégies pour en profiter. Ils ont été très peu nombreux. Mais lorsqu'ils ont réussi, ils ont amassé des fortunes considérables.



DIETER TELEMANS

78. «LA CROISSANCE, LE MEILLEUR REMÈDE ANTI-CRISE»

« Trends-Tendances » a réuni les patrons des quatre grandes banques pour faire le point sur leur situation actuelle. Les leçons d'hier ont été apprises, nous assurent-ils. Mais de là à savoir durant combien de temps on va les retenir...

50 10 ans après la crise (7/10)

Devrons-nous à nouveau supporter la dette de Dexia dans deux ans ?

52 10 ans après la crise (8/10)

Kaupthing : une saga avec une fin heureuse

56 10 ans après la crise (9/10)

Les plaies de la planète finance en 12 graphiques

64 10 ans après la crise (10/10)

Quand la crise financière devient une crise de foi

ILS SE SOUVIENNENT

70 «Nous n'avions pas la boîte à outils»

Entretien avec Didier Reynders, ministre des Finances en septembre 2008

74 «Nous résistons mieux à la pression des marchés financiers»

Jozef De Mey, président du conseil d'administration d'Ageas

78 «La croissance, le meilleur remède anti-crise»

Les présidents des quatre grandes banques belges en débat

86 «Plus vous sauvez de banques, plus vous acquérez de l'expérience»

Entretien avec Koen Van Loo, administrateur délégué de la SFPI

Dix dates pour



Ily a des anniversaires qu'il est impossible d'oublier. Voici 10 ans, le système financier mondial frôlait l'implosion. Pendant 10 semaines, nous allons revenir sur les histoires les plus emblématiques de cette crise exceptionnelle. Nous débutons cette série en retraçant la formation de cette crise, en nous attardant sur 10 dates clés entre l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis et la chute de Fortis. Le voyage au cœur de la crise démarre. Bouclez votre ceinture. PIERRE-HENRI THOMAS

Le 25 mars 2006 LA DERNIÈRE FÊTE

Un nuage de nymphettes court-vêtues entoure le podium. Sur les poitrines rebondies, le mot «fun» s'écrit en lettres de feu. La musique, dévastatrice, fait trembler les planches. On joue *For the love of money*, un vieux tube des O'Jays. Soudain, la foule – ils sont des milliers à avoir payé entre 49 et 499 dollars pour être là – pousse un long rugissement: Donald Trump arrive en pleine lumière, arborant son sourire carnassier et son brushing inimitable. Il est l'incontestable vedette de l'événement. Le gourou de l'investissement immobilier a reçu un chèque de 1,5 million de dollars pour animer ce week-end. Nous sommes le 25 mars 2006, au Moscone Center de San Francisco. Le Real Estate Wealth Expo, le salon de l'immobilier qui va rassembler 75.000 personnes, vient de débuter.

A quelques rues de là, un grand placard publicitaire annonce la philosophie de l'événement: *One weekend can make you a millionaire!* Millionnaire en un week-end? C'est à peine exagéré.

On a du mal, en Europe, à se représenter l'ambiance délirante qui règne aux Etats-Unis au cours de cette première



moitié des années 2000. C'est un moment de folie collective où des investisseurs privés parfois âgés d'une petite vingtaine d'années et à peine sortis des études peuvent acheter, en mettant une mise minimum, cinq ou six maisons; où des travailleurs saisonniers mexicains au dos cassé par un harassant labeur dans les orange-raies de Floride et qui gagnent péniblement 15.000 dollars par an, peuvent quand même se payer, grâce à des crédits immobiliers présentés comme très bon marché, des villas de 300.000 dollars. Ils sont convaincus (et leurs banquiers aussi) de pouvoir revendre ce bien quelques mois plus tard 400.000 dollars. Et avec cet argent, acheter une plus grande maison encore.

Pourquoi donc la fête s'arrêterait-elle? Depuis près d'un quart de siècle, les prix

immobiliers américains ont grimpé trimestre après trimestre, à deux exceptions près. En Californie, le prix moyen d'une maison en ce début d'année 2006 s'élève à plus de 495.000 dollars, alors qu'il était de 186.500 dollars en 1997. Entre 2000 et 2007, le prix des logements bondit de 77% à New York, 92% à Boston, 105% à San Diego.

Oui, on peut presque devenir millionnaire en quelques week-ends. A San Diego, entre 1999 et 2006, une inconnue a acheté et revendu une quarantaine de propriétés, encaissant à chaque fois de belles plus-values au passage.

Les investisseurs et les propriétaires ne sont pourtant pas totalement aveugles. Ils savent qu'une telle tendance est intenable, que des bulles se forment, que les taux remontent. Mais ils se disent qu'ils peuvent encore tenter un ou deux derniers coups.

En ce 25 mars 2006, alors que la fête bat encore son plein, bien peu devinent qu'ils sont en train de danser leurs derniers quadrilles et que dans trois mois, les lampions s'éteindront définitivement.

comprendre



Le 7 septembre 2006 QUELQUES VOIX DANS LE DÉSERT

Au cours du second semestre 2006, les prix immobiliers s'arrêtent brutalement de monter. Pour appâter le chaland, les courtiers ont vendu des crédits immobiliers à taux variables sur lesquels l'emprunteur ne devait pas payer d'intérêts pendant les deux premières années. Or, avec la hausse des taux, les prêts vendus en 2004 et 2005 commencent à exploser. Les défaillances se multiplient. L'indice Case-Shiller, qui prend la température des prix immobiliers dans les 20 principales villes américaines, commence donc à faiblir au troisième trimestre 2006. Oh, rien de dramatique, au début. Il passe de 190 points fin juin 2006 à 186,5 points fin décembre. C'est toutefois suffisant pour enrayer la tendance qui avait prévalu pendant 25 ans et pour précipiter l'immobilier américain dans la plus grave crise qu'il ait connue. Tant que l'immobilier monte, pas de problème: l'emprunteur revend son bien avant deux ans, rembourse la banque, empoche la plus-value et bénéficie donc d'un financement gratuit. Et s'il n'y parvient pas, la maison devient propriété de la banque, qui la revend et se rembourse. Mais si les prix commencent à baisser, cette belle mécanique se grippe: les propriétaires sont chassés de

leur maison et les banquiers se retrouvent avec un bien sur lequel ils doivent accuser une perte. Le marché est entraîné dans une spirale infernale: baisse des prix, défaillances, baisse qui s'accroît, défaillances qui se multiplient, etc. Entre juillet 2006 et avril 2009, les prix vont chuter d'un tiers en moyenne. Très peu vont prendre la mesure de la gravité de la crise. Un des premiers est un professeur d'économie d'origine iranienne, Nouriel Roubini. Il tient, le 7 septembre 2006, un discours catastrophiste à l'invitation du Fonds monétaire international (FMI). « Dans les mois et les années à venir, les Etats-Unis vont probablement vivre une dépréciation immobilière qui ne se voit qu'une fois dans une vie, augure-t-il, un choc pétrolier, une diminution prononcée de la confiance des consommateurs et finalement, une grave récession. » A l'issue de son discours, le modérateur du débat, moqueur, invite l'assistance à prendre un verre pour s'en remettre. Mais Nouriel Roubini remet cela dans un papier remarquable en février 2007: « Les 12 étapes vers un désastre financier ». Il explique comment le château de cartes va s'effondrer. Sa prédiction se réalisera point par point.

Le 7 février 2007 L'ALARME EST DONNÉE

En ce matin du 7 février 2007, la nouvelle fait l'effet d'un petit choc. Le groupe sino-britannique HSBC annonce un résultat moins bon que prévu pour l'année 2006. En cause, une perte de 10 milliards de dollars (2 milliards de plus que ce à quoi on s'attendait) sur son portefeuille des *subprimes*. *Subprimes*? Oui, il s'agit de prêts immobiliers pour lesquels les courtiers ne demandent pratiquement aucun renseignement sur l'emprunteur, contrairement aux *primes*, qui sont des prêts contractés par des clients sur la qualité desquels les courtiers et les banquiers se sont renseignés. HSBC explique que le ralentissement de la croissance des prix immobiliers s'est traduit par une accélération des défaillances dans le marché des *subprimes*, une activité importante pour le groupe qui avait acquis ce business en 2003.

Toutefois, on ne s'en fait pas trop. Les autres grandes banques américaines semblent insensibles à ce petit problème et la plus grande partie des prêts qui se trouvent dans le portefeuille des banquiers et des investisseurs sont de bonne qualité. Ils sont affublés du rating triple A.

Seuls quelques spécialistes du marché immobilier sont conscients de la gravité de la situation. Car ils savent, eux, que c'est une question de temps et qu'à côté de HSBC, des banques moins connues internationalement, comme Indymac ou Washington Mutual, très présentes dans le crédit immobilier, sont déjà frappées à mort.



ISTOCK



Le 3 mai 2007

ABN AMRO, LE DEAL DU SIÈCLE

La plupart des investisseurs internationaux ignorent encore, en ce printemps 2007, le drame qui se joue aux Etats-Unis. La preuve: la Bourse monte encore, chauffée par quelques grandes OPA.

Ce 3 mai, un consortium de trois banques (Royal Bank of Scotland, Santander et Fortis) se lance en effet dans la bagarre pour mettre la main sur le groupe bancaire néerlandais ABN Amro. Et il est prêt à ouvrir largement son portefeuille.

Le fleuron bancaire néerlandais est convoité par Barclays, dont l'offre, en cash et en actions, dépasse 60 milliards d'euros. Mais le trio Santander-Fortis-RBS place la barre très, très haut en proposant 71,1 milliards d'euros, en grande partie en cash. Jamais dans l'histoire on n'a payé une banque aussi cher. Les deux OPA concurrentes, celle de Barclays et celle du consortium, ont donc lieu à l'automne. Début novembre, Barclays jette l'éponge et reconnaît sa défaite.

Pour financer le rachat, Fortis augmente son capital de 1,5 milliard d'euros en septembre 2007. Ce n'est pas suffisant pour financer l'acquisition de sa partie d'ABN Amro qui représente, pour Fortis,

une ardoise de 24 milliards d'euros. Le groupe belgo-néerlandais présidé par Maurice Lippens compte émettre des obligations et table aussi sur une nette augmentation de ses revenus, notamment dans sa division banque d'affaires, et plus précisément de son équipe de New York qui est spécialisée dans la fabrication de CDO (*collateralized debt obligations*), des obligations qui sont adossées à des crédits, et surtout des crédits immobiliers. En 2007, la fabrique de titres structurés de Fortis possède dans

ses entrepôts environ 6 milliards d'euros de CDO's, toujours plus difficiles à vendre alors que le marché immobilier américain entame sa descente aux enfers.

C'est le début du drame de Fortis qui sera pris à la gorge: le groupe doit financer une opération trop grosse pour lui, et par dessus le marché, des pertes catastrophiques apparaissent sur ses CDO's. Ces titres toxiques causeront finalement une perte de 4 milliards d'euros et seront un des grands responsables de la chute du groupe, en septembre 2008.



Le 10 juillet 2007

MOODY'S BRISE LA PIERRE PHILOSOPHALE

Le 10 juillet 2007, les traders voient apparaître sur leurs écrans une information qui les glace: l'agence de notation Moody's dégrade la note financière de 431 émissions obligataires liées aux prêts hypothécaires, représentant un montant de 5,2 milliards de dollars. En soi, cela peut sembler un détail. Après tout, cette baisse de notation financière touche moins de 1% du total des émissions directement adossées à ces crédits immobiliers à haut risque. Mais l'ac-

tion de Moody's choque le marché car elle remet en question l'ensemble du modèle sur lequel vit une grande partie de Wall Street depuis 30 ans.

Au début des années 1980, Lewis Ranieri, responsable du département obligataire de Salomon Brothers, a en effet lancé le marché des *mortgage backed securities* (des titres adossés à des prêts hypothécaires). Une idée fabuleuse: les banques d'affaires rassemblent des

crédits immobiliers dans des paquets sur la base desquels ont émettra des obligations en s'octroyant de plantureuses commissions. Les intérêts payés par ces obligations sont financés par les intérêts payés par les clients qui ont contracté ces prêts. Les prêteurs immobiliers sont également ravis: on les débarrasse de leurs anciens crédits immobiliers qui mobilisaient une partie de leurs fonds propres. Allégés de la sorte, ils peuvent utiliser

le capital libéré pour octroyer de nouveaux crédits ou lancer de nouvelles activités! Les agences de notation sont mobilisées pour noter ces obligations. Pour pouvoir contenter une grande variété d'investisseurs, elles vont aider à saucissonner ces émissions en tranches de diverses qualité: des tranches risquées, moyennement risquées, et pas risquées du tout. L'idée est simple: pour qualifier ces tranches, on oriente d'abord l'argent qui provient des inté-

Le 9 août 2007 LE ROBINET SE FERME

On se demande encore, 11 ans après, comment un communiqué aussi technique a pu provoquer une telle panique: le 9 août 2007 à 8 heures du matin, BNP Paribas annonce qu'elle arrête temporairement de valoriser trois de ses *sicav* monétaires dynamiques aux noms abscons (Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor et BNP Paribas ABS Eonia). En deux semaines, l'encours de ces *sicav* a chuté de 2 milliards à 1,6 milliard d'euros sous l'effet de retraits massifs d'investisseurs apeurés.

Or, ces *sicav* sont en effet investies pour un tiers environ dans des titres adossés à des crédits subprimes. Des titres qu'il faut vendre pour rembourser les clients qui veulent partir. Mais voilà, depuis le début du mois de juillet et le communiqué de Moody's, il devient de plus en plus diffi-

cile de vendre ces obligations et donc, de rembourser ces clients. BNP Paribas publie alors, le 9 août, un communiqué qui explique que «la disparition de toute transaction sur certains segments du marché de la titrisation aux Etats-Unis conduit à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi totale des actifs figurant dans les portefeuilles des fonds quelle que soit leur qualité ou leur rating».

Illiquidité. Le mot est lâché. Pour faire leur métier de base qui est d'octroyer du crédit, les banques n'ont pas assez avec ce qu'elles ont en capital et elles ont donc besoin de pouvoir s'approvisionner continuellement en liquidités. Elles peuvent compter en partie sur les dépôts des clients (du moins pour les banques classiques) mais aussi sur les liquidités excédentaires des autres banques. Or, le communiqué de



BNP laisse libre cours aux craintes les plus profondes et plus personne ne fait confiance à personne. Non seulement on ignore désormais la qualité réelle des milliers de milliards d'euros de titres adossés à des crédits, mais on ne sait pas non plus qui réellement en a en portefeuille. Car une bonne partie de ces titres sont logés dans des sociétés qui appartiennent à des banques mais n'apparaissent pas dans les bilans. La crise des subprimes se transforme donc en quelques heures en une crise de confiance générale des banques. Et c'est tout le marché interbancaire (les prêts que les banques se font entre elles) qui

commence à se fermer.

Le système bancaire étouffe. La menace d'un effondrement général n'est pas prise à la légère. Jean-Claude Trichet, qui préside alors la Banque centrale européenne (BCE), est appelé sur son lieu de vacances à Saint-Malo. Et à midi, la BCE joue son rôle de prêteur en dernier ressort et annonce que toute banque qui en a besoin peut s'approvisionner en liquidités à bas prix chez elle. Ce 9 août, la BCE va prêter ainsi 95 milliards d'euros! La crise de confiance se tasse, les banques peuvent respirer. Mais elles savent, désormais, que l'ère de l'insouciance est passée.



rêts et des remboursements des crédits immobiliers sur les obligations les moins risquées, puis sur les obligations moyennement risquées, ensuite sur les obligations risquées. S'il y a des défaut de paiement, ce seront donc les obligations les plus risquées, les dernières à recevoir un paiement, qui risquent d'en souffrir. Depuis des dizaines d'années, banques, courtiers, agences de notation mènent une vie plantureuse grâce à ce travail d'alchimie qui consiste à transformer des crédits risqués en or, c'est-à-dire en obligations

notées triple A, aussi solides que les emprunts de l'Etat américain. Or, ce que Moody's vient de faire ce 10 juillet 2007, c'est de casser la pierre philosophale. Les titres que l'on pensait les meilleurs, notés triple A, sont finalement plus risqués qu'on ne pensait parce qu'avec les défaillances qui se multiplient, il y a un grand risque que, même pour eux, il n'y ait pas suffisamment d'argent pour payer les investisseurs. Un marché de plusieurs milliers de milliards de dollars vole soudain en éclats.

Le 13 septembre 2007

NORTHERN ROCK, LE PREMIER DOMINO...

Le premier domino à tomber n'est pas américain, mais anglais. Northern Rock est une banque de taille moyenne spécialisée dans le crédit immobilier qui compte environ 1,5 million de déposants. A l'été 2007, elle est confrontée à de graves problèmes. Non pas de pertes sur des emprunts hypothécaires non remboursés, mais de liquidités. Pour faire tourner son business et refinancer les prêts qu'elle octroie, Northern Rock a un abondant recours à la titrisation. Mais comme le marché est à l'arrêt depuis quelques mois, l'institution, qui est le cinquième prêteur immobilier du Royaume-Uni, doit se tourner vers le marché interbancaire. Or, il est lui aussi à l'arrêt depuis le mois d'août. Personne ne veut désormais prêter à une banque spécialisée en immobilier. Northern Rock demande, le 13 septembre, un crédit d'urgence à la Banque d'Angleterre. La nouvelle crée la panique auprès des déposants qui, en quelques heures, retirent plus d'un milliard de livres des comptes de la banque, aggravant son problème de liquidités. Pour la première fois depuis la crise de 1929-1932, on voit des clients faire la file devant les guichets d'une banque pour retirer leurs avoirs. C'est le premier *bank run* du 21^e siècle. Northern Rock devra finalement être reprise par l'Etat britannique en février 2008.



Le 16 mars 2008 BEAR STEARNS ÉTAIT POURTANT LA PLUS ADMIRABLE

La banque avait été fondée en 1923 par Joseph Bear, Robert Stearns et Harold Mayer. Elle avait son quartier général sur Madison Avenue, à New York. Le magazine *Fortune* l'avait appelée « la société financière américaine la plus admirable ». Elle comptait 14.000 employés. Et pourtant, ce 14 mars 2008, Bear Stearns demande un plan d'aide d'urgence à la Fed, la Réserve fédérale américaine.

En réalité, contrairement aux autres grandes banques d'affaires new-yorkaises, Bear Stearns n'avait pas diversifié ses métiers. Bears Stearns, c'était la banque spécialisée dans la titrisation, c'est-à-dire dans la fabrication de titres à partir de crédits. Lorsqu'en 2006, les premières tensions apparaissent sur les crédits immobiliers, Bear Stearns va prendre la mauvaise décision. Elle va continuer à fabriquer des titres et à les vendre à des investisseurs, ou en tout cas, à essayer de les vendre.

Cette stratégie lui sera fatale. En avril 2007, la banque doit fermer deux *hedge funds* (fonds spéculatifs) dont la valeur tend vers zéro. Les clients éruent. Au dernier trimestre de 2007, elle accuse une perte de 875 millions de dollars. C'est la première perte de son his-

toire. Mais beaucoup plus grave, en ce début 2008, Bear Stearns ne trouve plus de financement sur les marchés. Qui voudrait d'ailleurs encore lui prêter? Les investisseurs regardent son bilan et s'étranglent: la banque a près de 400 milliards de dollars d'actifs pour seulement... 11,1 milliards de fonds propres! Il suffit donc que ses actifs perdent 3% de leur valeur pour qu'elle se retrouve sans capital...

Avec Bear Stearns, la Fed joue un drôle de jeu. Elle accepte, le 14 septembre, d'octroyer une ligne de crédit pour sauver la banque, avant de se rétracter le lendemain. Finalement, le 16 mars, Bear Stearns est revendue pour un prix dérisoire à JP Morgan Chase, avec l'aide de la Fed qui accepte alors d'octroyer au repreneur ce qu'elle avait refusé à Bear Stearns deux jours plus tôt: 29 milliards de dollars de crédit et une garantie sur 30 milliards de dollars d'actifs plus ou moins toxiques.

La chute jette soudain une lumière crue sur la fragilité générale des banques, la faiblesse de leurs fonds propres et leur mauvaise politique de risque. Bear Stearns est la première grande banque d'affaires américaine à tomber. Ce ne sera pas la dernière.



Les 13 et 14 septembre 2008 LE WEEK-END QUI FAIT TREMBLER WALL STREET

Le vendredi 12 septembre 2008, la Réserve fédérale de New York, qui est le principal gendarme bancaire américain, convoque une réunion de crise avec le gotha de la finance. Il y a là les patrons des plus grandes institutions financières du pays : Citigroup, JP Morgan Chase, Goldman

de crédit », s'engageant à rembourser les titres d'émetteurs qui tomberaient en faillite, commence à donner de la gêne. Et puis il y a Lehman Brothers, une des principales banques d'affaires mondiales avec Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et la défunte

énorme problème de liquidités. Le capital de Lehman ne représente que 3,3 % de ses engagements. Autrement dit, quand elle octroie 100 dollars de crédit à un client, ou quand elle achète pour 100 dollars d'obligations, elle doit en emprunter 97. Une perte relativement réduite sur

Seul un rachat peut sauver Lehman. La plus grande banque américaine, Bank of America se tâte. La britannique Barclays aussi. Toutefois, contrairement à ce qu'il avait fait pour Bear Stearns, l'Etat américain ne désire pas aider l'opération en donnant sa garantie. Le secrétaire d'Etat au Trésor, Henry Paulson, s'y refuse.

Certains diront que c'est parce qu'il avait été, dans une autre vie, un des patrons de Goldman Sachs, le plus féroce concurrent de Lehman. Lui assurera que c'était pour mettre les actionnaires de chacune des banques devant leurs responsabilités.

Mais Lehman ne sera pas sauvée, car la Bank of America a trouvé une proie plus intéressante. Le dimanche 14 septembre, elle décide de reprendre Merrill Lynch pour 50 milliards de dollars.

Sans repreneur, sans soutien des autorités, le CEO de Lehman Brothers, Dick Fuld, est donc obligé de déclarer sa banque en faillite le lundi 15 septembre. Le séisme est énorme et planétaire :

Lehman Brothers avait une dette de 613 milliards de dollars, sans compter les garanties multiples et variées sur les produits qu'elle avait distribués aux quatre coins du monde... jusqu'à

un petit assureur belge du nom d'Ethias. Henry Paulson se rend compte que la crise risque de mettre à bas tout le système financier. Deux jours plus tard, l'Etat américain injecte 85 milliards de dollars pour sauver AIG. Cinq jours plus tard, un vaste plan destiné à reprendre aux banques 700 milliards d'actifs à problème est voté en urgence. Mais c'est trop tard. La crise systémique a éclaté.



Sachs... Il y a même la britannique Barclays. Le sujet : peut-on sauver Lehman Brothers ? Depuis le début du mois, on sent que tout l'édifice financier se craquèle. Quelques jours plus tôt, l'Etat américain a été obligé de garantir à hauteur de 200 milliards de dollars les actifs des deux grandes agences hypothécaires américaines Fannie Mae et Freddie Mac. AIG, le plus grand assureur mondial, qui avait imprudemment sauté à pieds joints dans le marché des « dérivés

Bear Stearns. La banque, fortement exposée aux titres toxiques, vient d'annoncer une perte abyssale de 3,9 milliards de dollars et son action, ce vendredi 12 septembre, ne vaut plus que 3,84 dollars, alors qu'elle se négociait encore aux alentours de 18 dollars une semaine plus tôt. Lehman Brothers affiche les mêmes maux que Bear Stearns six mois plus tôt. Une sous-capitalisation effrayante, une exposition aux titres toxiques et un

ces crédits ou ces obligations est susceptible de lui manger ses fonds propres. Là-dessus se greffe un grave problème de liquidités, car la moitié des 800 milliards de dollars d'engagements de Lehman Brothers est financée à court terme. Lehman Brothers doit ainsi emprunter chaque jour des milliards de dollars sur le marché. Or, en ce début septembre, et surtout depuis la publication de ses très mauvais résultats, plus personne ne veut lui prêter.



Sourires forcés pour le sauvetage de Fortis, le 29 septembre 2008.

BELGAINVAGE

Le 26 septembre 2008 LE VENDREDI NOIR DE FORTIS

« Ce que nous vivons aujourd'hui ne s'est jamais produit. C'est complètement irrationnel. » Ce dimanche 28 septembre 2008, au 16 rue de la Loi, face au Premier ministre Yves Leterme, le président de la Banque centrale européenne Jean-Claude Trichet ne peut que constater la gravité de la situation. Deux jours plus tôt, le vendredi 26 septembre, il s'est passé l'impensable: la chute de Fortis. Certes, depuis des mois, on savait que le financement de l'acquisition d'ABN Amro et la gestion des CDO adossés aux crédits immobiliers américains étaient deux gros cailloux dans la chaussure du groupe. Mais on

ne s'attendait pas à le voir tomber si lourdement.

C'est que la faillite de Lehman Brothers précipite les événements... Dès le 15 septembre, les spéculateurs s'acharnent sur les groupes bancaires qui leur paraissent les plus faibles, surtout ceux qui se trouvent dans des petits pays et qui sont gourmands en liquidités. On vise donc les établissements belges et islandais en priorité. Dexia et Fortis, surtout, sont dans le collimateur.

Début septembre, l'action Fortis ne vaut déjà plus que 10 euros. Mais le vendredi 26 septembre, en clôture d'une séance désastreuse, le cours tombe à 5,2 euros. Les dépo-

sants, grands et petits, effectuent des retraits massifs. Durant la seule journée de ce vendredi 26 septembre, près de 7 milliards de dépôts se sont envolés. Pour trouver son financement, Fortis a dû vendre tous les titres déposés en garantie pour rassurer les prêteurs et a dû solliciter un crédit d'urgence de 5 milliards auprès de la Banque nationale. Le groupe ne passera pas le week-end sans un sauvetage.

KBC, ING et BNP Paribas sont sollicités. Mais au terme de ce très long week-end, ce sont les Etats belge, néerlandais et luxembourgeois qui s'accordent pour racheter Fortis. Du moins le croit-on.

Car l'accord ne dure pas trois jours. Les Pays-Bas estiment avoir été floués. Le vendredi 4 octobre, après une négociation musclée avec les Belges, les Néerlandais rachètent la partie batave de Fortis (ABN Amro et Fortis Bank Nederland) pour 17 milliards d'euros. Ils considèrent avoir fait une bonne affaire. La suite prouvera que non.

La partie belge est, elle, convoitée par BNP Paribas. Fortis est dépecée alors que dans le même temps, Dexia et Ethias et de nombreuses banques en Europe chancelent dangereusement. L'ouragan s'est véritablement déchaîné. ☉

A portrait of Pierre Gustin, a middle-aged man with grey hair, smiling. He is wearing a grey suit jacket over a light blue checkered shirt. The background is dark. A large red diagonal shape is in the bottom right corner.

*« Des thèmes traités
par des professionnels
qui me donnent
un éclairage très
précis sur mon
environnement
immédiat. »*

PIERRE GUSTIN

Director Corporate and Institutional
Wallonia ING

**NO TRENDS.
NO COMMENT.**

*Trends-Tendances,
l'hebdo qui vous inspire.*

LES SUBPRIMES



Quand le rêve américain tourne au cauchemar

Comment, en 10 ans, les Etats-Unis ont formé une bulle de 1.200 milliards de dollars de crédits toxiques. Et comment 9 millions d'Américains se sont retrouvés à la rue. PIERRE-HENRI THOMAS

Robert Kole était shérif adjoint dans le comté de Cuyahoga, à Cleveland. Il faisait partie, au milieu des années 2000, d'une brigade chargée d'expulser les propriétaires qui ne pouvaient plus rembourser leur prêt et qui faisaient l'objet d'une saisie. Il se souvient ⁽¹⁾ : « Le plus difficile a été quand j'ai dû expulser une vieille dame. On est arrivé chez elle. J'ai découvert qu'elle devait avoir 86 ans. Elle avait vécu là une bonne partie de sa vie, 22 ou 23 ans. Quand je suis entré, elle paniquait, essayant de sortir ses vêtements. Je lui ai dit : « Calmez-vous, on ne va pas jeter vos affaires dans la rue. Des déménageurs vont s'en occuper ». Je l'ai regardée et je lui ai dit : « Je suis vraiment désolé ». Elle m'a répondu que son mari venait de mourir. Il était malade. Il ne pouvait plus régler ses factures. Elle a pris une deuxième hypothèque sur sa maison. Elle n'a pas pu rembourser les traites. Cela aurait pu être ma grand-mère. On l'a emmenée dans un foyer. Je suis sorti. Je me suis assis dans ma voiture. Et j'ai pleuré. »

Entre 2004 et 2010, environ 8,6 millions de logements ont été saisis aux Etats-Unis. Pour vivre, beaucoup de personnes mises à la rue n'avaient pas eu

d'autre choix que d'emprunter en gageant leur maison. Pour beaucoup de familles à revenus modestes, c'était en effet le seul moyen de joindre les deux bouts.

La plupart des Américains ont subi une stagnation de leur revenu réel (celui où l'on tient compte de l'inflation). « En 2005, le ménage américain médian (celui qui gagne un salaire qui « divise » la population en deux : une moitié de la population gagne moins, l'autre moitié gagne plus, Ndlr) gagnait, en termes réels, 3% de moins qu'en 1999 », constate le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz ⁽²⁾.

La bulle des *subprimes*, c'est-à-dire des crédits immobiliers à hauts risques parce

que contractés par des personnes peu solvables, a mis une dizaine d'années à se former. Il a fallu attendre la lente asphyxie de ces personnes par la montée des prix immobiliers. La valeur croissante de leur maison leur permettait d'emprunter davantage. Et la baisse des taux qui leur donnait l'impression qu'ils pourraient s'en sortir. Ils se sont alors engagés dans une spirale d'endettement dont ils pouvaient difficilement s'échapper. En 2009, selon le Joint Center for Housing Studies de l'université de Harvard, 19,4 millions de ménages américains dépensaient plus de 50% de leurs revenus pour se loger : 10,1 millions

Une « foire » aux maisons saisies est organisée par les agents immobiliers à Los Angeles (2009).



Les banquiers sont désignés comme voleurs lors d'une manifestation à Chicago pour stopper les saisies (2009).



étaient des locataires, et 9,3 millions des propriétaires.

Des victimes modestes...

The New Yorker ⁽³⁾ a publié le récit émouvant d'une saisie chez une dame de 90 ans qui vivait à Akron, une ville de l'Ohio, comme Cleveland. Elle aussi veuve. Elle aussi issue d'un milieu très modeste. Quand la police est arrivée pour l'expulser, plutôt que de devoir quitter sa maison, Addie – c'est son nom – s'est tirée une balle dans la poitrine.

Addie Polk et son mari Robert avaient acheté leur maison en 1970 pour 10.000 dollars. Ils l'avaient remboursée. Puis, Robert est mort en 1995. En 1997, on a proposé à Addie un crédit de 21.000 dollars gagé sur la maison. En 2001, avec la baisse des taux et la hausse de l'immobilier, un courtier avait proposé à Addie de reprendre son ancien crédit et d'en contracter un nouveau, de 46.400 dollars. En 2004, surfant toujours sur la baisse des taux et la hausse des prix immobiliers, on avait à nouveau convaincu Addie de refinancer ce prêt. Le nouveau crédit avait une valeur de 45.000 dollars, majoré d'une ligne de crédit de 11.380 dollars.

La vieille dame n'avait pratiquement aucune chance de pouvoir rembourser cet

emprunt. D'abord, ce prêt, assorti d'un intérêt énorme de 6,375%, devait arriver à échéance le premier mai 2034, c'est-à-dire lorsqu'Addie aurait eu 106 ans! Ensuite, Addie gagnait moins de 1.000 dollars par mois. Les mensualités du prêt devaient se monter à 500 dollars, à quoi on devait ajouter le remboursement de ce qu'elle puisait dans sa ligne de crédit... Faites le compte de ce qui lui restait.

... et d'autres un peu moins

Mais on aurait une image imparfaite des emprunteurs à haut risque si on la cantonnait aux Afro- ou Hispano-Américains modestes. Beaucoup d'emprunteurs ont aussi profité des *subprimes* en occultant leur réelle situation financière pour s'offrir une maison qu'ils n'auraient pas pu avoir autrement. Un journaliste économique du *New York Times*, Edmund Andrews, explique comment, pris dans des problèmes de pension alimentaire et désireux de refaire sa vie avec son nouvel amour, il a pu acheter une maison de 460.000 dollars alors que ses revenus mensuels, pension alimentaire déduite, ne s'élevaient qu'à 2.700 dollars... pour finir par se retrouver dans une situation inextricable ⁽⁴⁾.

Une partie des *subprimes* a donc été contractée par une classe aisée désireuse

de spéculer ou simplement attirée par la maison de leurs rêves. « En abaissant ses taux d'intérêt en 2001, 2002, 2003 jusqu'à 1%, en dessous de l'inflation, la Réserve fédérale a donné le feu vert à l'investissement immobilier et a poussé des gens à acheter des maisons qu'ils n'auraient pas achetées autrement, explique Brian Wesbury, économiste en chef auprès de First Trust. Le prix des logements a augmenté de 8% en 2001, mais de 14% en 2004 et de 15% en 2005. Vous empruntiez donc à 1% pour acheter un bien qui pouvait s'apprécier de 15%. *Big deal!* »

Une bonne affaire pour les prédateurs

La crise n'est cependant pas liée uniquement aux problèmes de revenus ou au goût de la spéculation des Américains. Elle a également été causée par des réglementations permettant, sous le couvert de favoriser l'accès des pauvres à la propriété, de fermer les yeux sur la qualité des emprunteurs. Une cécité bienvenue pour tous les acteurs du secteur.

Rapaces et féroces, les courtiers de crédit, les agents immobiliers et les banques ont vu dans le marché des personnes moins solvables l'occasion de toucher des commissions nettement plus ➤

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

avantageuses. Les frais sont en effet liés au montant du prêt et au taux auquel celui-ci est consenti : plus le prêt est cher, plus les commissions sont élevées. Aussi, lorsque, à partir de la moitié des années 1990, les standards des crédits immobiliers furent assouplis afin de permettre à davantage de personnes de devenir propriétaires, le secteur immobilier a flairé la bonne affaire.

« Lorsque les prêteurs ont vu que là où un prêt normal pouvait rapporter 5% d'intérêts, ils pouvaient monter jusque 9% pour des emprunteurs moins solvables, ils se sont dit : mais c'est là qu'est l'argent ! », explique Lolita Adair, ancienne professionnelle de l'immobilier chargée par la municipalité d'Akron (Ohio) de combattre ces prêts « prédateurs ».

Le marché des *subprimes*, qui ne représentait que 9% des prêts hypothécaires en 1996, explosa donc. En 2006, plus d'un nouveau crédit sur trois était un *subprime*. A ce moment, juste avant que la bulle n'éclate, la production des prêts *subprimes* (et des prêts *alt-A*, concernant des emprunteurs avec un profil un peu moins risqué) s'élevait à 1.200 milliards de dollars, soit environ 18% du total des prêts immobiliers existants.

« Être cupide, c'est bien »

Mais il restait une dernière couche de dynamite à ajouter à la bombe à retardement des *subprimes*, avec un pouvoir détonateur encore plus fort : l'avidité des professionnels du secteur immobilier. « *Greed is good* », « être cupide, c'est bien », rappelait Gordon Gekko,

le personnage du film *Wall Street*.

Un exemple : Countrywide, la société qui détenait, à elle seule, 20% du marché des prêts hypothécaires aux Etats-Unis avant de chuter et d'être reprise par Bank of America, était organisée pour tirer le maximum de profits de ce marché. Son système informatique omettait sciemment de mentionner les dépôts en cash des emprunteurs *subprimes* car cette donnée aurait pu leur faire profiter d'autres prêts moins onéreux... et donc moins rentables pour Countrywide. Entre 2000 et 2006, les profits cumulés de la société atteignaient 11 milliards de dollars ! Oui, les *subprimes* rapportaient gros...

Les courtiers ont rivalisé d'imagination pour inventer les prêts les plus rémunérateurs en termes de commissions, mais les plus dangereux pour l'emprunteur. Countrywide avait une palette de 1.500 produits différents. On a vu apparaître des prêts « ballons », sur lesquels on ne payait les intérêts et le remboursement du principal qu'à l'échéance. Ces prêts étant à court terme (3 à 5 ans), ils devaient souvent être refinancés, multipliant ainsi les commissions. Il y a eu les « teasers », assortis d'un très faible taux pendant les deux premières années, puis d'un taux beaucoup plus élevé pour les suivantes. On inventa des prêts à amortissement négatif : en permettant de ne payer qu'une partie seulement des intérêts, la somme à rembourser gonflait au fil des ans. Ou encore des prêts avec apport négatif : en bidouillant un peu la valeur du bien, l'emprunteur recevait quelques milliers de dollars de cash plu-

tôt que de devoir sortir de l'argent de sa poche comme premier apport.

La plupart de ces prêts étaient des « prêts menteurs » : comme revenus, on mentionnait sur les documents bancaires le double, le triple, le quadruple... de ce que l'emprunteur gagnait réellement. Le courtier et la banque n'en avaient cure puisque le risque du prêt était transféré aux investisseurs qui achetaient les obligations adossées à ces crédits. Souvent, c'est le courtier qui mentait, à l'insu du client, afin de pouvoir le qualifier pour le prêt et toucher ainsi sa commission. On parlait de prêts NINJA (*no income, no job, no assets*), des prêts contractés par des gens sans revenu, sans travail, sans biens.

Découper et coller une signature sur un document

En 2011, Paul Jacobs (nom d'emprunt) publia une confession dans la presse. Ce jeune commercial avait vendu des crédits immobiliers pendant quelques mois, lorsque le marché des *subprimes* lançait son chant du cygne.

« C'était la fin de l'année 2006, le sommet du boom, raconte-t-il. Des années de dérégulation bancaire avaient permis aux banques commerciales de devenir des spécialistes des *subprimes*, prenant des risques insensés en s'endettant de plus en plus. Les spécialistes des prêts hypothécaires rassemblaient ces prêts *subprimes* et les vendaient comme MBS, des obligations adossées à des crédits hypothécaires dans le marché. Wall Street était en train de casser la baraque en revendant les prêts pourris que

ERREUR DE LA BANQUE EN VOTRE DÉFAVEUR

Il n'y a pas un, mais deux scandales. Le premier, c'est la manière dont on a vendu ces prêts pourris, hautement toxiques, à une population qui était poussée à les accepter alors qu'elle n'aurait pas dû. Le second, c'est la manière tout aussi brutale avec laquelle on a procédé aux saisies. Au début de l'année 2010, la photo d'Angela Iannelli, son perroquet Luke sur l'épaule, fit le tour de la presse américaine. Quelques semaines plus tôt, en rentrant du travail, elle avait trouvé sa maison saccagée, portes et fenêtres fer-

mées, l'eau et l'électricité coupées, ses meubles sens dessus-dessous, certains sur le trottoir, ses rideaux et tapis déchirés. Sa maison avait été saisie par Bank of America. Pourtant, elle payait son crédit immobilier rubis sur l'ongle. Jeff R., un habitant de Floride, connu une mésaventure similaire. Il reçut de la Deutsche Bank une citation à comparaître pour la saisie de sa maison. Jeff sauta au plafond : sa maison était payée depuis des lustres et la Deutsche Bank n'avait jamais été sa banque. Il mandata des avocats, mais

A Bethlehem (Géorgie), des policiers font ouvrir la porte d'une maison saisie dont il vont vider les meubles et changer la serrure (2011).





BEIGAINAGE

A Detroit, Kriscia Hernandez, en retard de paiement, tente d'empêcher la saisie de sa maison avec l'aide de ses voisins (2013).

nous avons vendus aux clients.»
 «Pour les directeurs régionaux, tout était permis, poursuit Paul Jacobs. Pas d'excuse, vous deviez tout faire pour réaliser la vente. Cela voulait dire travailler tard, mentir, frauder. Un jour, alors que je traversais la salle de la photocopieuse, j'ai vu quelqu'un découper une signature, la coller sur un document et le photocopier. Des histoires circulaient à propos d'autres agences que la nôtre qui fabriquaient des faux pour que les prêts soient accordés aux clients. Le premier prêt que j'avais moi-même vendu, et qui était un crédit sur 30 ans avec un taux fixe les deux premières années, fut transformé par mon directeur en prêt variable tous les six mois parce que cela faisait gagner 500 dollars de plus à la société. J'ai dû expliquer à l'emprunteur que c'était notre meilleure offre. La personne signa parce qu'elle avait besoin de ces 15.000 dollars

pour payer ses factures.» C'est donc sur cette base que la crise a prospéré. Comment est-elle devenue mondiale à cause des produits financiers que certains ont qualifiés d'armes de destruction massive? C'est une autre histoire, que nous vous conterons bientôt.

Et cela continue, encore et encore

Le risque *subprime* n'a malheureusement pas disparu. Certes, les grandes banques, échaudées par leurs pertes et mieux contrôlées par la régulation, ont abandonné le secteur. Mais il reste toujours des personnes avec un mauvais historique de crédit qui demandent des prêts, et des sociétés qui les fournissent, quitte à ce qu'elles se refinancent auprès des banques.

Les ménages américains ont aujourd'hui environ 13.500 milliards de dettes. Environ 9% de cette somme, soit 1.250 milliards sont des prêts voitures et environ

30% de ceux-ci sont des *subprimes*, dont 6% accusent déjà des retards de paiement de plus de deux mois, ce qui est le taux de défaillance le plus élevé depuis 22 ans. Pour garder leurs parts de marché, les concessionnaires ont allongé la durée des crédits. Ils sont prêts à donner des crédits sur huit ans à un taux qui, pour les mauvais emprunteurs, peut atteindre 16%. Quel pourcentage de ces emprunteurs rembourseront la totalité?

Parallèlement, les Etats-Unis sont également aux prises avec une dette étudiante importante: elle pèse désormais 1.500 milliards de dollars et le taux de défaillance (plus de trois mois de retard de paiement) dépasse désormais les 10%.

Au Royaume-Uni, des sociétés ont pris la place des grandes banques pour octroyer ce type de prêts à risque. Et elles roulent sur l'or. Amigo Loans, entreprise créée voici 12 ans, propose aux personnes désargentées des prêts très chers pour lesquels des amis peuvent se porter caution. Elle est entrée à la Bourse de Londres voici deux mois. Sa valorisation atteint 1,3 milliard de livres, soit deux fois le montant de ses prêts. Il est vrai qu'Amigo peut demander, pour des crédits au-delà de 10.000 livres, des taux frisant les 50%. *Greed is good...* ☹

⁽¹⁾ Dans le film documentaire « Cleveland contre Wall Street », de Jean-Stephane Bron.
⁽²⁾ « Le triomphe de la cupidité », Joseph Stiglitz, éditions Les Liens qui libèrent, 2010.
⁽³⁾ « Eviction », Peter J Boyer, The New Yorker, 24 novembre 2008.
⁽⁴⁾ « Busted, My Personal Credit crisis », Edmund Andrews, NYT, 14 mai 2009.



sa maison fut néanmoins saisie car le procès avait déjà eu lieu avant qu'il ne reçoive sa convocation. Il mit trois ans pour pouvoir réintégrer son logis. Des cas comme ceux-là, il y en a eu des dizaines de milliers! Des dizaines de milliers d'erreurs, de fraudes ou d'escroqueries eurent lieu en 2008, 2009 et 2010 lors des procédures de saisies. Certains employés de sociétés immobilières témoignent qu'ils devaient réaliser parfois 10.000 dossiers de saisie par mois.

Ils n'avaient évidemment aucun moyen de les contrôler. Ils étaient devenus des « robots-signataires ». Par ailleurs, le système informatique traitant les hypothèques, baptisé MERS, était loin d'être optimal. On a vu deux banques s'écharper parce que chacune possédait une hypothèque en premier rang sur un même bien. Non seulement le système contenait de nombreuses erreurs, mais il n'offrait pas non plus toutes les garanties juridiques. Des tribunaux ont annulé des saisies parce

qu'ils ne reconnaissaient pas certains documents du MERS. Or, certains de ces biens avaient déjà été rachetés par des particuliers, qui les avaient payés mais ne pouvaient pas y habiter. On a aussi dénombré de multiples fraudes, réalisées par des escrocs ou des courtiers qui mentaient sur la solvabilité des clients, voire sur leur identité. Certains inventaient des prêts qui n'avaient jamais eu lieu afin de toucher une commission! L'ampleur du scandale fut telle qu'en 2010, pendant plusieurs

mois, les principales banques qui détenaient des hypothèques durent geler les opérations de saisie afin de tenter de remettre un peu d'ordre. Dans 23 Etats américains, les tribunaux suspendirent aussi leurs jugements. Finalement, le 6 avril 2012, un tribunal fédéral condamna un quintet de banques (Citibank, JP Morgan Chase, Bank of America, Wells Fargo et Ally Financial) à payer 26 milliards de dollars de dommages aux victimes.



COMMENT LA CRISE IMMOBILIÈRE AMÉRICAINE
DEVINT UNE CRISE MONDIALE

« Les armes de destruction massive »

La crise des crédits immobiliers américains aurait pu se cantonner aux Etats-Unis. Elle devint une crise mondiale en raison de produits financiers hautement toxiques qui avaient été vendus dans le marché depuis 30 ans. PIERRE-HENRI THOMAS

« **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

des agences hypothécaires comme Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae, mais celles-ci sont très sourcilieuses 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

||| *Dans les années 1980, on se bousculait pour entrer dans la salle de marché de Salomon Brothers. Les stagiaires y étaient soumis aux bizutages les plus improbables.*

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

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



LEHMAN BROTHERS

La faillite de la banque d'affaires américaine, en septembre 2008, va provoquer un véritable séisme financier.

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 improba-

bles. 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, advenue 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, ➤

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

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'acquiescer 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 mil-

liards 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 dérègle 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.

CDO au carré, CDO au cube

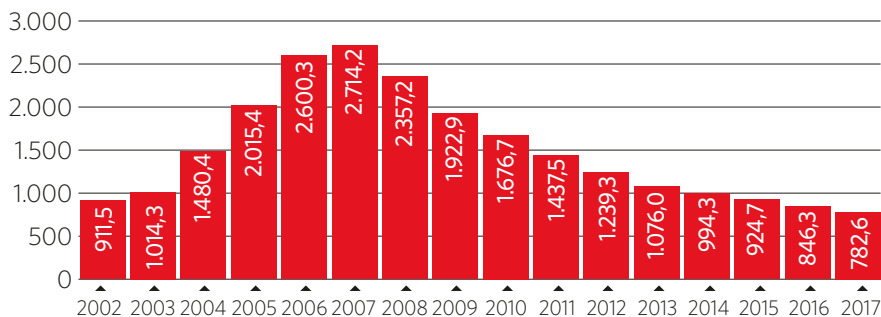
A partir de 2004, on loge surtout dans ces CDO les obligations adossées à des crédits hypothécaires qui sont difficiles à vendre parce qu'elles ne sont pas dans la tranche notée triple A. En moyenne, en effet, quand on constitue un pool de crédit pour émettre des MBS, 70 à 85% des titres émis sont notés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

TOUJOURS PLUS HAUT

SOURCE: FDIC

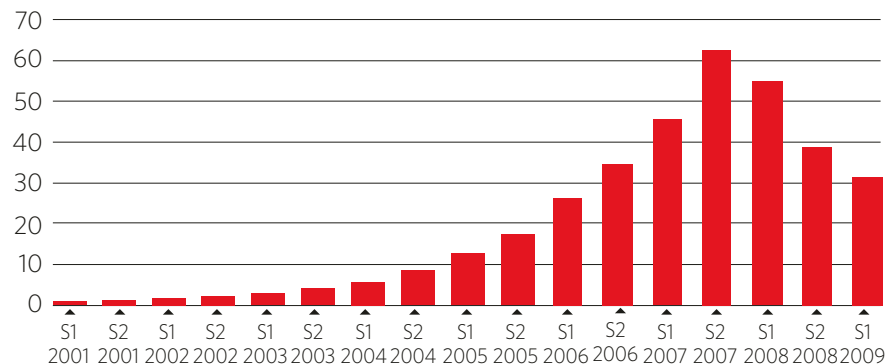
1. La folie des MBS

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.





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

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

WALL STREET

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

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 ➤

||| *A partir des années 1980 apparaît également un « global saving glut », un excès d'épargne mondiale.*

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

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.

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



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

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.

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

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 générait? 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.

(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



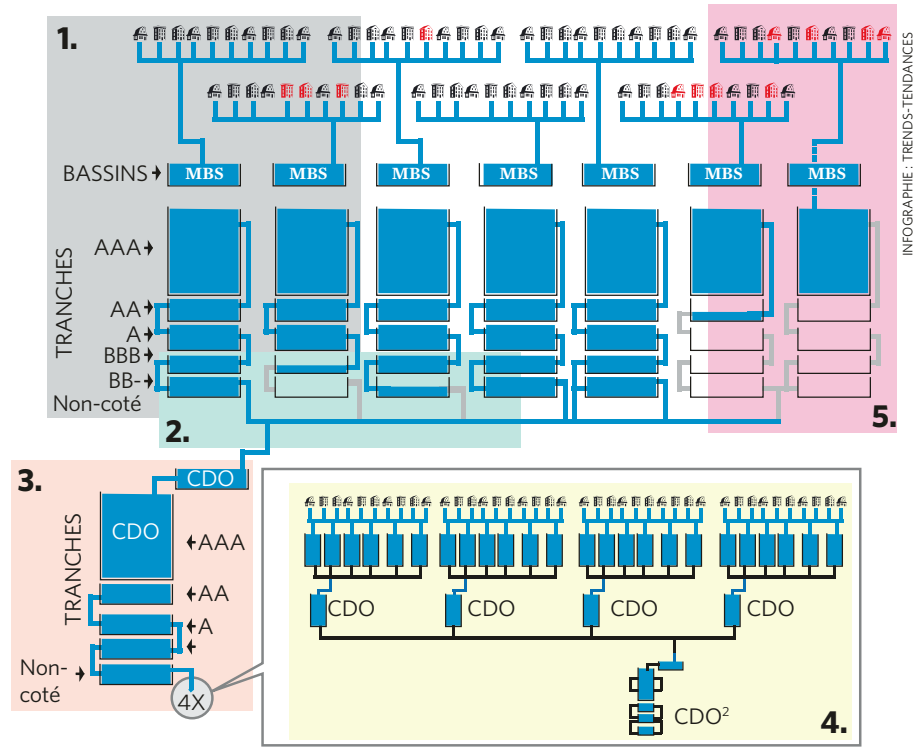
INFOGRAPHIE

La mécanique infernale des «collateral debt obligations»

Pourquoi des mauvais crédits immobiliers aux Etats-Unis ont intoxiqué l'entière du système financier mondial ? Parce qu'ils ont été transformés en titres, baptisés MBS et CDO, vendus aux quatre coins de la planète. Voici un schéma qui explique comment a fonctionné cette machine à fabriquer des titres toxiques. **PIERRE-HENRI THOMAS**

1. LA FABRIQUE DE MBS

Au départ, il y a les crédits immobiliers souscrits par des centaines de propriétaires pour acquérir leurs biens. Ils paient les intérêts et le remboursement de ces crédits. Cet argent en provenance des emprunteurs est rassemblé dans un bassin, un « pool ». Les banquiers d'affaires, aidés par les agences de notation, le saucissonnent en obligations adossées à des crédits hypothécaires (des *mortgage backed obligations*) de diverses qualités qui sont vendues sur le marché. Les obligations les plus sûres sont celles qui sont payées en premiers et sont notées triple A. Mais parmi ces crédits, certains (les maisons en rouge dans le graphique) sont défaillants. Il risque alors de ne pas y avoir assez d'argent pour payer les intérêts et rembourser la totalité des obligations. Là où les obligations triple A continuent à recevoir en priorité les paiements, d'autres ne reçoivent pas assez d'argent et commencent à faire défaut.



INFOGRAPHIE : TRENDS-TENDANCES

2. LA FABRIQUE DE CDO'S

Les tranches les plus basses de plusieurs MBS, c'est-à-dire celles qui comportent le plus de risques de ne pas être remboursées, sont rassemblées dans un véhicule qui s'appelle un CDO, un *collateral debt obligations*. C'est un nouveau « pool » qui rassemble les paiements de ces diverses tranches moins bien notées. La théorie financière veut cependant qu'en diversifiant, c'est à dire en prenant des tranches basses de plusieurs MBS, on limite les risques, puisque normalement, toutes les tranches ne vont pas faire défaut en même temps.

3. LE CDO EST LUI-MÊME DÉCOUPÉ EN TRANCHES

Les banques d'affaires et les agences de notation saucissonnent ce CDO en diverses tranches, présentant des risques divers et les vendent à des investisseurs. Les tranches triple A reçoivent en priorité les paiements.

4. ...ET L'ON RECOMMENCE

Les banquiers d'affaires et les agences de rating ne s'arrêtent pas là. Ils prennent les tranches les moins bien notées des CDO, les rassemblent dans un nouveau « pool », les saucissonnent à nouveau pour faire un CDO « au carré », qui est lui aussi divisé en tranches de diverses qualités et vendu à des investisseurs.

5. LA CRISE

La crise de 2007 va faire s'effondrer ce château de cartes, car les défaillances sont bien plus nombreuses et plus générales que ce que les banques et les agences de notation avaient anticipé. Du coup, il n'y a plus assez d'argent pour payer même l'entière des tranches triple A des MBS. Dès lors, les tranches les plus basses, qui ne reçoivent plus rien, font défaut, ce qui fait s'effondrer les CDO qui étaient construits à partir d'elles et bien sûr les CDO « au carré » construits à partir de ces CDO...



EN MARS 2008, LA CINQUIÈME BANQUE D'AFFAIRES AMÉRICAINNE EST VENDUE EN URGENCE À JP MORGAN CHASE

Bear Stearns, la répétition générale

La cinquième banque d'affaires de Wall Street était la plus exposée aux crédits immobiliers. Elle fut le premier domino à tomber. Mais on se souviendra de son sauvetage lorsqu'il faudra s'occuper de Lehman Brothers, six mois plus tard. PIERRE-HENRI THOMAS

Il est 5 heures du matin, le soleil n'est pas encore levé ce vendredi 14 mars 2008. Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale est chez lui, l'oreille rivée au téléphone. A l'autre bout du fil: Timothy Geithner, de la Fed de New York, organe qui contrôle les principales banques américaines, et Henry Paulson, le secrétaire d'Etat américain au Trésor. Bear Stearns, un des porte-étendards de Wall Street, la cinquième banque d'affaires du pays, une institution créée en 1923 et qui avait traversé jusqu'ici sans encombre les crises les plus graves, est en train de sombrer. Mais si la Fed peut prêter aux banques classiques, elle n'a aucun outil pour maintenir à flots une banque d'affaires. Le gouvernement américain est en train de préparer un texte qui lui permettrait d'aider aussi ces institutions, mais il ne sera prêt qu'à la fin du mois, trop tard.

En effet, ces quatre derniers jours, Bear Stearns, qui emploie plus de 15.000 personnes et affiche un bilan de près de 400 milliards de dollars (sans compter un montant notionnel de 13.400 milliards en produits dérivés) a brûlé tout son cash. Le lundi 10 mars, la banque avait encore 18 milliards de dollars en caisse. Le 13 mars, presque plus rien: beaucoup de ses

très gros clients (*hedge funds*, banques internationales, etc.) ont retiré leurs avoirs. Sans une intervention immédiate des autorités avant l'ouverture de la Bourse, l'institution va devoir se déclarer en faillite. La veille, le conseil d'administration de Bear Stearns s'est réuni en urgence et a autorisé le management à invoquer le *chapter eleven*, la protection de la banque contre ses créanciers, qui est l'équivalent d'un aveu de faillite.

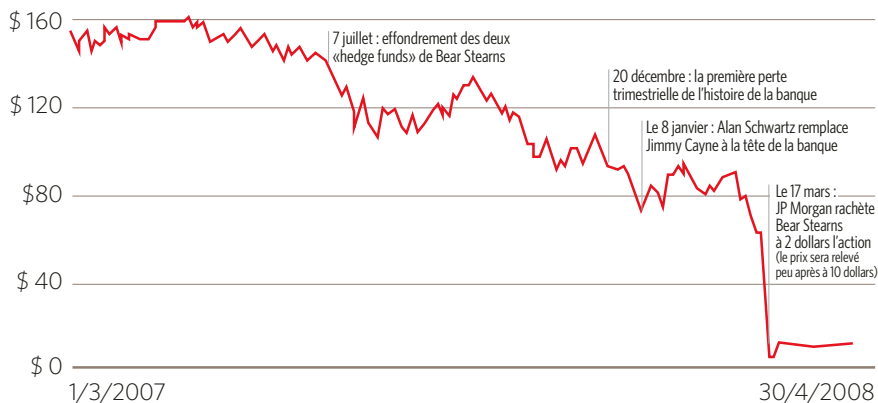
Mais peut-on laisser tomber la banque d'affaires? Non, estiment Bernanke, Geithner, Paulson. «Bear possédait près

de 400 filiales, et ses activités concernaient la quasi-totalité des grandes institutions financières, rappelle Ben Bernanke (1). Elle comptait 5.000 contreparties commerciales et 750.000 contrats dérivés». Bear Stearns était non seulement *too big to fail*, mais aussi *too interconnected to fail*: à la fois trop grosse et trop interconnectée pour faire faillite.

Finalement, ce 14 mars, à 6h45, un communiqué tombe. Il émane de JP Morgan. La banque va servir d'intermédiaire à la Fed pour prêter 30 milliards à Bear Stearns. Le prêt vaut pour 28 jours.

LA CHUTE DE L'ACTION BEAR STEARNS

SOURCE: CNN/FACTSET





«CHASE, NOS MAISONS VALENT PLUS QU'UNE ACTION À 10 DOLLARS»
En pleine crise de l'immobilier, le sauvetage de Bear Stearns suscita de vives réactions.

REUTERS

Alan Schwartz, qui tient les rênes de l'institution depuis le début de l'année, pousse un soupir de soulagement. Il pense avoir un mois pour régler ses problèmes. Il se trompe...

«The most admired»

Mais comment en est-on arrivé là? Certes, la culture de Bear Stearns a toujours été un peu particulière. Pour employer l'expression d'un de ses anciens patrons, Alan Greenberg, la banque a toujours surtout embauché des «PSD» (*poor but smart employees with a big desire to*

aussi un profil atypique pour Wall Street: il use d'un vocabulaire de charretier, a quitté l'université de l'Illinois sans diplôme mais est aussi un passionné de bridge, passant plus d'heures devant un tapis vert que devant les écrans Reuters.

Bref, à l'époque, Bear Stearns est l'endroit où ceux qui n'ont pas nécessairement fait un MBA à Harvard mais n'ont pas froid aux yeux peuvent faire fortune, car ils ne seront pas freinés par des considérations de classe sociale, une hiérarchie trop rigide ou un responsable du risque trop tatillon. Cette originalité

que durant cette période, Bear Stearns engrange des résultats record. En 2006, elle affiche 9 milliards de revenus (dont 80% en provenance de ses activités dans les marchés, 10% dans la gestion de fortune et 10% comme spécialiste de la compensation et de la conservation de titres), et 563 millions de bénéfices.

Le dossier Thornburg

Mais ces dernières années, une partie substantielle de ses revenus provient du marché du crédit hypothécaire. La banque y est présente à tous les étages: elle possède des filiales qui accordent des prêts, mais elle est aussi très active dans la titrisation de ces crédits et dans la négociation de ces titres dans les marchés. Elle a en outre constitué des fonds d'investissement très exposés à ces crédits et aux obligations garanties par ces prêts. Et elle possède elle-même dans son bilan une grande quantité de *mortgage backed securities* (MBS), des obligations adossées à des crédits immobiliers.

Du haut du QG new-yorkais de Bear Stearns, un building de 47 étages et 230 mètres de haut dominant Madison Avenue, on voit bien que depuis la fin de l'année 2006, le marché immobilier s'essouffle. Le taux de défaillance des ➤

Bear Stearns était l'endroit où ceux qui n'ont pas froid aux yeux pouvaient faire fortune, car ils n'étaient pas freinés par des considérations de classe sociale, une hiérarchie trop rigide ou un responsable du risque trop tatillon.

get rich), des employés d'origine modeste, mais aux dents longues. Alan Greenberg, fils d'un tailleur d'Oklahoma City et joueur de bridge hors pair (il était surnommé «l'As» dans le monde bancaire), en était l'exemple vivant, lui qui était entré dans la banque en 1949 comme commis pour en gravir tous les étages et la diriger de 1978 à 1993. Son successeur, Jimmy Cayne, qui restera aux commandes jusqu'au début 2008, présente lui

s'était notamment exprimée en 1998, lorsqu'il avait fallu sauver le fonds LTCM qui menaçait tout le système financier. Bear Stearns avait été la seule banque d'affaires à refuser de faire partie du syndicat de sauvetage.

Cette image perdurera jusque dans les années 2000. Entre 2005 et 2007, le magazine *Fortune* classe même l'institution comme la plus admirée des Américains dans le secteur financier. Il faut dire

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

crédits immobiliers est en augmentation, mais il n'y a rien d'alarmant, semble-t-il.

Ce n'est toutefois pas l'avis de certains cadres de la banques, inquiets de la très forte exposition de leur institution dans les MBS et qui constatent que des institutions similaires, telles Thornburg Capital, commencent à s'effondrer. Thornburg, une société de Santa Fe, s'est spécialisée dans les prêts «Alt-A», des prêts immobiliers de plus de 400.000 dollars, octroyés à une clientèle relativement aisée, mais à laquelle on demande très peu de documents attestant de leur solvabilité. Souvent, ces prêts sont contractés par des clients qui veulent spéculer sur l'immobilier et souhaitent s'endetter davantage pour acheter d'autres biens, ou qui ne veulent pas mettre en avant une situation personnelle délicate, par exemple une instance de divorce avec la nécessité de payer une douloureuse pension alimentaire.

Thornburg a constitué un portefeuille d'environ 25 milliards de dollars de ces prêts. La société n'est pas une banque classique et n'a donc pas de dépôts d'épargnants. Elle finance son activité en empruntant elle-même sur le marché, le plus souvent à court terme en sollicitant le marché des *repos*, des «prises en pension», sorte de mont-de-piété des financiers: un emprunteur peut s'y procurer de l'argent en mettant un actif en gage. Un marché gigantesque, pesant près de 3.000 milliards de dollars.

Au printemps 2007, Thornburg commence à souffrir mille morts. Son problème est double: il y a l'augmentation du

nombre de prêts défaillants (le taux de défaillance atteignait désormais 0,44%) qui ronge son capital, et la baisse des prix immobiliers qui tarit ses liquidités. Pour se financer sur ce marché des *repos*, Thornburg met en effet en gage ses crédits immobiliers. Si le prix des maisons s'effondre, le prix des crédits qui y sont liés s'effondre aussi. Les créanciers sont dès lors de plus en plus réticents à prêter. Ils demandent à Thornburg de compenser cette baisse de la valeur des crédits mis en garantie en versant de l'argent liquide. C'est ce qu'on appelle un «appel de marge» En avril 2007, Thornburg est submergé par ces appels.

Intitulé du mail : «Fear»

Entre Thornburg et les banques d'affaires, la différence n'est pas si grande. Ces dernières n'ont pas non plus de base de déposants sur laquelle se reposer et sont fortement exposées aux titres liés à l'immobilier. Qui plus est, elles ont également peu de fonds propres. Le capital de Bear Stearns, en ce début 2007, se monte à 14 milliards de dollars pour un bilan de 395 milliards. Pour financer ses opérations, Bear Stearns s'adresse donc elle aussi aux marchés de capitaux et puise plus de 100 milliards dans le seul marché des *repos*, en lui apportant en gage ses titres liés à l'immobilier.

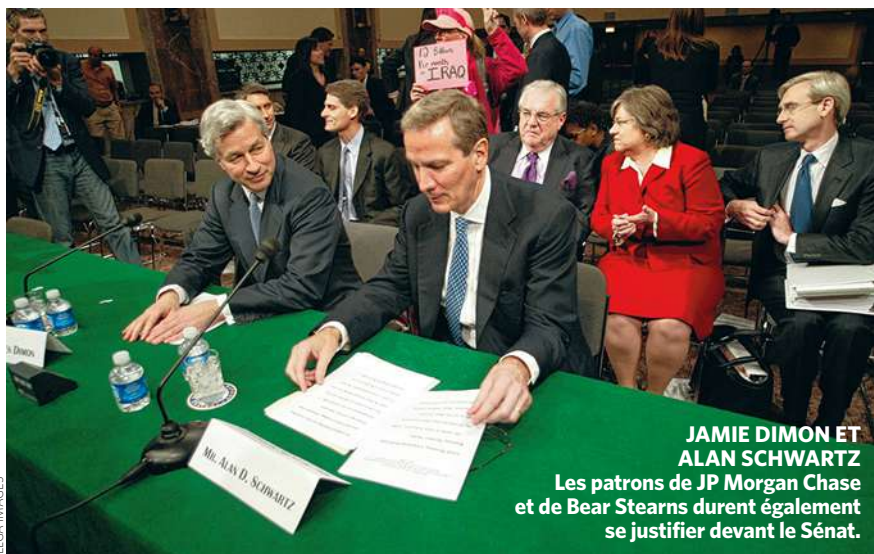
Le doute sur la solidité du système s'instille dès le mois de mars. *Fear* («peur»), c'est l'intitulé d'un mail que Ralph Cioffi, qui gère plusieurs fonds de Bear Stearns liés à l'immobilier, envoie à

son *chief economist* le 15 mars 2007. Ralph Cioffi assiste en effet depuis des semaines à une rapide détérioration du marché. Il gère plus spécialement deux fonds à hauts risques – Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund et Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund – qui ont attiré 1,6 milliard de dollars d'argent de la clientèle, mais qui se sont endettés jusqu'au nez pour acquérir 20 milliards de CDO (*collateralized debt obligations*) qui sont des titres adossés à des MBS. Les deux fonds ont emprunté en mettant ces CDO en gage. Mais avec la crise immobilière, la valeur des CDO commence à baisser et un processus infernal s'est mis en marche: les banques qui ont prêté à Bear Stearns, voyant que les CDO mis en garantie perdent de la valeur, demandent de compenser cette perte en mettant du cash en garantie. Mais ces fonds n'ont pratiquement pas de capital. Ils doivent vendre une partie des CDO qu'ils possèdent. Toutefois, ces titres sont très *illiquides*. Bear Stearns doit les brader, ce qui fait baisser la valeur de ces CDO d'un cran supplémentaire, et incite les créanciers à demander de nouveaux appels de marge...

Pour remettre ces structures à flot, Bear Stearns organise en juin un prêt de 3,2 milliards de dollars à l'une d'elle, et cherche des emprunts auprès d'autres banques pour l'autre. Mais rien n'y fait. En juillet, les clients sont informés que la valeur de leurs parts dans ces fonds est devenue nulle. Ils ont perdu 1,6 milliard de dollars. Bear Stearns et les autres banques, comme Merrill Lynch ou JP Morgan, qui avaient prêté à ces organismes, voient également leur argent s'évaporer. La réputation de la cinquième banque d'affaires de Wall Street est entachée. Irrémédiablement. Mais cela, Bear Stearns ne le sait pas encore. Quand on se demande si l'on peut encore faire crédit à quelqu'un, cette personne l'a déjà perdu, disait pourtant déjà voici un siècle et demi l'économiste britannique Walter Bagehot.

«Comme une avalanche»

Pendant six mois, pourtant, la banque résiste. Elle pense trouver une aide de la banque chinoise Citic qui se dit prête, en octobre, à réaliser un échange. Citic prendra pour un milliard de dollars d'actions Bear Stearns, et Bear Stearns entrera pour le même montant au capital de sa





REUTERS

consœur. Mais les autorités chinoises renâclent, et le deal ne se fera jamais.

Le 20 décembre, la banque américaine publie pour la première fois de son histoire un résultat trimestriel en perte, poussé dans le rouge par une dépréciation de 1,9 milliard d'euros.

Le 20 février 2008, Samuel Molinaro, le directeur financier de Bear Stearns, invite à déjeuner un vingtaine de responsables de *hedge funds* qui sont ent train de retirer en masse leur argent de la banque. Parmi eux, John Paulson, un ancien cadre de la société, qui a monté son propre fonds en 1994 ⁽¹⁾. Après un repas composé de salade et de poulet grillé, autour d'une grande table ovale, la conversation entre

BOURSE STUPÉFAITE
Le 20 décembre 2007, Bear Stearns
publiait pour la première fois de son
histoire un résultat trimestriel en perte.
Mais ce n'était qu'un début...

de sources de liquidités suffisamment solides, pour affronter la crise qui vient. Et cela commence à se savoir.

Les trois semaines qui suivent, la curée s'organise. Les clients de Bear Stearns retirent leurs avoirs, l'action plonge. Elle valait 91 dollars le 20 décembre, 61 dollars le 12 mars, et plus que 30 dollars deux jours plus tard, après l'annonce du prêt de JP Morgan. Cette semaine du 10 au 14 mars restera dans les mémoires de tous les cadres de Bear

appel du secrétaire au Trésor Henry Paulson qui le somme de trouver un repreneur avant l'ouverture des marchés asiatiques, le lundi matin. En clair, il a un week-end pour vendre la banque. Il y a deux intéressés. Le fonds d'investissement JC Flowers, prêt à racheter la banque à 28 dollars l'action, mais qui doit trouver 20 milliards pour financer la poursuite des activités. Et JP Morgan qui a les reins assez solides pour financer elle-même la banque, et qui propose entre 8 et 12 dollars l'action.

Face à la difficulté de lever aussi vite une somme aussi importante pour un projet aussi risqué, JC Flowers se retire. Mais JP Morgan hésite elle aussi. Le risque est énorme. JP Morgan communique un projet d'accord le dimanche matin, puis le retire et semble abandonner. En début d'après-midi, après une conversation avec Tim Geithner et Henry Paulson, Jamie Dimon, le patron de JP Morgan, revient sur sa décision et accepte finalement de racheter Bear Stearns, à 2 dollars par titre. Il avait proposé 4 dollars, mais Henry Paulson a insisté pour que le prix soit le plus bas. « Il ne voulait pas que nous donnions le sentiment de renflouer les propriétaires et les actionnaires de Bear », a expliqué plus tard Ben Bernanke ⁽²⁾. Le 17 mars 2008, Bear Stearns est rachetée. Mais pour éviter de devoir affronter des milliers de procès d'actionnaires ulcérés, Jamie Dimon relève quelques jours plus tard le prix à 10 dollars.

Ce sauvetage laissera des traces très profondes. Et suscitera des commentaires très critiques. Paul Volcker, l'ancien président de la Fed, dira quelques semaines plus tard que la banque centrale américaine avait agi « à l'extrême limite de ses attributions légales et implicites, outrepassant en cours de route certains principes et certaines pratiques bancaires profondément enracinées ».

Beaucoup jugent que l'argent du contribuable n'aurait pas dû être utilisé pour racheter les actions d'une banque d'affaires. On s'en souviendra six mois plus tard, quand il s'agira d'intervenir à nouveau pour tenter de sauver une autre institution. Son nom? Lehman Brothers... ©

(1) Ben Bernanke, « Mémoires de crise », Seuil.

(2) Voir Gregory Zuckerman, « The Greatest Trade Ever », Penguin Book.

||| ***Paul Volcker, l'ancien président de la Fed, dira quelques semaines plus tard que la banque centrale américaine avait agi à l'extrême limite de ses attributions légales et implicites.***

dans le vif du sujet. Paulson lève la main. Se référant aux actifs risqués et *illiquides* détenus par Bear Stearns, il lance :

- « Sam, connais-tu le montant des actifs de niveaux 2 et 3 que tu as dans ton bilan ? »

- « Pas par cœur, répond Molinaro. J'ai peur de me tromper. Quand je retournerai au bureau, je les vérifierai et te les communiquerai. »

- « Bon, alors laisse-moi te les dire. Il s'agit de 220 milliards de dollars. Je vois donc que tu as 14 milliards de fonds propres et 220 milliards d'actifs de niveaux 2 et 3. Un petit mouvement dans le prix de tes actifs et tu peux effacer complètement tes fonds propres ».

Paulson traduit alors le sentiment qui est en train de gagner le marché. Bear Stearns n'a pas assez de fonds propres, ni

Stearns. « J'étais dans la salle du conseil, je voyais le management parler de projets d'augmentation de capital alors qu'en face, le trésorier, sur son Blackberry, voyait le capital s'envoler, les clients retirant massivement leur argent, se souvient Michael Urfirer, ancien vice-président en charge de l'*investment banking*. Je pense qu'à ce moment, il n'y avait plus aucun moyen d'arrêter le mouvement. C'était comme une avalanche. »

Le dernier week-end

Le matin du 14 mars, quand il reçoit les documents relatifs au prêt de JP Morgan organisé par la Fed, le patron de Bear Stearns Alan Schwartz est donc soulagé. Mais il doit vite déchanter. Il reçoit ce même vendredi, dans l'après-midi, un



QUAND LES MODÈLES SONT IMPUISSANTS À PRÉVOIR UNE CRISE

La faille

Après la chute de Bear Stearns, au printemps 2008, on s'interroge : qu'est-ce qui a précipité la crise ? Le cynisme, l'avidité, le manque d'éthique ? Oui. Mais il y a aussi l'imprévision. Banquiers, agences de notation et régulateurs n'avaient pas les modèles qui leur permettaient de prévoir le désastre.

PIERRE-HENRI THOMAS

Le 7 février 2006, alors que les marchés financiers et les banques nagent encore en pleine euphorie, un professeur d'économie de l'Université de New York tient, devant une assistance conviée par le Fonds monétaire international, une conférence qui entrera dans l'histoire. Ce jour-là, Nouriel Roubini annonce devant une assistance mi-amusée, mi-indifférente, le krach à venir. Dans les mois à venir, avertit-il, les Etats-Unis connaîtront une crise immobilière que l'on ne voit qu'une fois dans sa vie, amenant un choc pétrolier et une profonde récession. On assistera à des faillites bancaires, des chutes de *hedge funds*, à la faillite des grandes agences hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac, etc.

A l'issue de l'exposé, le modérateur, ironique, invite l'assistance à prendre un *stiff drink*, un remontant, pour se remettre. On en rit. Quelques minutes plus tard, un économiste d'un think tank new-yorkais balaye de la main ces noires prédictions. « Roubini n'a pas utilisé les bons modèles », dit-il.

L'histoire donnera raison à Roubini. C'est en effet lui qui avait le bon modèle.

Une affaire de pollen

Car la crise financière n'a pas été seulement causée par l'avidité et l'absence d'éthique d'une série d'acteurs. Elle a

également pris sa source en... 1900, lorsqu'un petit professeur de mathématique français, Louis Bachelier, relie pour la première fois la description du mouvement aléatoire et discontinu des cours de Bourse à celui de certaines particules immergées dans un fluide.

Pour en arriver là, il s'est basé sur les travaux de Robert Brown. En 1827, ce botaniste britannique observe en effet le mouvement de fines particules dans un grain de pollen. Ces particules se déplacent de manière aléatoire et discontinue mais, au final, Brown remarque qu'elles tournent autour d'un point central. Il y a un hasard, mais il est « sage ». La probabilité est plus grande de voir une particule à proximité de ce point central que loin de celui-ci. Louis Bachelier estime qu'il en est de même en Bourse : il est plus probable que les cours affichent une valeur proche du centre. Il est le premier à donner une description mathématique des fluctuations boursières, qu'il décide de baptiser « mouvements browniens ». C'est le début des mathématiques financières. La découverte est

majeure. Elle n'est toutefois pas reconnue et Louis Bachelier meurt dans l'indifférence en 1946.

Il est toutefois redécouvert dans les années 1950 par le grand économiste américain Paul Samuelson dont un ami avait traduit en anglais la thèse de Bachelier. D'autres mathématiciens investissent dès lors le champ défriché par le mathématicien français. Puisque l'on a une représentation mathématique du mouvement des actions, on peut déterminer la probabilité d'une baisse ou d'une hausse. On peut jauger les risques. Sur base de ce « hasard sage », un



EN 1900, LE MATHÉMATICIEN FRANÇAIS LOUIS BACHELIER découvre les mouvements browniens. L'origine de la crise ?

trio composé de Robert Merton, Fisher Black et Myron Scholes publie en 1973 une formule qui permet d'évaluer une option. Le fait d'avoir un prix pour ces actifs permet dès lors de déployer les gigantesques marchés de « produits dérivés » qui pèsent aujourd'hui des milliers de milliards d'euros.

Il y a toutefois un hic : dans la réalité, le hasard n'est pas toujours sage. Un mathématicien français, Benoît Mandelbrot, met le doigt sur cette



BELGAIMAGE

**LE «TRIPLE A»
Saint Graal recherché tant par les sociétés
que par les Etats, il a perdu de sa crédibilité.**

faiblesse. Il observe dès les années 1970 que la distribution des cours de Bourse peut répondre à d'autres dispersions que celle observée par Robert Brown. Il explique ces cas en faisant référence à la Bible.

Le hasard est-il sage?

Il y a d'abord le syndrome de Noé. Parfois, les cours de Bourse sont soumis au déluge. Le déluge est rare, mais quand il arrive, il balaye tout. Ce sont les krachs.

Il y a aussi le syndrome de Joseph, qui avait expliqué au pharaon la signification d'un rêve qu'il avait fait dans lequel il avait vu apparaître sept vaches grasses et sept vaches maigres. Elles représentaient des années d'abondance, puis de disette. On observe la même chose sur les marchés, explique Mandelbrot. Il y a des moments où les risques se concentrent: «Les petites variations sont le plus souvent suivies de petites variations, et les grands mouvements sont le plus souvent suivis de grands mouvements».

Pour avoir une image correcte du risque lié à une action, à une obligation ou à un autre actif financier, il ne faut donc pas seulement tenir compte des mouvements browniens qu'effectue son cours de Bourse mais aussi de la possibi-

lité, plus rare mais pas inexistante, de survenance de gains ou de pertes exceptionnels. C'est d'autant plus important que ces mouvements exceptionnels surviennent beaucoup plus souvent (cinq fois plus) que ce que laisserait penser le modèle brownien.

Pour expliquer la situation dangereuse dans laquelle se trouvait le système financier peu avant la crise, Christian Walter et Michal de Pracontal⁽¹⁾ prennent l'image d'un conducteur de voiture dont le tableau de bord serait déréglé.

||| ***On continue d'ignorer la possibilité de krachs dans les modèles financiers, non seulement dans les salles de marché, mais aussi dans les agences de notation.***

Son compteur indique une vitesse cinq fois plus faible que la vitesse réelle de son véhicule. Le conducteur aborde une épingle à cheveux. Il freine pour, croit-il, ralentir à 30 km/h mais il roule en réalité à 150 km/h. Et il fonce dans le décor. C'est à peu de chose près la situation qui a été celle des principaux acteurs des marchés financiers il y a 12 ans.

«A vous de trouver un modèle»

Pourtant, bien avant la crise de 2008, il y avait déjà eu de spectaculaires sorties de route. La plus emblématique était celle du fonds LTCM. Un fonds spécula-

tif créé par Myron Schole et Robert Merton, ceux-là même qui ont permis la création du marché des options. Justement, en 1998, ignorant la possibilité de vastes retournements, LTCM prend de gigantesques positions sur les marchés obligataires. Son exposition représente bientôt 1.200 milliards de dollars. Mais LTCM ne prévoit pas dans ses modèles la crise asiatique de 1997 et la crise russe de 1998. Lorsque celles-ci arrivent, il est proche de l'effondrement et menace d'entraîner dans sa chute des pans

entiers du système financier. La Fed oblige les grandes banques mondiales à intervenir.

Cette leçon ne sert cependant à rien. On continue d'ignorer la possibilité de krachs dans les modèles financiers, non seulement dans les salles de marché, mais aussi dans les agences de notation. Or, ces dernières occupent une fonction majeure dans le processus qui permet de vendre des obligations liées aux crédits immobiliers: c'est grâce à leurs bonnes notes financières que ces obligations peuvent être achetées par des investisseurs comme les assureurs, les fonds ➤

de pension, etc. Dans leur travail de notation, les agences auraient dû vérifier la qualité des prêts hypothécaires sur lesquels reposaient ces obligations. Elles ne l'ont pas fait.

Lors d'une audition devant un comité du Congrès américain, Frank Raiter, un employé de l'agence de notation Standard and Poor's (S&P), explique comment les choses se sont passées. En 2001, il est chargé de noter un des premiers CDO créés (*collateralized debt obligation*, des obligations adossées à d'autres obligations, elles-mêmes adossées à des crédits immobiliers). Il demande à Richard Gugliada, le directeur de S&P en charge des notes des CDO, les documents lui permettant de s'assurer de la solvabilité des créditeurs qui se trouvaient derrière ces obligations. Il est alors vertement réprimandé. Richard Gugliada lui envoie un mail dans lequel il juge sa demande «**COMPLÈTEMENT DÉRAISONNABLE**» (*en majuscules, Ndr*). «**Néanmoins, ajoutez-t-il, nous DEVONS produire une notation de crédit. C'est de votre responsabilité de la fournir et de trouver des méthodes pour le faire.**» Pour les agences de notation, l'estimation des titres liés à l'immobilier devenait une source de revenu considérable. Il était impensable de s'en priver.

Puisqu'on ne peut, faute de documents et surtout faute de temps, évaluer le risque à la source, on fait donc appel aux modèles de prévision en se basant sur les données historiques de défaillances dans le marché immobilier remontant 10 ou 20 ans en arrière. Ces données sont très réconfortantes: il y a eu certes des régions qui ont connu des crises ici ou là mais, sur une base nationale, depuis 25 ans, les prix de l'immobilier américain ont toujours monté. Les agences tiennent compte dans leur modèle de la poursuite du mouvement, ce qui naturellement renforce les notes des obligations, mêmes les plus risquées. Les titres adossés à ces crédits immobiliers et les constructions réalisées à partir de ces titres (les CDO) sont ainsi notés en grande partie «triple A». Moody's estime par exemple à 4,9% le taux de défaillance des crédits sous-jacents à un CDO baptisé «Subprimes XYZ» et lancé en 2006. L'agence est tétanisée lorsqu'elle s'aperçoit, début 2008, que les défauts touchaient 27% du portefeuille et que le

UN ÉCHEC COMPLET

Au début des années 2000, les banques d'affaires américaines ayant des filiales en Europe devaient, pour répondre aux directives européennes et pouvoir continuer à travailler sur le Vieux Continent, être sous la coupe d'un superviseur qui pouvait avoir un œil sur l'ensemble de leurs activités. L'abrogation du Glass-Steagall Act avait créé un vide: les banques d'affaires de Wall Street étaient certes soumises au

contrôle de la Fed de New York et de la SEC, le gendarme des marchés, mais c'était un contrôle très incomplet, la SEC se cantonnant aux opérations de marchés et la Fed de New York n'étant compétente que pour la supervision des entités bancaires et non pour les autres filiales. On créa donc en 2004 un programme spécial, le CSE (*consolidated specialized entities*) qui était censé avoir un œil sur l'ensemble de la banque. Ce fut un

échec complet. Le CSE se distingua par sa passivité. L'inspecteur de la SEC qui, à la demande du Congrès, était chargé de l'évaluer n'y alla pas par quatre chemins: «Il est incontestable, écrivit-il dans son rapport, que le CSE a failli à sa mission». Le 26 septembre 2008, on l'abandonna. Depuis, les banques d'affaires américaines survivantes, converties en *bank holding companies*, sont entièrement sous la coupe de la Fed.

CDO volait en éclats. Personne n'avait intégré dans l'évaluation du risque la possibilité d'un tel retournement du marché.

Le cheval s'emballé

En étant trop rassurants, ces mauvais modèles ont eu une autre conséquence: ils ont facilité la dérégulation financière. En effet, si selon les tableaux de bord, les voitures respectent les limitations de vitesse, pourquoi aurait-on encore besoin de radars ou de gendarmes au bord des routes?

On oublie donc ainsi les garde-fous mis en place dans les années 1930... Car suite au «lundi noir» et à la Grande Dépression qui s'ensuivit, les Etats-Unis ont instauré, en 1933-34, le Glass-Steagall Act, qui sépare très nettement les banques de détail, fortement régulées dans l'utilisation des dépôts des clients, et les banques d'affaires, actives en Bourse et sur le marché des capitaux. L'Europe a fait de même. Les banques d'affaires sont alors devenues des sociétés en commandite ou des partenariats, financés par le propre argent des partenaires qui étaient par conséquent très prudents dans l'utilisation des capi-

taux. Mais dans les années 1980, l'introduction en Bourse des banques d'affaires américaines et la volonté de déréguler le marché changent la donne. On crée des géants financiers tout en déresponsabilisant leurs managers des risques qu'ils font prendre à ces institutions puisque, désormais, c'est la Bourse qui apporte les capitaux...

Ces changements sont soutenus par une politique lancée en 1981 par le président Donald Reagan et son quasi homonyme, Donald Regan. Cet ancien patron de Merrill Lynch occupe le poste de secrétaire d'Etat au Trésor de 1981 à 1985. Le processus se poursuit sous Bill Clinton qui nomme un autre PDG de banque d'affaires, Robert Rubin, de Goldman Sachs, comme secrétaire d'Etat au Trésor. Sous Regan, puis Rubin, la bride est lâchée. Et le cheval s'emballé.

A partir de 1982, les caisses d'épargne américaines (les *Saving and Loans*) peuvent jouer aux banques d'affaires. Elles ne se font pas dire deux fois et réalisent des investissements, qui se révéleront désastreux, dans l'immobilier et les obligations latino-américaines. A peu près au même moment, un petit génie de la finance, Michael Mil-



BELGAINMAGE

EN 2006, L'ÉCONOMISTE AMÉRICANO-TURC NOURIEL ROUBINI a été le premier à prédire le krach. On lui a ri au nez.

ken, invente les *junk bonds*. Ce sont des obligations à haut rendement et à haut risque qui permettent, notamment, de financer des OPA sur de grands conglomérats, les raiders cherchant ensuite à revendre ces sociétés par appartements dans l'espoir de dégager de grosses plus-values.

La dérégulation se poursuit, permettant aux institutions financières de grandir et grandir encore. En 1998, Citicorp et Travelers (société d'assurance mais aussi propriétaires de la banque d'affaires Salomon Smith Barney) fusionnent pour donner jour au plus grand groupe financier mondial. L'opération viole le Glass-Steagall Act. Mais une exemption d'un an est accordée et, dans l'année, le Congrès américain abroge la loi ! Elle est remplacée en 1999 par le Gramm-Leach-Bliley Act.

La cloison entre banque de dépôts et banque d'affaires est entièrement retirée. Désormais, les banques jouissent d'une totale liberté de fusionner avec d'autres sociétés de services financiers. Les institutions financières deviennent de plus en plus grandes. Elles ont donc de plus en plus de capitaux à placer... Pour la petite histoire, Robert Rubin deviendra président de Citigroup.

On a donné aux grandes banques la possibilité de construire leurs propres modèles d'évaluation des risques, un peu comme si l'on donnait aux automobilistes la possibilité de régler les radars qui doivent les flasher.

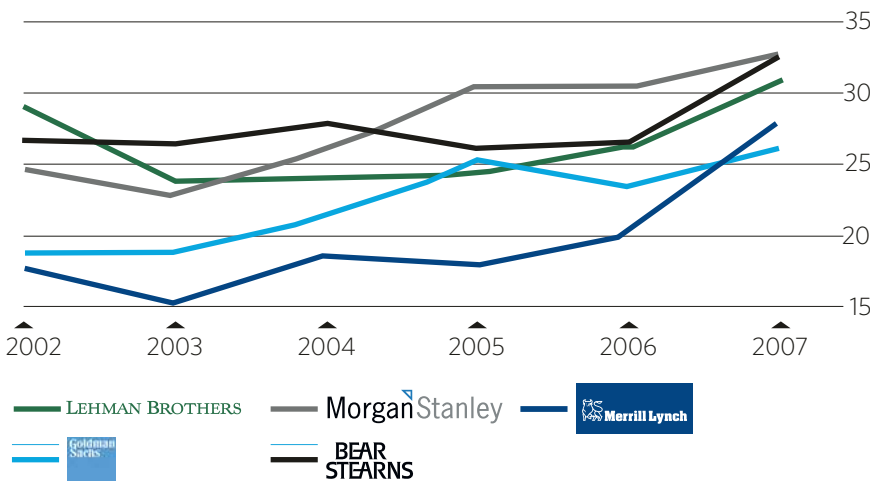
Les banques ont à l'époque d'autant plus les mains libres que les autorités régulatrices abandonnent certaines de leurs prérogatives au privé. Ainsi, plutôt que de contrôler en direct les risques pris par les institutions financières, les autorités les obligent à investir dans des obligations notées AAA. Ce sont désormais les agences de notation qui évaluent une partie des risques bancaires.

Régulateurs défaillants

Parallèlement, les règles de Bale II, qui définissent au niveau international les exigences minimales de fonds propres des banques, sont beaucoup moins restrictives. Les fonds propres des banques doivent s'élever au minimum à

LA BRIDE SUR LE COU

SOURCE: THE ECONOMIST



Une des conséquences de la disparition du Glass Steagall Act et de la régulation mise en place lors de la crise de 1929 fut de permettre aux banques, et plus spécialement aux banques d'affaires, de prendre de plus en plus d'engagements sans devoir augmenter leur capital. On voit ici l'évolution du ratio de levier (la proportion de capital par rapport aux engagements, c'est-à-dire aux actifs de la banque) : en 2007, toutes les grandes banques d'affaires affichent un ratio de 30 pour 1 environ, soit un seul dollar de capital pour 30 dollars d'actifs. Si ces actifs accusent une perte de 1 dollar, la banque n'a plus de capital.

8% du montant de leurs engagements. Toutefois, ces engagements sont « pondérés », c'est-à-dire corrigés en fonction de l'importance des risques qu'ils repré-

d'affaires de Wall Street et la quasi implosion de l'ensemble de la planète finance.

Peu après la chute de Bear Stearns, Nicole El-Kaouiri, qui enseigne les maths financières à l'école Polytechnique (région parisienne), avait indiqué dans un entretien au *Monde* : « Nos modèles sont faits pour fonctionner dans des situations ordinaires (...). Pas pour des périodes de surchauffe, de bulles. » Elle ajoutait : « Les mathématiques donnent le sentiment que l'on peut mieux contrôler. Les mathématiciens auraient peut-être dû mieux préciser que leurs modèles étaient frustes. »

Face à l'incapacité des anciens modèles de prévoir le désastre, l'ancien président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, avait avoué, quelques jours après la chute de Lehman Brothers, avoir été profondément ébranlé. « Oui, j'ai constaté une faille. Je ne sais pas à quel point elle est significative ou durable, mais cela m'a plongé dans un grand désarroi. » Alan Greenspan n'avait plus de modèle. Les marchés financiers non plus. En ont-ils rebâti un plus performant depuis? ☹

⁽¹⁾ In « *Le virus B (crises financières et mathématiques)* », *Le Seuil*, 2009, 14 euros.



LE 15 SEPTEMBRE 2008, LA QUATRIÈME BANQUE D'AFFAIRES DE WALL STREET DÉPOSE SON BILAN

Lehman Brothers : la crise prend un visage

Malgré la réunion des principaux banquiers de Wall Street, le sauvetage de Lehman Brothers échoue. Les images des employés de la banque chassés de leurs bureaux tournent en boucle.

Le traumatisme est immense. **PIERRE-HENRI THOMAS**

Le dimanche 14 septembre 2008 dans l'après-midi, sur Time Square, des employés de Lehman Brothers sortent un à un de l'immeuble qui abrite le siège social de la banque d'affaires. Les rumeurs vont bon train, mais les plus inquiétantes font état d'une déclaration de faillite dans la nuit, qui pourrait entraîner un tel chaos que la police serait obligée de boucler le quartier. Ces employés profitent donc de la fin du week-end pour mettre leurs affaires personnelles à l'abri. On commence à voir, sur les chaînes de télévision mondiales, ces femmes et ces hommes, leurs boîtes en carton sous le bras. La chute de Bear Stearns, rachetée en catastrophe par JP Morgan Chase en mars, s'était déroulée en coulisses. Celle de Lehman Brothers s'effectue sur la place publique.

La crise financière a désormais un visage. Celui fermé, douloureux, colérique, d'employés qui se demandent comment un établissement fondé en 1850, qui emploie 25.000 personnes dans le monde et qui faisait partie des firmes les plus prestigieuses de Wall Street, a pu s'effondrer sans que personne ne lève le petit doigt.

Trop de risques

Les problèmes de Lehman Brothers naissent en 2007 : les défauts sur les crédits immobiliers commencent à se multiplier et l'institution est, avec Bear Stearns, une des banques d'affaires les plus impliquées dans ce marché. En 2003 et 2004, Lehman Brothers avait acheté plusieurs sociétés spécialisées dans la vente de crédits hypothécaires risqués, mais rémunérateurs. En 2006, presque 150 milliards de

ces crédits apparaissent dans son bilan, et son bénéfice atteignait 4,2 milliards de dollars. La Bourse, alors exulte. Entre fin 2002 et début 2006, l'action Lehman bondit de 218%.

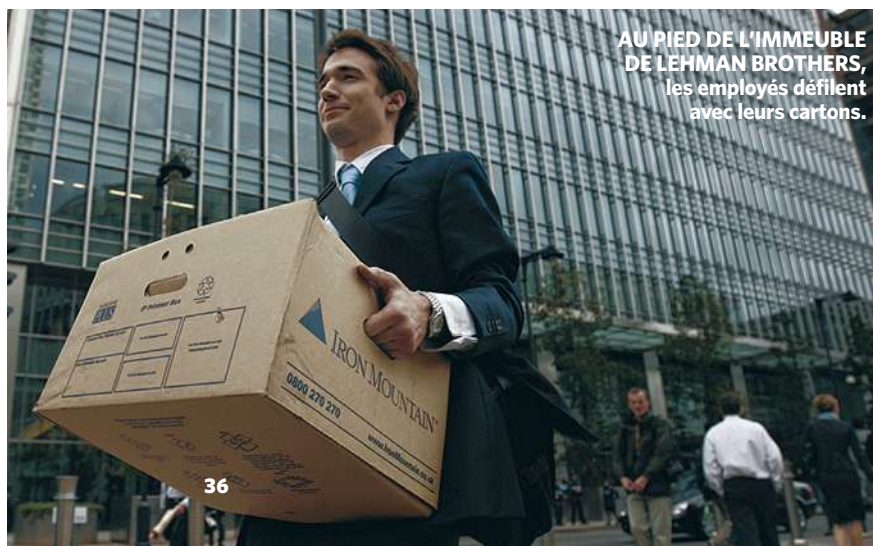
Mais en 2007, les défaillances se succèdent. Lehman Brothers estime d'abord qu'il ne s'agit que d'un mouvement passager. La banque ferme ses filiales qui octroient du crédit hypothécaire, et licencie 2.500 personnes. Mais elle continue de souscrire en masse des titres liés à l'immobilier. A elle seule, elle en amasse cette année-là plus que les autres banques d'affaires réunies. Les autres parties du bilan, qui pèse plus de 600 milliards de dollars, ne sont pas nécessairement de meilleure qualité. La banque prend davantage de risques que ses concurrents, en finançant des projets dans l'immobilier commercial ou des entreprises déjà fortement endettées. « Ses dirigeants avaient largement enfreint les normes en matière de gestion du risque », observe aujourd'hui Ben Bernanke, le patron de la Réserve fédérale de février 2006 à janvier 2014. Non seulement la banque achète des actifs risqués,

mais elle est très endettée, avec un effet de levier de 31 pour 1. Autrement dit 1 dollar de capital pour 31 dollars d'engagement...

Le 14 mars 2008, Bear Stearns doit être rachetée d'urgence par JP Morgan Chase. L'événement braque le projecteur sur Lehman Brothers. On se dit que ce sera la prochaine à tomber.

Le début de la fin

Le 21 mai, lors d'une conférence sur les investissements qui se tient au Rose Theater, au Time Warner Center, David Einhorn, qui gère le *hedge fund* Greenlight Capital, démonte le bilan de Lehman. Quelques jours plus tard, le 9 juin, la banque avoue une perte de 2,8 milliards de dollars, la première depuis que la société est cotée en Bourse. C'est le début de la fin. Pressée par les autorités, Lehman essaie de trouver des partenaires comme la Korea Development Bank, la banque chinoise Citic, HSBC, ou des fonds d'investissements qui voudraient bien entrer dans son capital. Tous refusent. Fin août, le patron de la banque, Dick Fuld, émet alors le projet de scinder sa banque en deux.



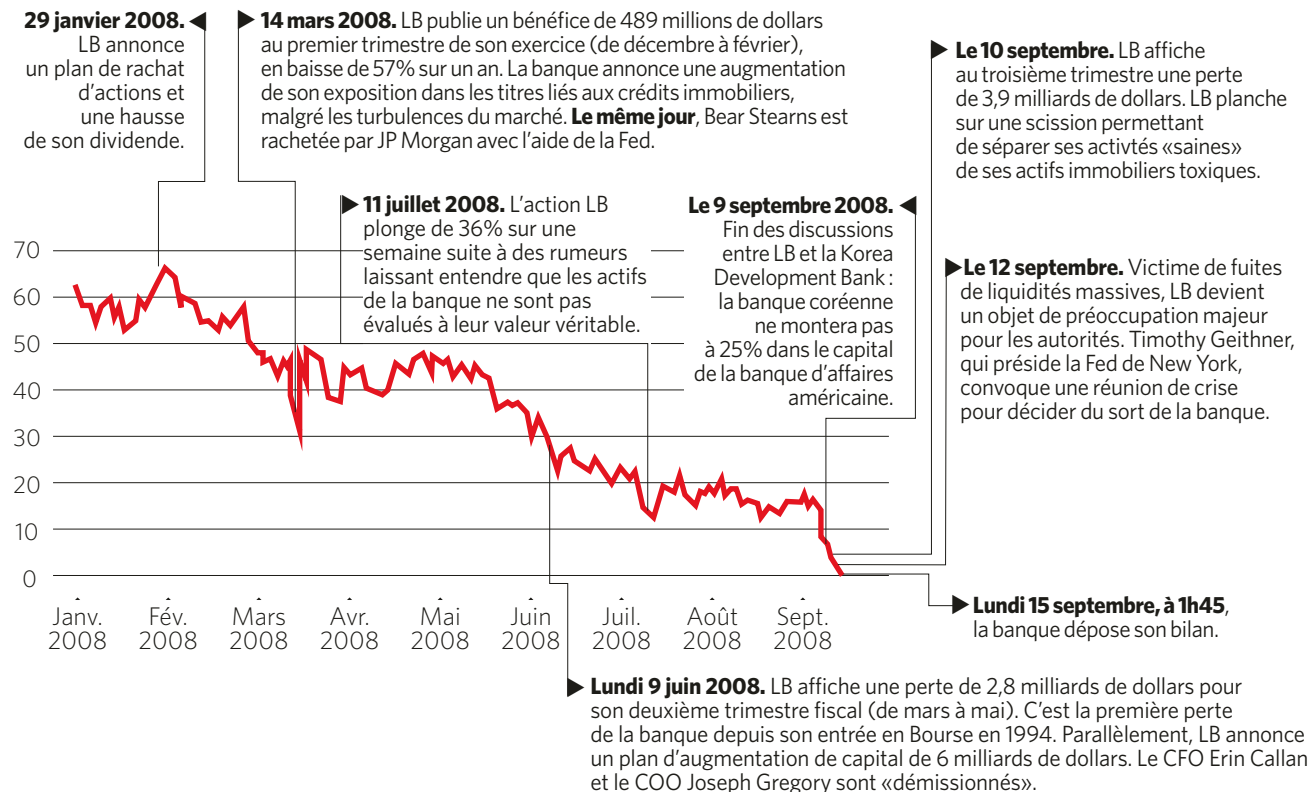
AU PIED DE L'IMMEUBLE DE LEHMAN BROTHERS, les employés défilent avec leurs cartons.

REUTERS

ÉVOLUTION DE L'ACTION LEHMAN BROTHERS EN 2008

SOURCE : BLOOMBERG

En dollars



D'un côté, une «bonne», de l'autre une «mauvaise», cette dernière rassemblant les actifs immobiliers toxiques. Mais il n'aura pas le temps de mener ce projet à bien. Le 10 septembre, Lehman Brothers annonce une nouvelle perte trimestrielle, de 3,9 milliards de dollars cette fois.

Les clients fuient, et les banques qui finançaient Lehman sur le marché des *repo* (marché interbancaire dans lequel un emprunteur met des actifs en gage) se retirent ou demandent des garanties exorbitantes. Or, Lehman finance 200 milliards de dollars, soit le tiers de son bilan, sur ce marché qui est en train de lui fermer la porte au nez.

Le vendredi 12 septembre, les patrons des plus grandes institutions de Wall Street reçoivent un appel de la Réserve fédérale de New York. Réunion à 18h. Il faut essayer de sauver le soldat Lehman. Les patrons de Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, JP Morgan Chase, Citigroup, Bank of New York Mellon, Credit Suisse, UBS, BNP Paribas, RBS répondent présent. Barclays et Bank

of America envoient des signes positifs : ils pourraient racheter la banque. Mais les équipes chargées de remettre un prix découvrent des pertes bien supérieures à ce qu'elles anticipaient. Bank of America et Barclays demandent alors que l'Etat américain apporte une cinquantaine de milliards au capital. Ce que les autorités refusent. Elles avaient été très critiquées lors du sauvetage de Bear Stearns en mars puis, quelques jours auparavant encore, par celui des agences hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac. Le contribuable ne sera pas mis à contribution à nouveau. On dira aussi plus tard que les anciens de Goldman Sachs, comme Henry Paulson, le secrétaire d'Etat au Trésor, ou John Thain, le patron de Merrill Lynch, n'étaient pas mécontents de mettre ce concurrent à terre.

Plus personne ne veut garantir Lehman

Et puis, devant la gravité de la situation et l'afflux de mauvaises nouvelles (outre Lehman Brothers, AIG, le plus grand

assureur mondial, est lui aussi en train de couler), chacune des grandes banques pense désormais à sa propre survie et ne désire pas, en achetant Lehman, se mettre un autre boulet aux pieds. En outre, la FSA, le gendarme financier britannique, craint que si Barclays rachète Lehman, les actifs pourris américains ne soient finalement déposés aux pieds des contribuables britanniques. Quant à Bank of America, elle a trouvé une nouvelle proie bien plus alléchante : Merrill Lynch.

Le dimanche 14 mars, il apparaît donc que plus personne ne veut garantir les actifs de Lehman. Le lundi 15 mars, à 1h45, la banque annonce son dépôt de bilan. La secousse dans les marchés est terrible. Les titres bancaires dévissent. Le Dow Jones perd 504 points en une séance. Deux jours plus tard, l'Etat américain injecte 85 milliards de dollars pour sauver AIG. Cinq jours plus tard, un vaste plan destiné à reprendre aux banques 700 milliards d'actifs à problème est voté en urgence. Mais c'est trop tard. La crise devient mondiale. ©





LA CRISE DE 2008 A PERMIS AUSSI À CERTAINS DE RÉALISER LE « CASSE DU SIÈCLE »

Ceux qui ont gagné

Quelque temps avant l'explosion du marché immobilier américain, certains ont senti venir la crise et ont pu mettre en place des stratégies pour en profiter. Ils ont été très peu nombreux. Mais lorsqu'ils ont réussi, ils ont amassé des fortunes considérables.

PIERRE-HENRI THOMAS

La crise des subprimes a laissé derrière elle un cortège de cendres: expulsions, faillites, actionnaires rincés, quasi-ruine de certains Etats, dommages irrémédiables à la croissance de nos vieux pays, etc. Mais il y a eu aussi de formidables gagnants. Le gestionnaire de fonds spéculatifs John Paulson a réalisé, en jouant contre les détenteurs de titres immobiliers, le plus grand coup jamais réalisé dans l'histoire financière: un gain de 20 milliards de dollars. La banque d'affaires Goldman Sachs, avec la même stratégie, affichait fin 2007 un bénéfice historique de 11,6 milliards de dollars et de 13 milliards en 2009 (contre 9,4 milliards en 2016 et 5,6 milliards en 2015). Il y eut aussi quelques autres gagnants. Parfois moins flamboyants, mais tout aussi futés.

John Paulson : « le casse du siècle »

Tout commence à l'été 2005, dans un bureau décoré d'aquarelles de Calder, situé dans un immeuble new-yorkais assez cosy de la 57^e rue, avec une belle vue sur Central Park. C'est là que travaille John Paulson, un ancien banquier qui a lancé sa propre firme d'investissement, Paulson & Cie, en 1994. En 2005, il gère 2 milliards de dollars et sa fortune personnelle avoisine la centaine de millions. Ce qui, selon les standards de Wall Street, est pas mal, sans être extraordinaire.

Paulson va avoir 50 ans et il est déjà un financier avec une longue et sage carrière derrière lui. Il est connu pour se spécialiser dans les fusions et acquisitions et pour ses méthodes d'investissement un peu obsolètes: il passe des heures dans les bilans avant de réaliser un deal. Un comportement qui n'est pas celui de ses concurrents, des gestionnaires généralement bien ➤



BEGAINAGE

En 2007, John Paulson réalise la meilleure affaire en ayant anticipé l'éclatement de la bulle des « subprimes »: 20 milliards de dollars au total!

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

plus jeunes, nettement plus aventureux et, ces dernières années, nettement plus performants. Paulson s'est même fait chambrier quelques mois auparavant lors d'une *garden party* par un investisseur qui se moque du pauvre rendement de ses fonds. Ces derniers affichent un maigre 5% par an, alors que la plupart des *hedge funds* concurrents, grâce à leurs diverses expositions dans l'immobilier, progressent de 9%.

Mais la philosophie d'investissement de Paulson l'empêche d'entrer de plain-pied dans cette grande fête et d'acheter, comme les autres, des tranches de CDO (*collateral debt obligation*), ces obligations adossées à des crédits immobiliers et qui rapportent plus que les obligations du Trésor américain.

Paulson, qui fut un brillant étudiant, n'a pas encore réalisé le coup qui lui permettrait de briller au firmament financier. Or, ce matin-là, il se dit qu'il le tient. Paulson relit plusieurs fois les tableaux que lui présente un de ses analystes : Paolo Pellegrini. Et il jubile. « Cette fois, lui dit-il, nous tenons notre preuve ». Depuis des mois, Paulson et Pellegrini sont convaincus qu'il y a quelque chose qui ne tourne pas rond dans le marché, et plus spécialement dans le marché immobilier.

Et Pellegrini lui donne les chiffres tant attendus, qui prouvent que Paulson a eu raison de ne pas s'embarquer dans ces investissements immobiliers. Depuis des mois, l'analyste d'origine italienne étudie le marché. Il constate que le nombre de prêts octroyés de manière aveugle à des gens qui n'auront pas les moyens de les rembourser augmente, et que certains courtiers paient déjà des amendes considérables pour leur méthode de vente complètement immorale.

Jusqu'à présent, le taux de défaillance est modeste parce que les taux d'intérêt sont peu élevés, voire inexistant : pour appâter les emprunteurs, beaucoup de ces crédits ne demandent en effet pas de versement d'intérêts pendant les deux premières années. Mais ensuite, le niveau des taux s'avère plus conséquent. Pellegrini demande à des spécialistes de l'immobilier ce qui se passera lorsque les emprunteurs devront commencer à payer ces intérêts, et surtout lorsque la Réserve fédérale relèvera ses taux. On lui répond que les courtiers immobiliers se représenteront auprès de ces clients pour refinancer leurs



En 2010, au bureau londonien de Goldman Sachs, banque d'affaires accusée de fraude, on n'aime pas trop les photographes.

prêts. Et que s'il y a des défaillances et qu'il faut saisir la maison, ce ne sera pas un problème puisque les prix immobiliers sont en hausse continue depuis 1975. Ce qui est vrai.

Un coup à 20 milliards

Toutefois, ce que Pellegrini découvre, à force de piocher dans les bases de données, c'est que cela ne peut pas durer. Il montre ainsi à Paulson qu'entre 1975 et 2000, les prix des logements présentaient une progression raisonnable de 1,4% en moyenne

Ily avait des conflits d'intérêts au sein même des banques, dont certains employés vendaient des titres immobiliers à leurs clients alors que d'autres pariaient sur leur effondrement.

par an, en plus de l'inflation. Mais entre 2000 et 2005, la hausse s'est emballée : elle est de 7,5% par an ! C'est intenable. Un jour ou l'autre, les prix rejoindront leur tendance historique, ce qui se traduira par une baisse générale de 30 à 40% des valeurs des logements par rapport à leur niveau atteint en cet été 2005.

Il y a donc une bulle. Gigantesque. John Paulson sent que s'il anticipe son éclatement, il peut réaliser le *trade* de sa vie. Mais comment parier efficacement contre l'immobilier ? C'est là que Paulson va découvrir qu'il existe un instrument taillé pour ce type d'opération : les CDS (*credit default*

swaps). Ce sont des contrats qui agissent comme une assurance. Si un investisseur a acheté des obligations d'une société dont il doute de la solidité, il souscrit un contrat avec un tiers qui s'engagera à lui rembourser les titres détenus si la société en question fait faillite. La beauté des CDS est que l'on peut s'assurer contre le non-remboursement de titres que l'on ne détient pas ! Les fonds de Paulson vont donc amasser des CDS pour jouer sur la défaillance de toutes ces structures qui ont émis des titres adossés à des crédits immobiliers.

C'est bien beau d'avoir les outils. Encore faut-il construire le mécanisme. Pour cela, Paulson va être aidé par certaines banques qui avaient flairé, elles aussi, le retournement imminent du marché. Telles Deutsche Bank et Goldman Sachs. Cette dernière va en effet permettre à Paulson de jouer un rôle important – mais secret – dans la sélection de titres immobiliers particulièrement fragiles. Goldman Sachs va les rassembler dans un CDO, qui est une sorte de château de cartes : c'est un véhicule qui émet des titres qui sont garantis par des obligations qui sont elles-mêmes adossées à de l'immobilier. Les titres de ce CDO, qu'il baptisera Abacus, sont vendus à quelques grands investisseurs qui ignorent totalement qu'ils sont désignés pour être les premiers pigeons à être tirés quand la chasse sera ouverte. Ils perdront 1 milliard de dollars, et les fonds de Paulson en gagneront autant.

Car après avoir rongé son frein pendant toute l'année 2006, Paulson exulte : dès le début 2007, son pari commence à rapporter. Lorsque le 7 février 2007, New Century, le numéro deux des courtiers immobiliers



Michael Burry, comme John Paulson, a flairé le bon filon. En 2015, le film « The Big Short » leur est consacré. En français, le titre a été traduit en « Le casse du siècle ».

américains, révèle ses problèmes, Paulson engrange ce jour-là 1,3 milliard de dollars de gains! L'un dans l'autre, en 2007, les fonds gérés par Paulson empocheront 15 milliards de dollars. Un record. Et Paulson lui-même, à titre personnel, gagnera plus de 4 milliards. En 2008, le *hedge fund* accroîtra encore ses gains de 5 milliards. Vingt milliards au total! C'est bien le coup financier le plus fumant de l'histoire, bien plus que la spéculation de George Soros contre la livre sterling qui, en 1992, avait rapporté au spéculateur hongrois 1,1 milliard de dollars.

John Paulson n'est pas le seul à avoir eu cette intuition. Un ancien neurologue devenu directeur de *hedge funds*, Michael Burry, l'a eue, lui aussi, à peu près au même moment.

Michael Burry est, comme Paulson, un homme qui s'intéresse aux fondamentaux. Il a réalisé avec son fonds, Scion Capital, des rendements très élevés au début des années 2000 en spéculant sur les valeurs délaissées. Et dès le mois de mai 2005, il commence lui aussi à parier contre les *subprimes* en allant voir Goldman Sachs et en lui demandant de lui vendre des CDS sur ces produits.

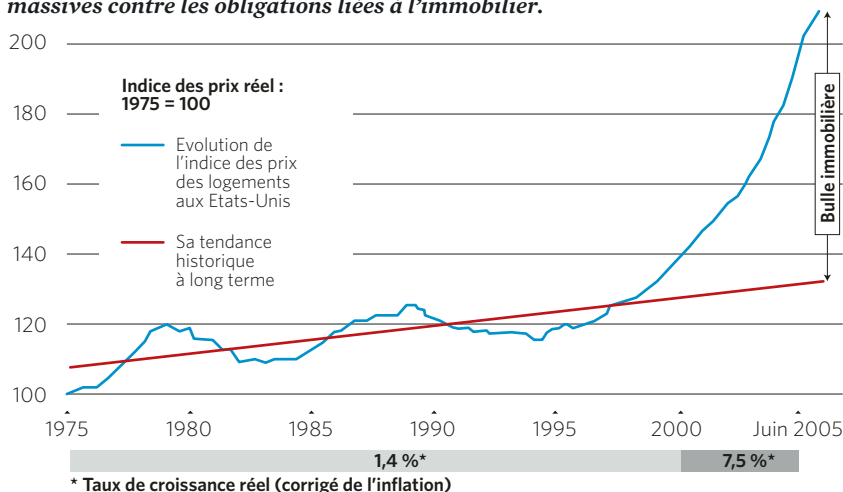
A deux doigts de la faillite

Le fait d'avoir eu raison parmi les premiers le met toutefois à deux doigts de la faillite: pendant la moitié de l'année 2005, puis les trois quarts de l'année 2006, le pari contre les *subprimes* se révèle perdant: l'achat des CDS coûte de l'argent et les titres liés à l'immobilier ne s'effondrent pas, au contraire. John Paulson a les mêmes problèmes, mais lui, grâce à son réseau,

LA PREUVE

SOURCE : RAPPORT « WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS » RÉDIGÉ PAR LE « PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS » DU SÉNAT AMÉRICAIN.

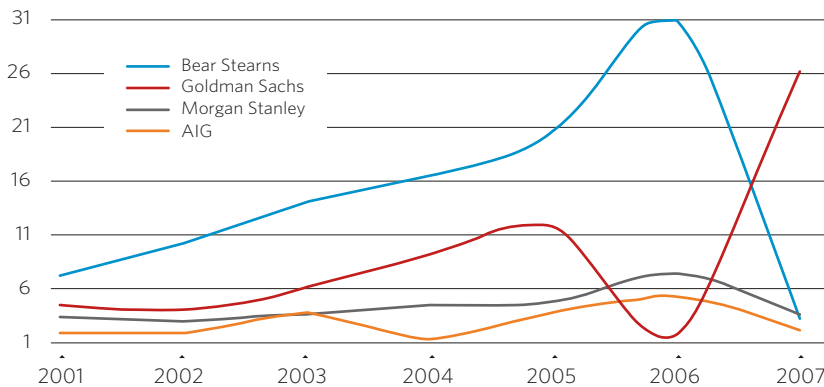
C'est ce graphique réalisé par Paolo Pellegrini qui a décidé John Paulson, au cours de l'été 2005, à prendre des positions massives contre les obligations liées à l'immobilier.



ET À LA FIN, C'EST GOLDMAN SACHS QUI GAGNE

SOURCE : PROF. JOHN THORNTON (« BEAR STEARNS: A FINANCIAL ANALYSIS OF THE FIRST DOMINO TO FALL »), KENT STATE UNIVERSITY

Evolution du bénéfice par action de quelques grandes institutions financières américaines (en dollars)



peut lever des fonds supplémentaires pour tenir ses positions. Michael Burry, non. Certains investisseurs commencent à retirer leur argent de Scion Capital, dont les parts, en 2006, affichent une perte de 17%. Mais Michael Burry s'entête, et loge les investissements en CDS dans une structure particulière, dont aucun investisseur ne peut plus sortir librement. Ces derniers hurlent... jusqu'au printemps 2007. Quand Michael Burry liquide ses positions, on sabre le champagne: Scion affiche un return de 490% et réussit une plus-value de 700 millions de dollars.

D'autres encore touchent le jackpot. Un

groupe de jeunes investisseurs (Charlie Geller, Jamie Shipley, Ben Hockett, etc.) qui avaient créé un tout petit fonds d'investissement (Cornwall) avec une mise initiale de 110.000 dollars se sont spécialisés dans les stratégies asymétriques: ils prennent des positions sur lesquelles le risque de perte est réduit mais où le gain peut être très grand. Les gestionnaires de Cornwall entendent parler des positions prises par Scion et Paulson à l'encontre des *subprimes*. Ils se renseignent et décident, eux aussi, de faire de même. Cornwall, à ce moment-là, pèse 1,5 million de dollars. Lorsque les *subprimes* explo- ➔

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

sent, le fonds empoche 80 fois la mise et sa valeur passe de 1,5 à... 120 millions de dollars d'actifs.

Quelques-uns, dans les banques d'affaires, allèrent eux aussi à contre-courant. Greg Lippmann, le responsable à la Deutsche Bank du *trading* des ABS, ces titres adossés à des actifs, est de ceux-là. Il voit lui aussi venir l'effondrement des obligations liées à des crédits immobiliers. Alors que son département vend à des clients ce type de titres, il prend des positions contre ces titres, des positions qui feront gagner 1,5 milliard de dollars à sa banque.

Banquiers schizos

Mais la Deutsche Bank, schizophrène, avait aussi, à l'inverse, un gros portefeuille de titres liés aux crédits immobiliers, d'une valeur de 25 milliards de dollars. La schizophrénie a parfois du bon: la banque ne perd «que» 4,5 milliards de dollars car, avec le doute instillé par Greg Lippmann et son équipe, elle avait couvert une partie de son exposition.

En revanche, elle n'avait pas averti ses clients du risque croissant. Quelques mois avant l'effondrement, alors qu'au même moment, dans ses e-mails, Greg Lippmann qualifie les titres de CDO de «m...», la banque allemande crée encore un CDO, Gemstone 7, rempli de titres particulièrement risqués. Ce véhicule est fabriqué avec HBK, un *hedge fund* de Dallas qui, par ailleurs, prend des positions contre les titres immobiliers! La vente des titres Gemstone, entre janvier et mars 2007, est agressive: il y a des *road shows*, dans lesquels on insiste sur le faible degré de défaillance des valeurs immobilières, sur l'expertise de HBK et Deutsche Bank, etc. Les investisseurs achètent du Gemstone pour 700 millions de dollars. HBK et Deutsche Bank se retrouveront malgré tout avec 400 millions de dollars d'inventés sur les bras. Une bonne partie des titres Gemstone seront dégradés en novembre 2007 et ne vaudront plus que 2% de leur valeur initiale en janvier 2008.

Goldman la fabuleuse

Il y avait donc des conflits d'intérêts au sein même des banques, dont certains employés vendaient des titres immobiliers à leurs clients alors que d'autres pariaient sur leur effondrement. Une institution symbolise à elle seule ces conflits (cynisme compris): Goldman Sachs. Cette banque

d'affaires se rend compte plus tôt que les autres que le marché va se retourner. Elle prend alors – même si elle s'en est défendue plus tard – de grandes positions vendeuses qui lui permettront finalement de réaliser des gains substantiels.

Son CEO, Lloyd Blankfein, l'avoue dans un e-mail interne envoyé à quelques cadres à la fin de l'année 2007: «Bien sûr, nous n'avons pas évité le futoir de l'immobilier. On a perdu de l'argent. Et puis, on s'est refait, et même au-delà, grâce à des *shorts*». Divers rapports montrent en effet que ces positions permettront à Goldman Sachs d'engranger en 2007 une plus-value de 3,7 milliards de dollars en spéculant contre ces titres immobiliers. Ce qui lui permettra,

in fine, de terminer l'année 2007 sur un bénéfice record de 11,6 milliards de dollars et de réduire ses positions toxiques en 2008, année qu'elle terminera sur un bénéfice de 2,3 milliards. En 2009, Goldman Sachs écrase les autres banques d'affaires en affichant un bénéfice net de 13 milliards. Pendant ce temps, Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Citigroup et d'autres publient des pertes abyssales.

Goldman Sachs réussit donc à sortir de la crise par le haut, mais en enfonçant parfois la tête de certains de ses clients. On l'a vu plus haut avec Abacus, elle n'a pas hésité à impliquer le *hedge fund* de Paulson dans la construction d'un véhicule d'investissement destiné à ses clients,

DES MILLIERS DE BELGES ont profité de la crise immobilière en Espagne pour s'offrir une logement et une terrasse au soleil.



CHEZ NOUS AUSSI

Il y a eu ceux qui ont anticipé le retournement du marché. Mais il a eu aussi ceux qui ont pu profiter, lorsque la crise a éclaté, de toutes les mesures mises en place. Et certains de ces gagnants sont belges.

Le pouvoir public qui, chez nous, a remporté la mise est jusqu'à présent sans contester la Région flamande. En prêtant très cher à la KBC, elle a réussi à engranger une plus-value d'environ un milliard

d'euros. Mais une série de particuliers ont également bénéficié de la crise.

Il s'agit de tous ceux qui ont emprunté ou refinancé leur prêt, en profitant des taux extrêmement bas. En termes de production de crédits hypothécaires, 2010 et 2011 ont été des années records, avec 26 et 27 milliards d'euros de nouveaux crédits. Entre 2009 et le début de cette année 2018, l'encours des crédits hypothécaires a aug-

menté de 80 milliards d'euros, passant de 147 à 227 milliards d'euros. Et puis, certains Belges ont également franchi les frontières pour profiter de l'effondrement des prix dans le sud de l'Europe. Et plus particulièrement en Espagne, où entre 2008 et 2015 les prix ont chuté de 40%. Dans le courant de l'année 2008, 540 compatriotes avaient acquis un bien dans ce pays. En 2017, ils étaient plus de 3.900.



Le «fabuleux» Fabrice Tourre, à l'ego surdimensionné, lors de son passage devant la commission sénatoriale américaine en 2010.

SCORIX

mais contre lequel Paulson pariait. Entre la fin 2006 et la mi-2007, Goldman Sachs vend ainsi pour 1 milliard de titres Abacus à quelques clients, dont les banques européennes ABN Amro et IKB. Dans le même temps, elle se défait des propres titres Abacus qu'elle a en portefeuille. Ces titres vont perdre 99% de leur valeur et la SEC, le gendarme de la Bourse, va enclencher une enquête pour fraude contre Goldman Sachs et le responsable londonien au cœur de la machine Abacus: le Français Fabrice Tourre.

Cynique et inconscient, Fabrice Tourre, tourmenté par un ego hypertrophié, s'appelait lui-même «le fabuleux Fabrice». Il envoyait des e-mails qui se révéleront accablants. Tel celui-ci, qui date de janvier 2007: «Le bâtiment tout entier est sur le point de s'effondrer à n'importe quel moment maintenant. Seul survivant potentiel: le fabuleux Fab, debout au milieu de toutes ces transactions complexes exotiques, à fort effet de levier, qu'il a créées sans forcément comprendre toutes les implications de ces monstruosité!!!». Aujourd'hui, Fabrice Tourre enseigne la finance à la Copenhagen Business School.

Merci le Trésor

Si Goldman Sachs a gagné, c'est aussi grâce au Trésor américain. Car la banque devait, comme les autres banque d'affaires, financer ses positions gagnantes en empruntant. Or, on l'a vu avec Bear Stearns, Lehman Brothers, Fortis et Dexia, ce qui a fait tomber les banques en 2008, c'est que personne ne voulait leur prêter de l'argent! Si Goldman Sachs a survécu, c'est parce que les autorités américaines, après

la chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, ont permis aux survivants, Morgan Stanley et Goldman Sachs en tête, de prendre le statut de banques commerciales «classiques» et de pouvoir donc venir s'abreuver aux facilités de crédits que la banque centrale américaine offre à ce type de banque. Goldman Sachs a ainsi pu bénéficier des prêts d'urgence que le gouvernement américain a accordé aux banques dans le cadre du plan TARP. En octobre 2008, Goldman Sachs emprunte 10 milliards de dollars au Trésor américain,

Seuls une vingtaine d'investisseurs ont eu le courage d'aller contre la tendance moutonnaire.

ce qui lui permet de passer les turbulences sans encombre. Un prêt remboursé quelques mois plus tard...

Ce n'est d'ailleurs pas le seul coup de pouce public à Goldman Sachs. La banque avait spéculé contre l'immobilier en achetant des CDS et diverses assurances à AIG. Mais en septembre 2008, AIG est en faillite. Goldman Sachs, de même que Deutsche Bank, Société Générale et une soixantaine d'autres banques clientes d'AIG, réussissent quand même à recevoir leur argent: le Trésor américain a en effet renfloué l'assureur à hauteur de 160 milliards de dollars et a accepté qu'un bon tiers de cette somme serve à payer les spéculateurs. Goldman reçoit, à elle seule, 14 milliards de dollars.

Qu'il y ait eu des gagnants dans cette crise n'est pas étonnant. Il y en a toujours. Le plus surprenant, c'est qu'il y en ait eu

si peu: selon Michael Lewis, l'auteur du best-seller *The Big Short*⁽¹⁾, seuls une vingtaine d'investisseurs ont eu le courage d'aller contre la tendance moutonnaire qui voyait l'immobilier américain et les rendements des titres associés grimper jusqu'au ciel.

« Illusions statistiques »

Tout étonnant, aussi, est le fait que les autorités américaines n'aient rien vu venir. Dans une tribune publiée en avril 2010 dans le *New York Times*, Michael Burry s'interroge: «J'ai vu venir la crise. Pas la Fed. Pourquoi?». Pourtant, dès 2003, les emprunteurs avaient piétiné leur gestion du risque en vendant des emprunts sur lesquels les emprunteurs ne payaient plus que les intérêts, rappelle-t-il. Puis rapidement, puisque le volume des nouveaux crédits importait plus que leur qualité, ces emprunts avaient été vendus à des clients de moins en moins solvables. Et ces crédits avaient été rassemblés puis saucissonnés pour être vendus par tranches à Wall Street... Tout cela était clair pour celui qui voulait voir. Et à partir de 2005, Michael Burry ne cache d'ailleurs pas ses prises de position, expliquées dans ses lettres régulières aux investisseurs.

Pendant ce temps, le patron de la Fed d'alors, Alan Greenspan, encourage encore les emprunteurs à s'endetter davantage. En avril 2005, il loue l'efficacité du marché et le développement des prêts *subprimes*: «Alors qu'auparavant des candidats marginaux (aux crédits hypothécaires) auraient été simplement rejetés, les prêteurs sont aujourd'hui capables de jauger ce risque et de lui attribuer un prix approprié». Un jugement qui, avec le recul, paraît diablement téméraire.

Alan Greenspan ne reconnaîtra jamais son erreur. Quand en 2010, un journaliste de l'agence Bloomberg lui demande pourquoi il n'a pas été alerté par les avertissements de gens comme Michael Burry, il répondra: «C'était des illusions statistiques». Des illusions? Elles se sont traduites, pour ceux qui y ont cru, en milliards de dollars de gains, bien palpables... Et pour ceux qui les ont ignorées, par des centaines de milliards de pertes, bien réelles aussi, hélas. ©

⁽¹⁾ « *The Big Short, Inside the Doomsday Machine* », Michael Lewis, Norton & Cy, 2010. Le livre est aussi devenu un film, réalisé par Adam McKay. A lire aussi: « *The Greatest Trade Ever* », de Gregory Zuckerman.



GOURMANDISE ET MANQUE DE GOUVERNANCE :
LE GÉANT DE LA BANCASSURANCE A CHUTÉ EN QUELQUES MOIS

Les dernières heures de Fortis

Comment, dans les premiers jours de septembre, Fortis est tombé, pour ne jamais se relever.

PIERRE-HENRI THOMAS

L'histoire avait pourtant bien débuté. Le 30 mars 2007, Fred Goodwin, le patron de Royal Bank of Scotland, se rendait à Bruxelles pour proposer à Jean-Paul Votron et Maurice Lippens, le duo à la tête de Fortis, le deal le plus alléchant dont ils auraient jamais rêvé. La banque espagnole Santander travaillait avec la banque britannique sur une offre d'achat d'ABN Amro. Et Sir Goodwin demandait ni plus ni moins à Fortis de jouer le troisième larron: le trio dépecerait le groupe néerlandais.

Rock, Fire, Sand

Andrea Orcel, banquier vedette de Merrill Lynch en Europe, était à la manœuvre. Il proposa, sous le nom de code de «Projet Rock, Fire, Sand», un plan de découpe de la proie. Rock, Fire, Sand, pour Royal Bank of Scotland, Fortis, Santander. Le dépeçage donnerait à Fortis un vrai réseau bancaire aux Pays-Bas, une belle banque privée et un grand pôle de gestion d'actifs.

Mais la proie s'était rebiffée. Ayant eu vent du projet, Rijkman Groenink, le patron d'ABN Amro, avait alors convaincu un chevalier blanc – la banque Barclays – de monter au front pour sauver le groupe d'une vente par appartements. Le 24 avril, Barclays mettait son jeu sur la table. Elle offrait 64 milliards d'euros aux actionnaires de la banque néerlandaise, en partie en cash, en partie en actions. Quatre jours plus tard, Royal Bank of Scotland répliquait avec une offre valorisant ABN Amro à 71,1 milliards, dont 24 milliards à charge de Fortis. Colossal. C'était le plus gros deal de l'histoire bancaire.

Encore fallait-il convaincre les actionnaires de Fortis de monter dans ce bateau. Aussi, le 6 août, pour



emporter la décision, le management de Fortis loue deux hélicoptères et vole d'une assemblée d'actionnaires à l'autre - Fortis, binational, dispose de deux sièges sociaux, l'un à Bruxelles, l'autre à Utrecht. Les actionnaires disent oui à 93% à Bruxelles, et à 96% à Utrecht. La victoire est acquise mais, pour réussir, l'offre publique d'achat doit encore lever un dernier obstacle, car Barclays a maintenu la sienne. Les deux OPA concurrentes, celle de Barclays et celle du consortium, ont eu lieu à l'automne. Début novembre, Barclays jette l'éponge et reconnaît sa défaite.

Oui, tout avait donc bien débuté... Mais les ennuis s'accumulent rapidement. Nous sommes alors dans la deuxième moitié de 2007. La crise des *subprimes* commence à miner le marché américain. Et Fortis doit trouver à financer une ardoise de 24 milliards qu'il a certes

payée, mais en demandant à un consortium bancaire européen de lui octroyer une ligne de crédit temporaire de 10 milliards d'euros. Par-dessus le marché, la Commission européenne met son nez dans l'opération et exige de Fortis qu'il vende certains actifs afin de ne pas avoir de positions dominantes dans le marché néerlandais. Le groupe doit notamment se défaire de la petite banque Hollandsche Bankunie qu'il possède déjà aux Pays-Bas. Or, fin 2007, déjà, plus personne n'est vraiment intéressé par des actifs bancaires.

Un avertissement qui fait mal

Le bancassureur augmente son capital de 1,5 milliard d'euros en septembre 2007 et planifie une levée de fonds d'obligations. Mais il compte aussi sur une nette hausse de ses résultats opérationnels pour payer l'addition. Fortis a débauché à

la Société générale une équipe de spécialistes dans la titrisation des créances hypothécaires et compte bien sur ce nouveau métier pour dégager, à l'instar des banques d'affaires américaines, de plantureux profits. En 2007, la fabrique de titres structurés du groupe possède déjà dans ses entrepôts environ 6 milliards d'euros de ces fameux CDO. Cependant, à la fin de l'année, ces titres deviennent toujours plus difficiles à vendre et commencent à perdre de leur valeur. La crise des *subprimes* rattrape Fortis au plus mauvais moment.

Le 27 janvier 2008, le groupe, pressé par la CBFA, le gendarme financier et bancaire, est donc contraint de publier un avertissement qui fait mal. Les turbulences du marché devraient lui imposer de passer au bleu 2,4 milliards d'actifs toxiques en 2007. Cela n'empêche pas Fortis d'annoncer, le 7 mars, un bénéfice annuel de 4 milliards, mais les analystes sont nombreux à souligner qu'il est flatté des plus-values dégagées sur des ventes d'actifs.

Le mois de janvier est difficile. La suite du premier semestre sera un enfer. Les objectifs de résultats ne sont pas atteints, et les équipes financières courent derrière des sources de financement qui s'évanouissent. La nervosité devient palpable aux plus hauts étages du management. Pourtant, une bonne partie du chemin a déjà été réalisée dans les derniers mois de 2007, après que Fortis a vendu sa part dans la joint-venture espagnole CaiFor (pour environ 1 milliard d'euros), émis deux obligations convertibles pour un total de 5 milliards et signé avec la société Ping An un accord qui devrait permettre à l'assureur chinois de prendre 50% de Fortis Investments (la gestion d'actifs) pour 2,15 milliards de dollars.

« On my dead body »

Mais ce n'est pas suffisant. Même dans un scénario dynamique, tenant compte des bénéfices que la banque devrait engranger au fil des semestres sui- ➔



ASSEMBLÉE GÉNÉRALE
de Fortis, à Utrecht, pour avaliser
l'OPA sur ABN Amro, en août 2007.
A l'époque, l'optimisme est de mise.

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

vants, il manque encore, en ce début 2008, plusieurs milliards de capital (deux ou trois au minimum) pour boucler l'opération ABN Amro et stabiliser le groupe. La chute de Bear Stearns, en mars 2008, n'arrange pas les choses. Ni la vente de Hollandsche Bankunie à Deutsche Bank pour un prix dérisoire, qui occasionne une perte de 900 millions d'euros dans les livres de Fortis. Et l'accord avec Ping An n'est pas encore en poche, car le groupe chinois a la possibilité de se rétracter jusqu'en octobre.

Le 7 avril 2008, un «risk and capital committee» est constitué au sein de Fortis pour piloter le groupe dans les turbulences qui s'annoncent. Il est constitué entre autres du CEO Jean-Paul Votron, du COO Herman Verwilt, du CFO Gilbert Mittler, du Néerlandais Peer Van Harten (le patron de l'assurance) et d'autres membres du management.

Quelques semaines plus tard, le 26 juin, Fortis rend public un plan de solvabilité qui se compose d'un placement accéléré de 1,5 milliard d'euros de nouvelles actions au prix bradé de 10 euros, de l'annonce de nouvelles ventes d'actifs non stratégiques pour 1,5 milliard d'euros et de la suppression du paiement d'un dividende intérimaire. Il est aussi décidé – coup de massue pour les investisseurs – de payer le dividende 2008 en actions, et non pas en cash. Les vieux actionnaires, à qui Maurice Lippens avait juré «on my dead body» peu avant l'assemblée des actionnaires d'avril que Fortis laisserait sa politique de dividende inchangée, sont verts de rage. Chez Fortis, on se rend compte que pour regagner leur confiance, il faut un geste fort. Deux semaines plus tard, le 11 juillet 2008, afin de les calmer, le conseil d'administration, au terme d'une réunion dramatique, sacrifie Jean-Paul Votron et Gilbert Mittler. Herman Verwilt est désigné CEO.

Le 4 août, Fortis publie ses résultats du deuxième trimestre: ils sont encore positifs, à hauteur de 830 millions d'euros, mais ne représentent que la moitié de ce que le groupe avait réalisé au cours de la même période un an plus tôt. «L'environnement est de plus en plus difficile sur de nombreux fronts, avoue Herman Verwilt qui ne peut cacher les difficultés de plus en plus grandes dans lesquelles se débat l'institution.

Car au sein du département comptable,

on prépare déjà la publication des résultats du troisième trimestre. Et ils risquent de faire très, très mal. Fortis devra enregistrer une nouvelle perte de 1 milliard, causée par son portefeuille de CDO.

Le projet Harbor

Fortis n'a pas les moyens de supporter une telle opération vérité sans une recapitalisation. Mais qui veut encore investir dans les banques en ce début du mois de septembre? Comme une tuile ne vient jamais seule, la DNB, la banque centrale néerlandaise, met sans cesse des bâtons dans les roues du groupe. Elle refuse, entre autres, de donner son feu vert à la vente exigée par l'Europe de Hollandsche Bank-Unie à Deutsche Bank qui était le seul et l'unique acquéreur. Or la Commission européenne exige que les cessions qu'elle a demandées soient effectives pour le 3 octobre au plus tard. Il faut une réunion avec l'Europe et le gen-darme bancaire néerlandais, au début du mois de septembre, pour arracher l'accord des Néerlandais, qui n'ont pas encore digéré l'acquisition d'ABN Amro.

Fortis vacille, mais le coup de grâce

vient de la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre. Quelques heures après la chute de la banque d'affaires américaine, Fred Bos, le patron de Fortis Private Banking, et Lars Machenil, le nouveau directeur financier, font part de leur grande inquiétude dans un mail adressé à Herman Verwilt: «nous voudrions attirer ton attention sur le fait que le plan de solvabilité de Fortis (*celui annoncé le 26 juin, Ndlr*) est en train de manquer son objectif», écrivent-ils, en estimant qu'il est «too little, too late». Trop restreint et trop tardif.

Sur le terrain, les clients s'inquiètent et la fuite des dépôts commence. Herman Verwilt est informé le 18 septembre que certains clients néerlandais, poussés notamment par Rabobank, commencent à retirer leurs avoirs de certaines agences. Le même jour, on rapporte au patron de Fortis ce qui se dit dans les salles de marché. Un analyste «ami» souligne que le groupe doit urgemment annoncer une grande vente d'actifs. «L'absence d'annonce ces prochaines semaines pourrait être désastreuse», ajoute cette bonne âme. Le management

LES SOLUTIONS ISLANDAISES POUR LA PROCHAINE CRISE

L'Islande montre-t-elle la voie? La petite île a en tout cas appréhendé la crise avec des méthodes qui pourraient bien servir à nos pays financièrement exsangues lors des prochaines turbulences. En 2008, l'Islande n'avait pas les moyens de régler ses énormes problèmes sur base de ses seuls fonds publics. Le pays a donc eu recours à des méthodes brutales mais extrêmement efficaces. Aujourd'hui, l'économie islandaise a affiché une croissance de 4,3% en 2013, 2,2% en 2014, 4,3% en 2015, 7,5% en 2016, 3,6% en 2017 et devrait dépasser les 3% cette année encore. Comment les Islandais ont-ils fait? D'abord, ils ont permis aux banques,

qu'ils ont nationalisées, de faire défaut sur leurs dettes. Ils ont aussi bloqué les avoirs étrangers et imposé un contrôle des changes afin d'éviter une fuite des capitaux. Parallèlement, ils ont protégé leurs déposants nationaux. Les dettes des particuliers, souvent des crédits hypothécaires, qui étaient libellées en devises ou liées à des devises étrangères, ont été déclarées illégales. Ces dettes se révélaient impayables en raison du plongeon de la couronne islandaise. Ce procédé radical a bénéficié à un quart de la population. Ensuite, ils ont mis leurs banquiers en prison. L'Islande est la nation qui, de loin, a été la plus sévère

dans ce domaine. Les électeurs islandais ont aussi fait la révolution, rédigeant une nouvelle constitution, et ils ont rejeté les conditions (réduction des dépenses publiques, remboursement des déposants étrangers) que le Fonds monétaire international, qui avait prêté 1,6 milliard de dollars au pays, lui avait imposées. Enfin, ils ont réorienté leur économie. L'Islande a considérablement développé ses ressources touristiques et du coup, le pays accueille désormais 2,2 millions de touristes par an, contre seulement 300.000 avant la crise, ce qui lui permet d'afficher désormais un surplus de sa balance courante.



JEAN-PAUL VOTRON ET MAURICE LIPPENS
lors de l'assemblée générale annuelle de Fortis
en avril 2008. Une tension palpable.

BELGAINAGE

du groupe a deux solutions, et il le sait: soit annoncer une grande vente d'actifs, voire céder ses activités d'assurances, soit s'adosser à un autre groupe plus solide.

Le 19 septembre, un petit groupe comprenant Maurice Lippens, Herman Verwilt, Gilbert Mittler (devenu conseiller) travaillent dans le plus grand secret sur cette dernière option. Gilbert Mittler baptise ce projet Harbor (port), qui ne sera connu ni du comité exécutif ni du conseil d'administration. «Si jamais le bruit se répand que nous cherchons un Harbor, ce serait une catastrophe», écrit Maurice Lippens. Divers candidats repreneurs sont évoqués: Société générale, Crédit agricole, BNP, Santander voire ING.

Harbor n'est donc pas évoqué lors du comité exécutif de la banque qui se tient le même jour dans l'après-midi. Une réunion lugubre. Les consultants insistent sur le fait que Fortis, lors de la prochaine publication de ses résultats, doit mettre à niveau la valeur réelle des actifs d'ABN Amro qu'il a acquis. Cela signifie qu'il doit passer au bleu entre 5 et 13 milliards d'euros, un montant qui correspond à l'écart entre ce que le groupe a payé pour ABN Amro et ce que cet achat vaut désormais réellement. Il paraît de plus en plus douteux que Ping An reçoive l'accord des autorités chinoises pour acheter 50% de Fortis Investments. On cherche donc dans les tiroirs quels bijoux de famille peuvent encore être vendus. La Pologne? La Turquie? Le management est sur les nerfs. Quand

Herman Verwilt rentre chez lui à 19 heures ce jour-là, il n'en peut plus. *Time is up*. «Le 19 septembre, j'ai finalement démissionné. Je suis rentré chez moi, j'ai fermé les rideaux et j'ai dormi pendant plusieurs jours», dira-t-il plus tard. Quatre jours après la faillite de Lehman, Fortis se retrouve sans tête.

« Comment négocier un deal en un week-end? »

Du 20 au 25 septembre, la situation se dégrade toujours plus. Les clients, privés mais surtout les grands institutionnels, retirent leurs dépôts et les banques ne désirent plus financer le groupe.

Janvier 2008 était difficile? La suite du premier semestre sera un enfer. Les objectifs de résultats ne sont pas atteints, et les équipes financières courent derrière des sources de financement qui s'évanouissent.

Nous sommes le vendredi 26 septembre, à l'aube. Il est 6h45. Maurice Lippens est levé et constate qu'il a reçu un appel du président de la CBFA Jean-Paul Servais. Il le rappelle et trouve au bout du fil un homme très nerveux. Servais a jeté un coup d'œil aux dernières données financières du groupe et ce qu'il voit le tétanise: le problème de liquidités de Fortis est «terrible» (dixit Servais). Le groupe est «complètement à sec» et le gendarme bancaire lui enjoint de trouver un partenaire pendant le week-end.

Maurice Lippens se rend alors directement rue Royale, dans son bureau, et

décroche son téléphone pour appeler Filip Dierckx, nouveau président du comité de direction de Fortis Banque. Il racontera plus tard l'entretien à un groupe d'enquêteurs néerlandais. - Tu n'a pas été bavard et maintenant, nous avons un vrai problème, attaque-t-il. - Oui, c'est arrivé soudainement, répond Filip Dierckx. Maurice Lippens est décontenancé. «Il me disait cela très calmement, alors que vraisemblablement, nous ne pourrions pas faire face aux problèmes de liquidités, en dollars notamment.»

Comment se faisait-il que lui, Maurice Lippens, ait été informé de la situation

par la CBFA, et non par le management? «J'étais choqué. J'en avais le tournis, avoua-t-il encore aux enquêteurs. Je ne pouvais pas comprendre comment cela avait été si loin sans que j'en sois averti.»

Il est 8h37 quand Maurice Lippens, après avoir eu cette conversation avec Filip Dierckx, envoie un mail à Dominique Lancksweert, le responsable Benelux de la banque d'affaires Morgan Stanley. L'intitulé du message témoigne de l'état d'esprit du président de Fortis: il s'intitule «The end». Voici son contenu. «Dominique, Servais exige de nous de nous adosser à quelqu'un. Filip parle ➤

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

en ce moment à Bergen (*patron de la KBC, Ndlr*). Puis on verra Tilmant (*patron d'ING, Ndlr*), puis BNP. Mais comment est-ce qu'on négocie un deal en un week-end (demande de Servais)? I need a framework, you must have models. Muru (*le réassureur Munich Re, Ndlr*) pourrait être un quick one too. Toutes les forces là-dessus too. Board dimanche sans doute. Hurry. Maurice»

Ce 26 septembre est une journée d'apocalypse. Alors que l'action est matraquée en Bourse et que les dernières liquidités s'évaporent, le management essaie de sauver les meubles. Le département communication veut un message fort avant midi. Herman Verwilst, malade, revient rue Royale pour parler à la presse en fin de matinée. Il se veut rassurant: «Nous avons déjà réalisé la rentrée de 3,1 milliards d'euros, il reste à trouver 5,2 milliards d'euros» en vendant des actifs non stratégiques. Ajoutant: «Il n'est pas du tout d'actualité que Fortis puisse faire faillite. Il n'y a pas la moindre probabilité que nous ayons à faire face à un problème à ce sujet».

Mais le message, délivré par un CEO pâle et nerveux, ne passe pas. Un analyste

se souvient: «C'était surréaliste. Nous étions là, devant nos écrans. Au fur et à mesure que Verwilst parlait et disait que tout allait bien, l'action s'enfonçait toujours plus». En fin de journée, le titre aura dévissé de 20%. Fortis n'est plus maître de son sort.

«Il y a un deal si l'on veut»

Car en coulisses, c'est bien de la vente totale du groupe qu'il s'agit. Gilbert Mittler est au chevet de son épouse qui est hospitalisée. Il envoie un mail, à 10h38, à Maurice Lippens sur un possible scénario impliquant Santander, qu'il appelle «X»: «Voici en bref un scénario sur lequel j'ai discuté avec Herman (*Verwilst, Ndlr*). (...) Une fuite tuerait l'idée; (...) en voici les grandes lignes: 1) X apporte ses activités d'assurances et de gestion d'actifs à Fortis. Cela permet à X de réaliser une plus-value et de renforcer sa solvabilité. X détient une position importante dans Fortis. 2) Fortis regroupe (les nouvelles et anciennes activités) la gestion d'actifs et les assurances dans «Fortis 1» et la banque et la holding dans «Fortis 2». 3) X échange ses actions Fortis contre les actions de Fortis 2 (la banque). 4) X reca-

pitalise Fortis Banque. Résultat: X détient la banque (il aime la banque privée) et a désinvesti dans la gestion d'actifs et l'assurance. Les actionnaires de Fortis terminent avec une compagnie d'assurances et une société de gestion d'actifs plus importantes, et plus de banque.»

Maurice Lippens est réservé: «Je crains que nous ne manquions de temps. Cela ne peut pas se faire en un week-end», répond-il. Gilbert Mittler revient à la charge: «Les mots ne nous sauveront pas, écrit-il dans un mail à Herman Verwilst. Des actes sont nécessaires. Il y a un deal si l'on veut. (...) Cela a été testé avec X et ils attendent notre appel.» Mais le stress est trop important, l'urgence trop grande: personne du management de Fortis ne prendra l'avion pour aller trouver Emilio Botin, le patron de Santander.

Un conseil d'administration est convoqué à 15h. Filip Dierckx, qui sera nommé CEO ad interim quelques heures plus tard, explique que les liquidités seront épuisées à la fin de la journée, et qu'il faut demander une aide d'urgence à la Banque nationale. La BNB tient un conseil de stabilité financière qui durera

BELGIMAGE

LA SUITE DE L'HISTOIRE EN QUELQUES DATES-CLÉS

Le récit de la reprise de Fortis ne se termine pas, évidemment, ce lundi 29 septembre 2008.

1^{er} octobre 2008. Le rachat de 50% de Fortis Investments par le groupe chinois Ping An est annulé.

3 octobre 2008. Les Pays-Bas, après avoir dénoncé l'accord du 29 septembre et n'avoir jamais versé les 4 milliards d'euros promis, veulent reprendre leurs billes. Ils estiment avoir acheté leur part de Fortis trop cher (ils paient 1,2 fois la valeur comptable, alors que la Belgique ne paie sa part que 0,4 fois). En outre, les actifs de Fortis Assurances ont été gagés au profit de la Belgique. Et aux Pays-Bas, l'accord est vertement critiqué pour avoir omis de «sécuriser» les actifs d'ABN Amro. Les Pays-Bas décident donc de racheter l'intégralité des activités de banques et d'assurances

de Fortis aux Pays-Bas, y compris les actifs d'ABN Amro, pour 16,8 milliards d'euros.

6 octobre 2008. L'Etat, via la SFPI, acquiert 99% de Fortis Banque. Un premier accord entre la Belgique et BNP Paribas donne au groupe bancaire français 100% de l'assurance belge et 75% de Fortis Banque, les 25% restants étant détenus par l'Etat belge.

12 décembre 2008. La cour d'appel de Bruxelles ordonne que les décisions prises par le holding Fortis les 3, 5 et 6 octobre (le rachat par BNP et par l'Etat néerlandais) soient approuvées par les actionnaires. Cet arrêt sera cassé par la Cour de cassation en février 2010.

19 décembre 2008. Le gouvernement d'Yves Leterme démissionne, ébranlé par des rumeurs de pressions exercées par le cabinet du Premier

ministre sur la justice. Herman Van Rompuy devient Premier ministre.

30 janvier 2009. L'Etat belge, Fortis holding et BNP Paribas tombent d'accord sur un réaménagement des conditions relatives à la cession des actifs belges de Fortis à BNP Paribas. Les actionnaires de Fortis conservent 75% des activités d'assurances (sauf les activités aux Pays-Bas rachetée par l'Etat néerlandais). BNP détient les 25% restants. Fortis devient Ageas.

31 mars 2009. Fortis/Ageas annonce une perte de 28 milliards sur l'année 2008.

28 et 29 avril 2009. Dans une atmosphère chaotique, les actionnaires de Fortis approuvent la vente à BNP Paribas.

13 juillet 2018. Une série d'actionnaires de Fortis s'étaient regroupés dès le début sous

diverses bannières pour contester les opérations de sauvetage et de démantèlement du groupe, estimant également qu'ils n'avaient pas été correctement informés par Fortis sur divers points (ses résultats 2007-2008, le rachat d'AB Amro, etc.). Un accord à l'amiable est trouvé entre Ageas et certains de ces actionnaires (notamment ceux défendus par Deminor). Et ce 13 juillet, la Cour d'Amsterdam déclare que cette proposition est contraignante. Elle donne donc son feu vert pour qu'une indemnité soit versée aux actionnaires dupés de Fortis, pour un total de 1,3 milliard d'euros. Le syndicat d'actionnaires défendu par M^e Modrikamen ne se joint pas à la transaction et conteste toujours la vente à l'Etat néerlandais et la scission du groupe.



YVES LETERME, DIDIER REYNDERS, FILIP DIERCKX ET WOUTER BOS annoncent en septembre 2008 la reprise de Fortis par les Etats belge, néerlandais et luxembourgeois. Fin de l'histoire? Pas encore.

deux heures et demie. La banque joue son rôle de prêteur en dernier ressort et décide d'ouvrir les vannes pour sauver le plus grand groupe financier du pays en activant les ELA («emergency liquidity assistance»): des lignes de crédit qui sont gagées sur tout ce qui peut encore l'être (le siège social, les agences, etc.).

On décide aussi d'ouvrir pour le lendemain, une *data room* où les acquéreurs potentiels – ING, BNP Paribas, Munich Re, Aegon, et la Société fédérale de participations et d'investissement représentée par la Banque Degroof) pourront venir éplucher les documents du groupe afin de se faire une idée de sa valeur. Les équipes de BNP Paribas sont les plus réactives. La banque française avait en effet été approchée par Jean-Paul Servais dès le jeudi. Les premiers Parisiens arrivent à Bruxelles dès le vendredi après-midi.

Pendant ce temps, le politique commence à se mobiliser, explosant de colère. Les autorités, la CBFA notamment, évoquent la possibilité d'une nationalisation pure et simple, et il paraît déjà clair que Maurice Lippens devra quitter la présidence.

Le vendredi soir, le Premier ministre Yves Leterme, le ministre des Finances Didier Reynders et le gouverneur de la Banque nationale Guy Quaden se rencontrent au stade de Sclessin. Ils avaient prévu de voir ensemble le fameux *classico* Standard-Anderlecht. Mais on parlera surtout de Fortis.

«Vous êtes tous des nuls!»

Samedi 27 septembre. Chez Fortis, on croit encore à la possibilité d'un deal salvateur. Mais il n'y a plus vraiment de tête. Allianz fait savoir à Lars Machenil qu'il

est prêt à racheter cash les activités d'assurances. Cependant, le Néerlandais Peer Van Harten, qui dirige ce métier chez Fortis, réagit au quart de tour, afin de défendre son pré carré. «Il me semble que nous avons défini la liste (des candidats) avec Morgan Stanley, et que nous ne devons pas en voir de nouveau». Une remarque qui fait exploser le directeur de la branche *retail banking* du groupe, David Moucheron: «et je parie que l'assurance n'est pas sur la liste, envoie-t-il à Lars Machenil. C'est incroyable».

Dans l'après-midi, une délégation de Fortis, emmenée par Maurice Lippens et Jan-Michiël Hessels (président et vice-président du conseil), Philippe Bodson (administrateur) et le nouveau CEO Filip

||| **«C'était surréaliste. Nous étions là, devant nos écrans. Au fur et à mesure que Verwilt parlait et disait que tout allait bien, l'action s'enfonçait toujours plus.»**

Dierckx, est reçue à la CBFA. Accueil glacial. Invectives. Jean-Paul Servais est hors de lui: «Vous êtes tous des nuls!», lance-t-il. Il évoque même le rachat de Fortis par l'Etat pour 1 euro symbolique.

Après négociation avec Filip Dierckx, Yves Leterme et Didier Reynders sont d'accord pour engager l'Etat à hauteur de 4,7 milliards d'euros. Didier Reynders a également pris contact avec Jean-Claude Juncker, le premier ministre du Grand-Duché, qui est rapidement d'accord pour sauver la filiale luxembourgeoise. Le contact avec les Néerlandais est moins facile. Bernard ter Haar, le haut fonctionnaire du Trésor néerlandais en charge des négociations, est furieux d'avoir été prévenu si tard par les Belges. Il faut que

Wouter Bos, ministre des Finances néerlandais, appelle Didier Reynders pour se faire inviter. Il a le directeur à la BNB Peter Praet au bout du fil. «Nous apprenons que vous recapitalisez Fortis, dit Bos. Pourquoi ne pas nous avoir prévenus? Nous voulons en faire partie,» dit-il. «Où êtes vous?», demande Praet? «Au 16» répond Bos. «Au 16?» «Oui, au 16 rue de la Loi». La délégation néerlandaise, composée du patron de la banque centrale Nout Wellink, de Bernard ter Haar et de Wouter Bos, est déjà à Bruxelles!

Le dimanche, les négociations s'accélérent. Dans le bureau du Premier ministre Yves Leterme, les personnalités vont et viennent. Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne, est invité pour expliquer l'urgence de sauver Fortis si on veut éviter que le système bancaire européen ne s'écroule comme une ligne de dominos. Christine Lagarde, la ministre française des Finances qui préside l'Ecofin, le Conseil pour les affaires économiques et financières de l'Union européenne, est là également, entourée des ténors de la Banque nationale (Guy Quaden, les directeurs

Luc Coene et Peter Praet, etc.). La délégation néerlandaise complète le tableau.

Finalement, à 22h30, les trois Etats annoncent lors d'une conférence de presse qu'ils sont tombés d'accord: la Belgique injectera 4,7 milliards dans Fortis Banque; le Luxembourg mettra 2,5 milliards (sous forme d'obligations convertibles) dans Fortis Luxembourg et les Pays-Bas 4 milliards dans Fortis Bank Nederland Holding. Le trio détiendra 49% des activités bancaires du groupe. Et Maurice Lippens est «démissionné» du conseil d'administration.

Fortis, l'institution née en 1990 de la fusion de l'assureur néerlandais Amev et de la compagnie belge AG, est sauvée. Du moins le croit-on... ☺



DCL, LA FILIALE FRANÇAISE DU GROUPE, MENACÉE DE PERDRE SA LICENCE BANCAIRE

Devrons-nous à nouveau supporter la dette de Dexia dans deux ans ?

Dexia, holding qui ne dispose plus que de quelques grandes filiales dormantes, pourrait à nouveau faire parler d'elle en 2021, année où le financement garanti par les Etats commence à s'éteindre.

PIERRE-HENRI THOMAS

Dix ans ont passé et les blessures de la crise semblent s'être cicatrisées. Fortis revit désormais dans les bras de BNP Paribas, Ageas fait (très bien) sa vie, Belfius et KBC ont retrouvé depuis des années le chemin de la croissance, Ethias vient de se défaire des dernières chaînes du boulet du compte First.

Il reste cependant un grand acteur pour lequel on se pose encore de multiples questions. C'est Dexia, l'ancienne maison mère de Belfius.

Un retour en arrière est nécessaire. Lorsque, dans les derniers jours de septembre 2008, Fortis sombre, Dexia est également sur le point de vaciller. Le groupe franco-belge issu du mariage, en 1996, du Crédit Communal et du Crédit Local de France, paie cash une gouvernance très défaillante qui a donné toute latitude à ses filiales de faire des bêtises. Et elles ne s'en sont pas privées.

FSA, le rehausseur de crédits américains, garantissait au départ les obligations émises par les municipalités américaines, ce qui permettait à ces pouvoirs publics de se financer moins cher. Mais FSA ne put s'empêcher de croquer dans la juteuse pomme des *subprimes*, et commença donc aussi à garantir, moyennant le paiement de belles commissions, des obligations adossées à des crédits immobiliers. Le pôle français DCL, de son côté, commença à bâtir un gigantesque *hedge fund*, finançant à court terme l'achat de 150 milliards d'euros d'obligations émises par des pouvoirs publics. Pendant long-

temps, il gagna bien sa vie grâce à l'écart existant alors entre les faibles taux à court terme qu'il devait payer et les taux à long terme plus élevés qu'il recevait.

Parallèlement, pour encaisser des commissions plus généreuses, DCL proposait aux pouvoirs publics français de troquer leurs emprunts classiques contre des emprunts structurés, offrant à ce moment des taux plus bas, mais dont les conditions étaient liées aux évolutions, entre autres, du franc suisse ou du baril de pétrole. De son côté, la filiale de Dexia

autrichienne commencent à vaciller. Les municipalités américaines, devant l'impossibilité de s'abreuver à des marchés obligataires asséchés, tirent toutes en même temps sur leurs lignes de crédit, aggravant encore le problème de liquidités de Dexia qui ne trouve déjà plus de financement à court terme pour porter son propre portefeuille obligataire.

Le 30 septembre, les trois Etats (Etat fédéral belge et les trois Régions, la France et le Luxembourg), ainsi que les actionnaires historiques belges (Arco,

||| *Aujourd'hui, après toutes ces années, Dexia est une institution financière en lente extinction.*

en Autriche jouait également à l'assureur et avait garanti, en échange d'une prime, l'équivalent de 19 milliards d'euros d'obligations de pays d'Europe de l'Est et du Sud. Enfin, une autre filiale américaine du groupe avait consenti aux municipalités, là aussi moyennant le paiement de commissions régulières, de mettre à leur disposition des lignes de crédits très importantes afin de financer des projets, si jamais elles ne parvenaient pas à émettre des obligations.

Pièges en cascade

Evidemment, lorsque la crise survient, tous les pièges se referment brusquement. FSA, face à l'effondrement du marché des *subprimes*, doit être recapitalisé. Les obligations garanties par la filiale

Holding Communal et Ethias) recapitalisent donc le groupe à hauteur de 6,4 milliards d'euros: 1 milliard pour le fédéral, 1 milliard pour les Régions, 1 milliard pour les trois actionnaires historiques, 3 milliards pour la France et un peu moins de 0,4 milliard pour le Grand-Duché. Mais quand Pierre Mariani et Jean-Luc Dehaene, nouveau CEO et nouveau président du groupe, prennent leurs fonctions, ils se rendent compte que le problème est loin d'être réglé. Dexia finance près de la moitié de son bilan de 600 milliards à court terme. Or, ces financements s'assèchent après la chute de Lehman Brothers. Et la recapitalisation n'insufflé pas un regain de confiance suffisant pour rouvrir ces robinets.



BELGAINAGE

Certains des prêts octroyés à Dexia n'arrivent à échéance qu'en 2060.

Il faut donc, quelques jours plus tard, que les Etats garantissent des lignes de crédit à Dexia, à hauteur de 150 milliards d'euros, pour maintenir le groupe à flot. La Belgique assume alors 60,5% du risque.

Pendant trois ans, Pierre Mariani et Jean-Luc Dehaene élaguent alors le groupe, vendent FSA, réduisent les bilans, colmatent les pertes, réorganisent l'ensemble. Mais Dexia, spécialiste du prêt aux pouvoirs publics, est rattrapé en 2011 par la crise de la zone euro. A nouveau, les financements se ferment. Le comité de pilotage chapeauté par Luc Coene, qui deviendra peu après gouverneur de la Banque nationale, estime que le risque est trop grand pour laisser Dexia Banque, la banque de détail belge, dans ce groupe défaillant. Fin 2011, on décide de scinder Dexia. Dexia Banque Belgique est rachetée 4 milliards par l'Etat belge. Pierre Mariani est remplacé par Karel De Boeck au début du mois d'août 2012, alors que le groupe se défait de ses filiales opérationnelles (sa part dans sa joint-venture canadienne avec RBC, Denizbank en Turquie, la BIL à Luxembourg). La France construit une nouvelle entité qui financera désormais ses collectivités locales.

Mais en 2012, la crise de la zone euro atteint son paroxysme. Il devient évident qu'il faut à nouveau recapitaliser Dexia. La France et la Belgique remettent au pot 5,5 milliards d'euros, à hauteur de 53% pour la Belgique et 47% pour la France. Les anciens actionnaires histo-

riques sont rincés. Parallèlement, une nouvelle ligne de crédit de 85 milliards d'euros est garantie par les Etats, avec un nouvelle clé de répartition du risque un peu plus favorable à la Belgique, que précédemment. Notre pays supporte 51,4% du risque, la France 45,6% et le Luxembourg 3%.

2021, année de tous les dangers

Aujourd'hui, après toutes ces années, Dexia est donc une institution financière en lente extinction. Certains des prêts octroyés n'arrivent en effet à échéance qu'en 2060. Le groupe affiche des résultats qui restent souvent négatifs (- 419 millions au premier semestre 2018, - 296 millions au second semestre 2017, - 462 millions au premier semestre 2017). Cela n'affecte toutefois pas sa solidité financière car dans le même temps, sa taille se réduit. Son bilan pesait 168 milliards d'euros fin juin, contre près de 200 milliards un an plus tôt, ce qui lui permet d'afficher un très solide ratio de solvabilité.

Le problème de Dexia est ailleurs. Dexia avait bénéficié d'un régime d'exception de la part de la Banque centrale européenne, son contrôleur. Mais ce régime arrive à son terme au 1^{er} janvier de l'an prochain. Plus important, en 2021 se termine la faculté pour les Etats belge, français et luxembourgeois d'émettre de nouvelles garanties pour aider Dexia

à trouver du financement. Or, aujourd'hui, Dexia se finance encore à plus de 60 milliards d'euros par ce biais.

C'est surtout au niveau de DCL, sa filiale française, que se situe le danger. DCL est l'entité qui dispose encore d'une licence qui lui permet d'opérer comme une banque. Mais si DCL ne devait plus respecter certains ratios financiers, elle perdrait sa licence, ce qui se traduirait mécaniquement par l'obligation, pour la France et la Belgique, de réintégrer la dette de DCL dans leurs livres. La dette de DCL est de 80 milliards. Cependant, la moitié de celle-ci est constituée par la nécessité pour la société d'avoir des liquidités disponibles en garantie de contrats dérivés qui ont été conclus pour protéger le groupe contre une remontée des taux. Ces garanties n'entrent pas en ligne de compte dans le calcul de la dette publique. Resterait environ 40 milliards d'euros – soit 10% du PIB – qui pourraient venir grever la dette belge.

Une partie du fardeau au moins devrait être assumée par la France. De plus, d'ici deux ans, le bilan de Dexia devrait être encore réduit, et son endettement donc allégé. «L'impact maximal potentiel sur la dette publique belge en 2021 ne devrait pas dépasser 5% du PIB», estiment certains proches du dossier. Mais 5% du PIB, cela n'est pas rien à un moment où l'on racle les fonds de tiroirs pour essayer de faire tomber la dette sous les 100% du PIB. Dexia pourrait rendre ces efforts complètement vains. ©

DIFFICILE SAUVETAGE DE 22.000 ÉPARGNANTS



Kaupthing: une saga avec une fin heureuse

On a beaucoup écrit sur les sauvetages de Fortis et de Dexia. Mais le renflouage de la filiale luxembourgeoise de la banque islandaise Kaupthing a également été un élément crucial dans la restauration de notre système bancaire. PIERRE-HENRI THOMAS

Tout commence en 2007. Le groupe néerlandais Robeco, qui désire se recentrer sur la gestion de fonds, vend sa banque privée belge. Il trouve un acquéreur, la banque islandaise Kaupthing qui, engagée dans une croissance tonique, veut capter les dépôts des Européens, et notamment des Belges. Pour cela, Kaupthing Belgique, succursale de Kaupthing Luxembourg, déploie ses plus beaux atouts. La banque offre sur ses comptes épargne une rémunération de plus de 6%. En 2008, 15.000 nouveaux clients affluent en quelques mois.

Lorsque la crise éclate avec la faillite de Lehman Brothers, Kaupthing Belgique affiche 22.000 clients. C'est leur histoire que nous allons raconter. Une vraie saga car ces déposants mettront de longs mois à retrouver leurs avoirs et seront plus d'une fois plongés dans les affres du doute, voire du désespoir.

Si cette histoire se termine finalement par un *happy end*, c'est parce que, cette fois, tous les acteurs se sont montrés à la hauteur de l'enjeu: les liquidateurs luxembourgeois se sont battus pour éviter la faillite en réussissant entre autres à modifier la jurisprudence, les gouvernements belge et luxembourgeois ont œuvré de concert, les anciens dirigeants de

Kaupthing en Belgique et au Luxembourg ont mouillé leurs chemises pour trouver un repreneur, et les banques créancières ont finalement accepté le plan de sauvetage. Quant aux épargnants de Kaupthing, regroupés dans un syndicat de défense baptisé «Groupe K», ils ont montré que la ténacité pouvait être payante.

Le coup de fil de Gordon Brown

Le 5 octobre 2008, peu après le souper, le Premier ministre britannique Gordon Brown décroche son téléphone pour parler à son homologue islandais Geir Haarde. Au cœur de la conversation: la crise qui secoue la finance mondiale et qui ébranle les trois grandes banques islandaises, à savoir Glitnir, Kaupthing et

Landbanki, dont les actifs pèsent près de 10 fois le PIB islandais. On sait que l'Islande n'aura pas les moyens de sauver ses banques. Les déposants, notamment les milliers de Britanniques qui ont mis leurs avoirs dans des comptes à haut rendement Icesave (proposé par Landsbanki) et Edge (de Kaupthing), retirent massivement leur argent.

La conversation entre les deux hommes tombe plus spécialement sur Kaupthing Singer & Friedlander (KSF), la filiale britannique de Kaupthing. Gordon Brown apprend à un Geir Haarde qui tombe des nues que KSF a un sérieux problème de bilan. La filiale britannique de Kaupthing a en effet récolté l'équivalent d'environ 3 milliards de livres sterling de dépôt. Mais elle a, «illégalement», souligne Gordon Brown, transféré 1,6 milliard de livres à sa maison mère de Reykjavik, hors de portée de la juridiction britannique. Si l'on réussissait à vendre sans perte les actifs de KSF, il manquerait donc encore 1,6 milliard de livres pour pouvoir rembourser tous les déposants britanniques. La FSA, l'autorité financière britannique, est furieuse.

Dans la matinée du 8 octobre, les dirigeants de KSF poussent toutefois un soupir de soulagement: le gouvernement britannique vient d'annoncer qu'il met

Nombre de banquiers emprisonnés par pays

SOURCE: FINANCIAL TIMES

25	Islande	
11	Espagne	
7	Irlande	
1	Chypre	
1	Allemagne	
1	Italie	
1	Etats-Unis	

500 milliards de livres à disposition des banques. Mais ils doivent rapidement déchanter. Lors d'une glaciale conférence téléphonique qui se tient en fin de matinée, Hector Sants, qui dirige la FSA, renvoie les Islandais: «Ces fonds ne sont pas pour vous». Et ce 8 octobre, à 14h49, les autorités britanniques, brandissant une loi d'exception, placent l'Islande sur la liste des pays terroristes, ce qui lui permet de saisir les avoirs des banques islandaises: KSF est placé sous administration judiciaire et les dépôts, du moins ce qu'il en reste, sont transférés chez ING.

Cette décision scelle le sort du groupe, dont les filiales tombent comme des dominos, plus personne ne voulant prêter à Kaupthing. Quelques heures plus tard, dans la soirée du 8 octobre, Magnus

Gudmundsson, le CEO de Kaupthing Luxembourg est contraint de demander au gendarme financier luxembourgeois, la CSSF, de pouvoir suspendre ses paiements afin d'éviter toute fuite supplémentaire de liquidités. Et le lendemain, les épargnants belges qui avaient ouvert un compte auprès de Kaupthing Belgium, la succursale belge de Kaupthing Luxembourg, ont donc la très désagréable surprise de voir apparaître le message «Désolé, votre compte est bloqué» lorsqu'ils essayent de se connecter à leur banque. Ces 22.000 clients belges, qui ont 200 millions d'avoirs en comptes-titres et 700 millions en dépôts, sont pris au piège. Jamais, depuis la Seconde Guerre mondiale, autant de Belges risquent de perdre leur épargne.

Une veille de Toussaint à Luxembourg

Le mercredi 8 octobre, quand il apprend le gel des avoirs chez Kaupthing Luxembourg, Stephan Richter, qui dirige Kaupthing Belgique, téléphone au gendarme bancaire, la CBFA. Celle-ci dépêche un agent dès le lendemain afin de superviser les opérations. Luxembourg nomme deux administrateurs provisoires: Franz Fayot, du cabinet Elvinger, Hoss & Prussen, et Emmanuelle Caruel-Henniaux, de PricewaterhouseCoopers (PwC). Ils chapeautent aussi les activités de la succursale belge.

Mais les heures qui suivent le gel des paiements sont chaotiques. Les 44 personnes qui sont employées au siège de Kaupthing Belgique, au 81 avenue Louise à Bruxelles, elles-mêmes ébranlées par la perspective d'être mises à la rue, doivent aussi affronter de multiples coups de fil inquiets ou vengeurs de clients affolés. La tension est telle qu'il faut assurer un soutien psychologique aux employés.

Chez Kaupthing Belgique, on se rend rapidement compte de la nécessité d'être aidé. La banque a besoin d'un lobbyiste et d'un spécialiste de la communication. Trois jours après l'annonce de la fermeture des comptes, dans l'après-midi du dimanche 12 octobre, contact est pris avec Baudouin Velge, qui est alors *managing partner* d'Interel depuis un peu moins d'un an. Ce dernier active ses sources auprès du gouvernement d'Yves Leterme afin d'avoir une idée plus précise du sort de la banque et, surtout, de celui des déposants belges. Les premières réactions qu'il reçoit sont plutôt décourageantes. A Bruxelles, où les autorités se débattent encore dans les sauvetages de Dexia et Fortis, on estime que le dossier Kaupthing est un problème exclusivement luxembourgeois.

C'est bien dommage, ajoute-t-on, mais contrairement à la Belgique qui a fait passer la garantie sur les dépôts de 50.000 à 100.000 euros, le Grand-Duché de Luxembourg n'offre sa protection qu'à hauteur de 20.000 euros. Les contacts de Baudouin Velge au gouvernement précisent même que c'est la faute des épargnants s'ils se trouvent dans cette situation: ils devaient bien se douter que si le compte Edge offrait un taux de 4,25% plus une prime de fidélité de 2% en Belgique, c'est que ce rendement hors normes ➤



Le Premier ministre islandais Geir Haarde, en visite chez son homologue britannique Gordon Brown, en avril 2008.



Réunis dans le Groupe K, les épargnants belges font pression sur les autorités belges et luxembourgeoises.

devenait s'accompagner d'un risque, lui aussi, anormal. A Luxembourg, les échos sont tout aussi sombres: la faillite de la banque n'est qu'une question de jour, entend-on auprès de la CSSF.

La défense toutefois s'organise. Les épargnants se regroupent dans un syndicat, le Groupe K, piloté par l'infatigable André Meyers, un ingénieur commercial responsable d'une société de mailing qui est aussi client de la banque islandaise. Ce syndicat est bientôt rejoint par un autre, créé à l'initiative de Test-Achats. L'association de consommateurs est en effet obligée de monter au créneau, elle qui avait mentionné le compte Edge dans ses « maîtres achats » en matière de produits d'épargne.

Kaupthing fait également valoir des arguments. C'est le gouvernement qui a relevé en août le plafond des taux de base du compte épargne à 4,25 %, et ce taux maximum a été appliqué par d'autres banques que Kaupthing (BKCP, ING, Deutsche Bank, entre autres). Et puis, surtout, on parle de plus de 20.000 épargnants.

Aussi, lorsqu'il se rend au Sommet de la Francophonie qui se tient à Québec, Yves Leterme fait une escale à Reykjavik pour traiter du dossier Kaupthing avec les autorités locales. Celles-ci se veulent rassurantes, mais rien de concret ne sort de cette réunion.

Le 31 octobre, veille de la Toussaint, les représentants des épargnants ainsi que Baudouin Velge ont rendez-vous au Grand-Duché avec les autorités luxem-

bourgeoises. Ils sont accueillis par Luc Frieden, le ministre des Finances. Le Premier ministre luxembourgeois, Jean-Claude Juncker, apparaît dans la salle.

LES SOLUTIONS ISLANDAISES POUR LA PROCHAINE CRISE

L'Islande montre-t-elle la voie? La petite île a en tout cas appréhendé la crise avec des méthodes qui pourraient bien servir à nos pays financièrement exsangues lors des prochaines turbulences. En 2008, l'Islande n'avait pas les moyens de régler ses énormes problèmes sur base de ses seuls fonds publics. Le pays a donc eu recours à des méthodes brutales mais extrêmement efficaces. Aujourd'hui, l'économie islandaise a affiché une croissance de 4,3% en 2013, 2,2% en 2014, 4,3% en 2015, 7,5% en 2016 et 3,6% en 2017 et devrait dépasser les 3% cette année encore. Comment les Islandais ont-ils fait? D'abord, ils ont permis aux banques,

qu'ils ont nationalisées, de faire défaut sur leurs dettes. Ils ont aussi bloqué les avoirs étrangers et imposé un contrôle des changes afin d'éviter une fuite des capitaux. Parallèlement, ils ont protégé leurs déposants nationaux. Les dettes des particuliers, souvent des crédits hypothécaires, qui étaient libellées en devises ou liées à des devises étrangères, ont été déclarées illégales. Ces dettes se révélaient impayables en raison du plongeon de la couronne islandaise. Ce procédé radical a bénéficié à un quart de la population. Ensuite, ils ont mis leurs banquiers en prison. Comme le montre le graphique ci-contre l'Islande est la nation qui, de loin,

a été la plus sévère dans ce domaine. Les électeurs islandais ont aussi fait la révolution, rédigeant une nouvelle constitution, et ils ont rejeté les conditions (réduction des dépenses publiques, remboursement des déposants étrangers) que le Fonds monétaire international, qui avait prêté 1,6 milliard de dollars au pays, lui avait imposées. Enfin, ils ont réorienté leur économie. L'Islande a considérablement développé ses ressources touristiques et du coup, le pays accueille désormais 2,2 millions de touristes par an, contre seulement 300.000 avant la crise, ce qui lui permet d'afficher désormais un surplus de sa balance courante.



BELGAIMAGE

Il lance d'abord une pique à l'égard de Test-Achats, responsable, selon lui, d'avoir attiré autant de Belges dans ce traquenard. Puis, il se radoucit et déclare qu'il faut trouver une solution. Quelques instants plus tard, face aux journalistes, les ministres luxembourgeois confirment que le fonds de garantie grand-ducal indemniserait les déposants belges. Mais à hauteur de 20.000 euros par client.

Le ciel commence donc à se dégager. D'autant que pendant ce mois d'octobre, est apparu un amateur pour racheter les dépôts et avoirs des Belges de Kaupthing: le Crédit Agricole/Keytrade. Le groupe belge veut se tailler une place dans le marché de la banque privée. Or, Kaupthing, qui a créé sa succursale belge en rachetant les clients de la petite banque privée Robeco Belgique, peut l'aider à réaliser ce rêve.

La poursuite des activités belges de la banque islandaise semble donc assurée. Mais cela ne signifie pas encore que les dépôts de plus de 20.000 euros seront remboursés. Pour cela, il faut trouver un acquéreur pour Kaupthing Luxembourg et que cet acquéreur soit agréé par les 25 banques créancières de Kaupthing. Et il faut, en outre, que cet acquéreur – ou à défaut, les Etats – veuille bien indemniser totalement les épargnants belges... Or, dans l'histoire financière du Grand-Duché, jamais une banque ayant demandé un sursis de paiement n'a évité ensuite la liquidation. La faillite de Kaupthing semble inscrite dans les astres.

Du désert libyen à l'immobilier britannique

Il y a bien un candidat intéressé à reprendre la licence bancaire de Kaupthing à Luxembourg. Mais il en émane une odeur sulfureuse: il s'agit de la Libyan Investment Authority, le fonds souverain libyen du pays du colonel Kadhafi!

Les autorités libyennes cherchent une plateforme bancaire en Europe. A Londres, où on n'a pas oublié l'attentat de Lockerbie, les portes se ferment, de même qu'à Genève, où certains membres de la famille Kadhafi ont laissé de mauvais souvenirs. Reste donc Luxembourg... Des contacts sont pris. Une lettre d'intention est signée à Paris le 5 décembre et un *memorandum of understanding* (un pré-accord), le 19 décembre. La vente n'est cependant pas encore acquise car il faut convaincre les banques créancières d'accepter l'opération. Et selon la loi luxembourgeoise, il faut même emporter la totalité des votes des créanciers. Ce qui paraît virtuellement impossible.

C'est alors que les administrateurs luxembourgeois, qui ne s'avouent pas vaincus, se présentent devant les tribunaux: ils font valoir que si l'on veut sauver la banque, il faut modifier cette disposition réclamant l'unanimité des créanciers. Et ils obtiennent gain de cause! La justice luxembourgeoise décide que si plus de 50% des créanciers représentant plus de 50% des créances acceptent la reprise, celle-ci peut avoir lieu.

Les banques créancières votent le 16 mars 2009. Mais elles rejettent l'offre libyenne à un peu plus de 53% des voix. Les épargnants sont désespérés.

Toutefois, celui qui est encore CEO de Kaupthing Luxembourg, Magnus Gudmundsson, n'a pas dit son dernier mot. Dès l'apparition des problèmes, il avait fait le tour des repreneurs possibles et deux candidats avaient retenu son attention: JC Flowers et Blackfish Capital. Ils les recontactent fin mars. JC Flowers a toutefois d'autres chats à fouetter: le fonds, actionnaire de la banque allemande Hypo Real Estate, essaye de sauver sa participation et n'a pas trop la tête à autre chose. Blackfish, en revanche, le fonds d'investissement du riche promoteur immobilier britannique David Rowland, montre un réel intérêt. Car la famille Rowland, échaudée par la crise financière, veut disposer d'une banque à elle. Et acheter un établissement disposant d'une licence luxembourgeoise lui ferait gagner du temps dans la réalisation de cet objectif.

Fin mars, donc, l'échec libyen est oublié. D'autant qu'entretemps, une solution se dégage qui pourrait emporter l'adhésion de tous: les 2,5 milliards d'euros d'actifs de Kaupthing Luxembourg pourraient être divisés entre 1,2 milliard de «bons» actifs, qui devraient être rachetés par l'acquéreur, et 1,3 milliard d'actifs plus risqués. Ces derniers seraient repris par un groupe constitué des banques créancières, du fonds de garantie des dépôts luxembourgeois, et financé en outre par un prêt remboursable de 320 millions d'euros octroyé par la Belgique et le Luxembourg. Cette construction permet de rembourser les dépôts belges.

Après avoir fait le voyage de Londres et rencontré les membres de la famille Rowland, le 13 mai 2009, Magnus Gudmundsson peut annoncer que Kaupthing Luxembourg a un repreneur. La saga touche à sa fin. Le 25 juin, les banques créancières votent à 97,8% le rachat de Kaupthing par la famille Rowland et le 9 juillet, la Commission européenne donne le feu vert: l'opération ne sera pas considérée comme une aide illégale d'Etat.

Le rachat de la clientèle belge par Crédit Agricole se fait dans la foulée. Et le 16 juillet, les épargnants commencent à être remboursés. Leur calvaire aura duré plus de neuf mois. ©



BELGAIMAGE

Fabien Lambert et André Meyers, du Groupe K, peuvent se montrer satisfaits: Crédit Agricole et Keytrade reprennent l'activité belge de Kaupthing.



DIX ANS APRÈS LEHMAN BROTHERS, LE SYSTÈME N'EST TOUJOURS PAS CORRIGÉ

Les plaies de la planète finance en 12 graphiques

Quelques semaines après la chute de Lehman Brothers, à la mi-septembre 2008, après avoir éteint les incendies les plus dangereux, on se mit à réfléchir. Il fallait rebâtir le système financier mondial en évitant si possible de prêter le flanc à une nouvelle crise. A-t-on réussi? La réponse est souvent négative. La preuve en 12 graphiques. PIERRE-HENRI THOMAS

S'il y a une leçon qu'il faut retenir de toutes les crises financières, c'est qu'elles prennent toutes leurs racines dans un excès d'endettement. C'était la grande conclusion tirée par les économistes américains Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff dans leur essai sur les crises (*This Time is Different*, Princeton University Press, 2009). Les turbulences de 2007-2008 ont montré que cette fois encore, c'était là que résidait le problème, dans les dettes immobilières pourries qui ont fini par contaminer tout le système.

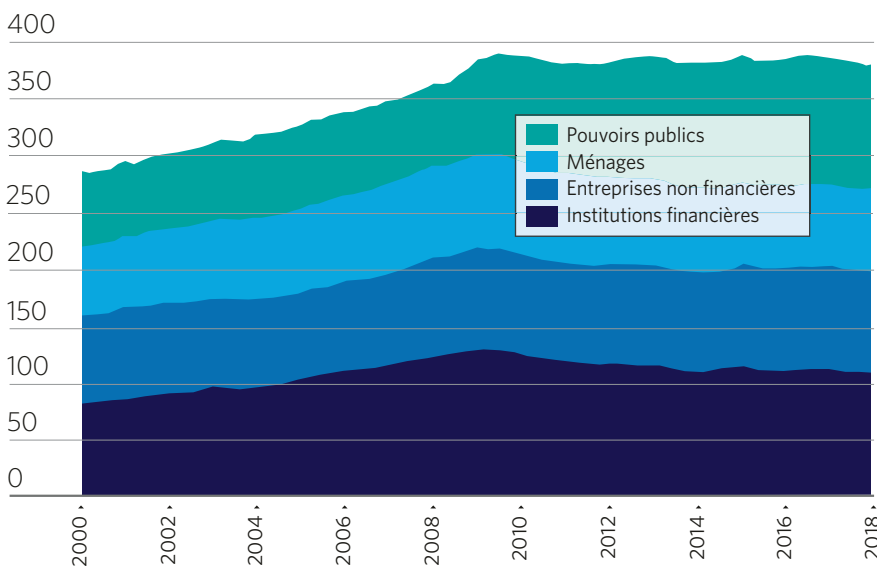
1 Côté pile, une montagne de dettes

Ce diagnostic posé, on aurait donc pu croire que, 10 ans plus tard, on aurait dégonflé la dette mondiale. Or, il n'en est rien. L'endettement planétaire s'est stabilisé à un niveau record, proche de 400% du PIB mondial, lequel s'élevait fin 2017 à 80.000 milliards de dollars. Au début des années 2000, cet endettement évoluait en dessous des 300%. S'il reste très important, c'est en partie parce que les Etats ont massivement emprunté pour sauver les banques et remettre leur économie à flot. Mais d'autres acteurs se

1 DETTE MONDIALE

SOURCES : IIF, FINANCIAL TIMES

Dettes des institutions financières, des entreprises non financières, des ménages et des pouvoirs publics dans les pays industrialisés (en pourcentage du PIB)



sont endettés davantage, tels les ménages et les entreprises non financières, dont la dette est aujourd'hui plus importante qu'au début des années 2000.

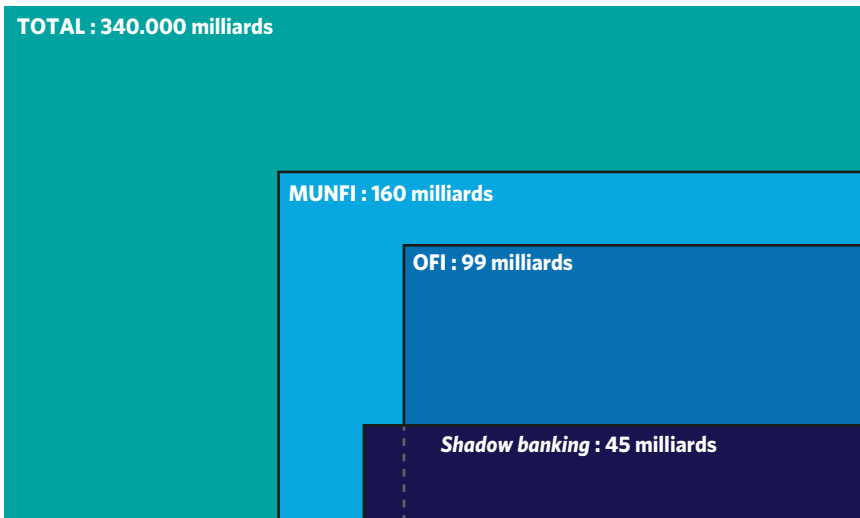
Pour sauver le système, les banques centrales ont en effet déversé des quantités phénoménales de liquidités (l'équiva-

lent de 5.000 milliards de dollars) et abaissé les taux au point de les rendre négatifs en Europe. Cela a incité à s'endetter pour acquérir des actifs parfois trop chers. Des bulles sont en effet apparues, dans l'immobilier chinois ou auprès de certaines entreprises de pays

2 ACTIFS FINANCIERS MONDIAUX

SOURCE : FINANCIAL STABILITY BOARD

340.000 milliards de dollars d'actifs financiers étaient détenus fin 2016 par les banques et les institutions non bancaires



MUNFI (Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation) : ce sont toutes les sociétés financières qui ne sont pas bancaires : assureurs, fonds de pensions, fonds d'investissement, etc.

OFI : ce sont les sociétés financières qui ne sont ni des banques, ni des assureurs ou des fonds de pension. Cela inclut des sociétés de prêts, des fonds d'investissement, des captives de réassurance, etc.

Shadow banking : ce sont les entités (fonds de capital-risque, *hedge funds*, chambres de compensation, fonds monétaires, etc.) qui, au sein des institutions non bancaires, « jouent à la banque » : elles sont actives sur le marché du crédit soit en tant qu'intermédiaires, soit en tant qu'emprunteurs ou prêteurs.

émergents, par exemple, qui se sont endettés en dollars. Même chez nous, les autorités sont particulièrement attentives aux créances immobilières des Belges. La dette moyenne de nos ménages atteint 57.000 euros environ en moyenne, et dépasse désormais le montant de leurs revenus disponibles bruts annuels (qui est de 52.000 euros environ).

2 Côté face, une montagne d'actifs

Mais une dette représente aussi, pour celui qui a prêté, un actif. Et du coup, puisque l'endettement mondial représente environ quatre fois le PIB de la planète (lequel s'élève à environ 80.000 milliards de dollars), le montant des actifs financiers, de plus ou moins bonne qualité, est à peu près du même tonneau.

Selon le Conseil de stabilité financière (une institution représentant 24 pays qui a été créée dans la foulée du G20 de Londres en 2009), existent dans les pays dits « avancés » environ 340.000 mil-

liards d'actifs financiers, dont un peu moins de la moitié (160 milliards) sont logés dans des institutions qui ne sont pas des banques de dépôts : il s'agit d'assureurs, de fonds de pension, de fonds d'investissement, de *hedge funds*, etc.

Pourquoi n'a-t-on pas réussi à dégonfler cet endettement et donc cette masse d'actifs ? Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart estiment que cela tient au fait que la crise a d'abord touché les pays avancés, et que ceux-ci ont estimé avoir d'autres armes pour traverser les turbulences que celles que l'on utilise dans les pays « émergents ». Dans ces derniers, quand une crise financière survient, on n'hésite pas à effacer (via des restructurations, des abandons de créances, etc.) une partie de la dette.

Par le passé, même les pays avancés avaient recours à cette solution extrême. En 1934, certains pays européens très endettés ont négocié avec les Etats-Unis des abandons de créances : la France et le Royaume-Uni ont pu ainsi alléger leurs ardoises de 25% du PIB et ces diverses restructurations ont représenté, pour les Américains, un effort considérable, de l'ordre de 20% environ de leur PIB. Croire, comme en 2008, qu'on allait pouvoir résorber l'endettement uniquement par la croissance et l'austérité budgétaire semble donc être une erreur... historique.

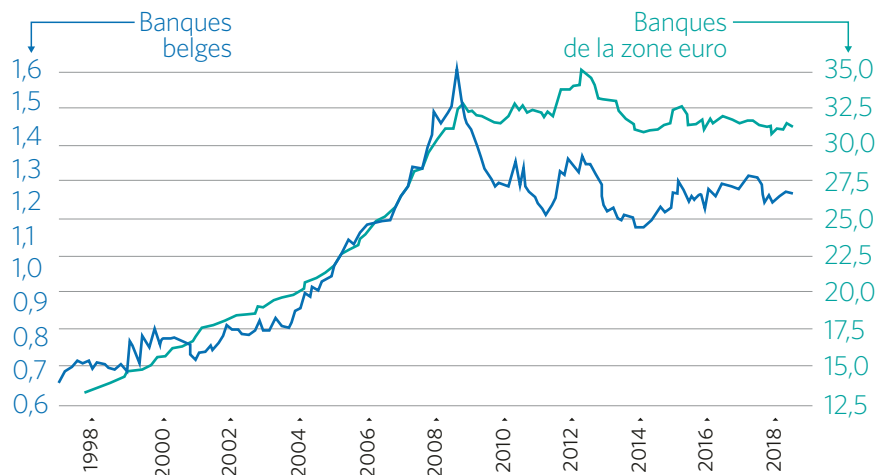
3 Des banques légèrement amincies...

S'il est un milieu où les leçons de la crise financière semblent avoir été tirées, c'est celui des banques. Certes, tout n'est pas parfait, mais les banques d'aujourd'hui sont bien plus solides que celles d'hier. Et cela pour plusieurs raisons. La première est qu'elles ont sensiblement réduit la voilure, spécialement ➤

SOMME DES BILANS DES BANQUES

3 BELGES ET EUROPÉENNES

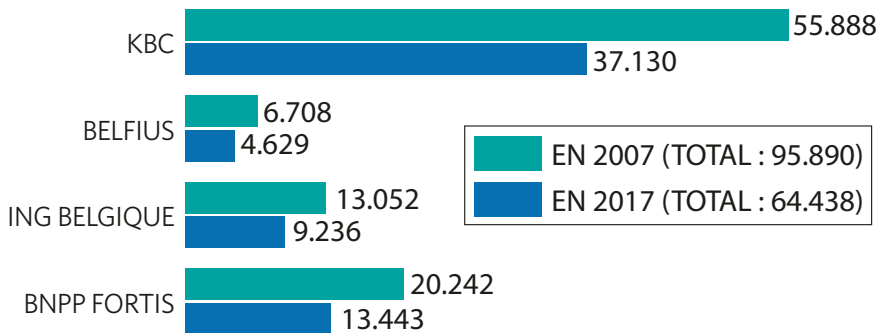
SOURCE : BNP PARIBAS.FORTIS



4 ÉVOLUTION DE L'EMPLOI BANCAIRE

SOURCES : IESEG, ERIC DOR

Personnel des grandes banques belges, en équivalents temps plein



dans notre pays. « En Belgique, constate Sylviane Delcuve, *senior economist* chez BNP Paribas, le choc a été tel que le total du bilan de l'ensemble des banques a commencé à fondre très vite après le début de la crise: le transfert des actifs toxiques dans des structures de type *bad bank* y est évidemment pour beaucoup, mais on voit bien que le total des bilans a continué à baisser pendant six ans, jusqu'en 2014. Dans la zone euro, en moyenne, ce fut une autre histoire, même si plusieurs pays ont adopté une stratégie identique en matière de *bad banks*. Jusqu'en 2012, le total des bilans des banques a même continué à augmenter. Il aura fallu la crise des dettes souveraines et celle qui a failli emporter la monnaie unique, en 2012, pour que la cure d'amaigrissement démarre enfin. »

Eric Dor, directeur des études économiques à l'IESEG School of Management (Paris et Lille), remarque lui aussi que la cure de minceur a été nettement moins drastique en Europe: « En moyenne, peu de choses ont changé du point de vue de la taille des très grandes banques depuis la crise financière. La taille de certaines s'est réduite, mais la taille d'autres institutions a encore fortement augmenté depuis la crise, essentiellement à cause de fusions et absorptions ».

4 ... plus saines...

Les banques ont maigri, mais elles mangent aussi plus sainement: elles préfèrent accumuler dans leurs bilans des crédits qu'elles font à leurs clients (particuliers, entreprises, pouvoirs publics) plutôt que d'acheter des titres exotiques

qui peuvent se révéler toxiques. Comme le souligne la Banque nationale, les crédits aux clients représentent désormais 60% du total du bilan des banques belges, alors qu'ils ne pesaient que 48% il y a cinq ans.

Et cela ne les empêche pas de rester profitables puisqu'en 2017, le retour sur fonds propres des banques belges était de 9% en moyenne (c'est d'ailleurs sensiblement mieux que la moyenne des banques européennes, qui tourne plutôt autour de 6%). C'est dû en partie au fait que les banques ont augmenté les frais facturés aux clients mais aussi qu'elles se sont

engagées dans une féroce chasse aux dépenses. Grâce à la digitalisation, à la banque mobile, etc., elles font plus avec moins de personnel. L'évolution de l'emploi dans le secteur est éclairante.

5 ... et plus musclées

Des banques plus légères, plus saines, mais aussi plus musclées en matière de capital: les nouvelles réglementations bancaires ont mis fin à un certain laxisme en matière de fonds propres.

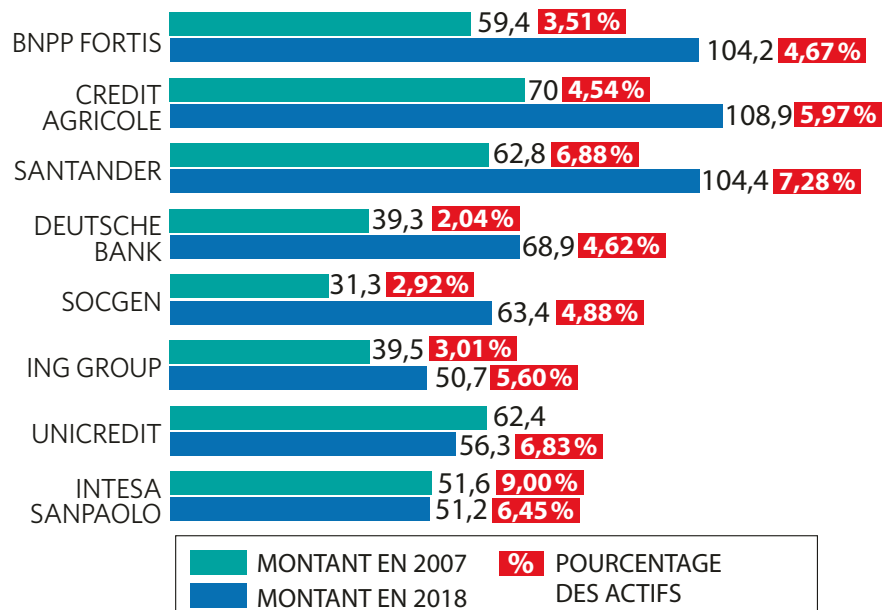
Avant la crise, une banque qui avait un portefeuille de dettes d'Etat de la zone euro ne devait pas mettre un centime de côté face à ces engagements. Elle bénéficiait d'une pondération zéro, c'est ce qui a permis à Dexia, par exemple, de se constituer un immense portefeuille d'obligations et de crédits aux pouvoirs publics avec très peu de capital. Une réalité qui fera dire à Jean-Luc Dehaene, quand il prendra la présidence du groupe en octobre 2008, qu'il était face à un *hedge fund*.

Aujourd'hui, la nouvelle réglementation de Bâle III impose à une banque d'avoir, même pour des crédits jugés très sûrs, au moins 4% de fonds propres. Et bien davantage si le risque est plus élevé. Non seulement on est plus sévère

5 FONDS PROPRES DES GRANDES BANQUES EUROPÉENNES

SOURCES : IESEG, ERIC DOR

En milliards d'euros et en pourcentage de leurs actifs non pondérés



dans le calcul de la pondération des risques, mais plus une banque est grande, plus elle doit ajouter des coussins de capitaux supplémentaires.

Toutes ces mesures se sont traduites par une augmentation substantielle du montant des capitaux des banques, qui leur permet de pouvoir absorber des pertes, mêmes très importantes.

6 Beaucoup d'acteurs restent dans l'ombre

Oui, mais il n'y a pas que les banques. Il y a aussi toutes ces entités non bancaires, qui détiennent la moitié des actifs financiers mondiaux. Et dans cette famille, il y a toutes les entités qui ne sont ni des fonds de pension, ni des assureurs et qui participent à ce qu'on appelle la finance de l'ombre. Elles ont pris davantage d'importance ces dernières années car lorsqu'une route, celle des banques, est davantage surveillée, une partie des flux financiers mondiaux prend d'autres voies moins réglementées. Les *hedge funds*, les fonds de capital risque, etc. font l'objet de peu ou pas de supervision.

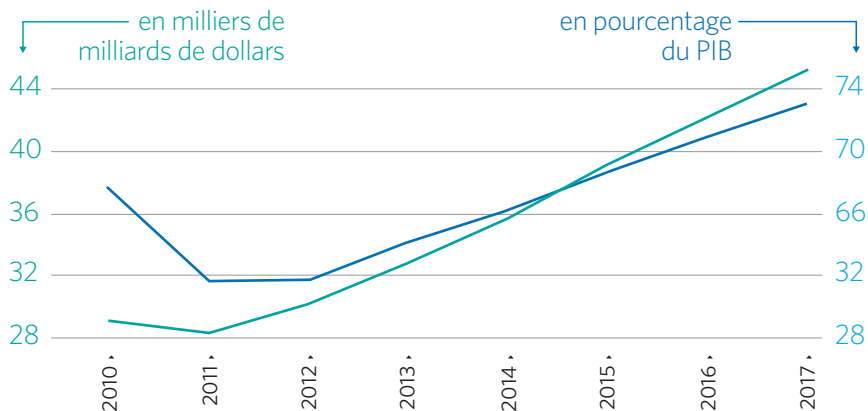
Ces véhicules portent des risques similaires à ceux des banques. Ils sont soumis aux mêmes dangers de *run* (ventes paniques) et de panne de liquidités ou de risque de contrepartie. Si des investisseurs voulaient vendre leurs parts dans ces fonds, ces derniers, pour les rembourser, devraient vendre une grande partie de leurs titres. Mais quid s'ils n'y parviennent pas dès lors que les marchés se ferment, comme en 2008 ?

Les réglementations sont lacunaires, voire absentes, sur le *trading* à haute fréquence ou les fonds monétaires. Ou encore sur les prêts de titres, ce marché auquel s'abreuaient abondamment, avant la crise, les banques d'affaires, comme Bear Stearns ou Lehman Brothers et qui, lorsqu'il s'est brutalement fermé, a précipité la chute de ces institutions. Ce marché des prêts de titres, qui permet à une société de recevoir un prêt à condition qu'elle mette les titres qu'elle possède en gage, pèse entre 20.000 et 30.000 milliards de dollars. Or, personne ne tient un carnet commun qui permettrait de savoir où sont les titres donnés en garantie. «Comme le FMI l'a signalé, en cas de crise, un même titre pourrait être réclamé au même moment par plus de

6 MONTANT DES ACTIFS DÉTENUS PAR LE «SHADOW BANKING»

SOURCE : FINANCIAL STABILITY BOARD

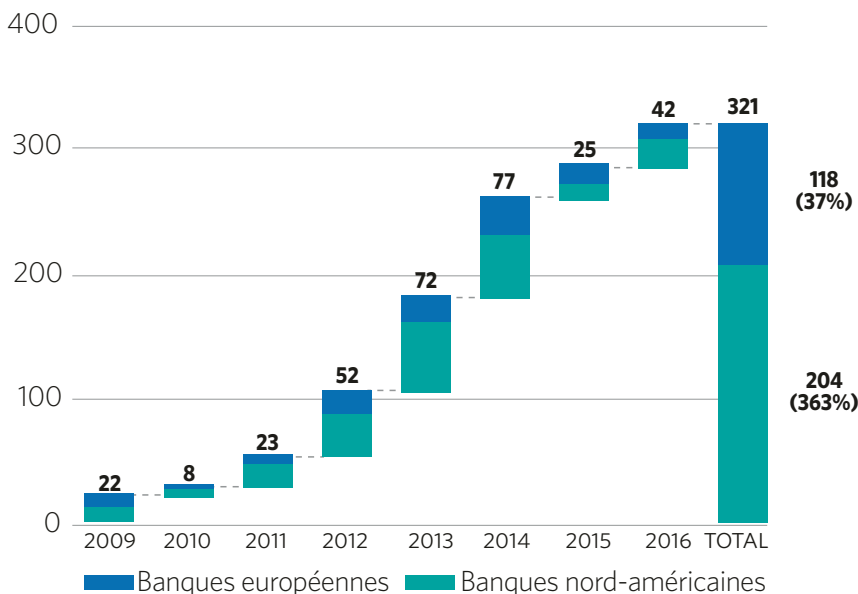
Actifs détenus par les «*hedge funds*», fonds monétaires, trusts... et toutes entités actives dans le marché du crédit sans être des banques



7 PÉNALITÉS BANCAIRES

SOURCE : BOSTON CONSULTING GROUP

Pénalités, amendes et règlements transactionnels imposés aux 50 banques européennes et américaines les plus importantes (en millions de dollars)



La plupart de ces amendes (85% pour ce qui concerne les banques nord-américaines et 56% pour les banques européennes) ont été imposées par les autorités américaines.

deux acteurs», souligne Jean-Michel Naulot, un ancien gendarme des marchés français.

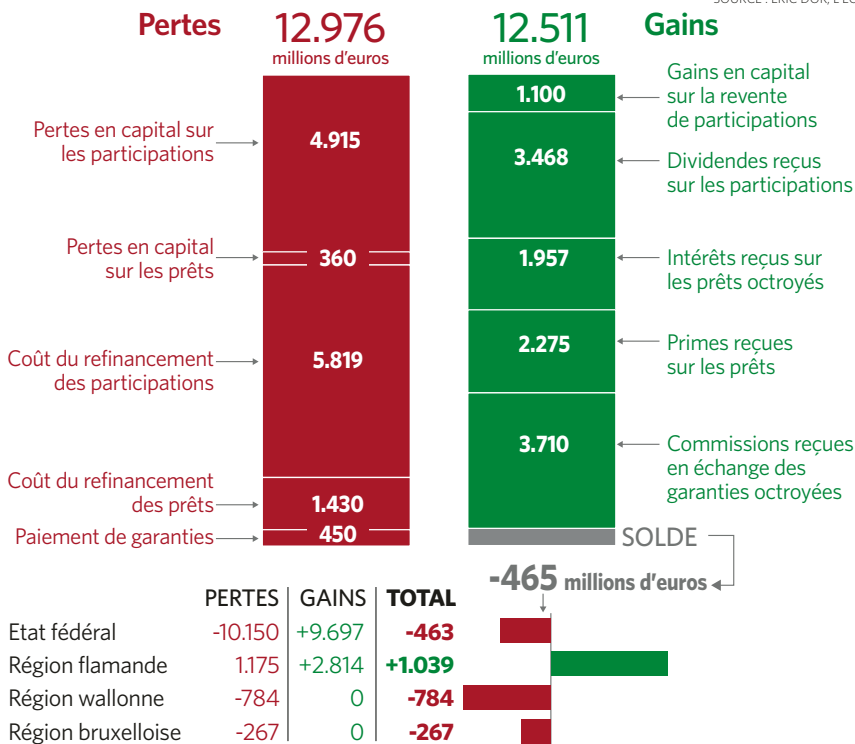
7 A-t-on assez puni ?

Le journal *Le Monde* avait fait le compte il y a deux ans : les pénalités infligées aux banques en raison de leur mauvaise conduite dans la crise des *subprimes* se

sont élevées à 150 milliards de dollars. Une grande partie de ces amendes ont été payées par les deux principales banques américaines : Bank of America (90 milliards) et JP Morgan Chase (46 milliards). On notera néanmoins que ce sont aussi les régulateurs américains qui ont été les plus actifs, même au-delà des délits causés sur le marché des *suprimes*. BNP Paribas, qui avait effectué des ➤

8 GAINS ET PERTES DE L'ÉTAT FÉDÉRAL ET DES RÉGIONS LIÉS AU SAUVETAGE DES BANQUES

SOURCE : ERIC DOR, L'ECHO



transactions avec des pays situés sur la liste noire des Etats-Unis, s'en souvient. La banque avait alors dû payer près de 9 milliards de dollars (à l'époque 6,6 milliards d'euros). Plus récemment, ING, prise dans un vaste scandale de blanchiment d'argent, a versé 775 millions d'euros aux autorités néerlandaises. Cela pour les pénalités financières.

Tous ces chiffres peuvent paraître colossaux. Ils ne le sont pas tant que cela. En 2017, ING a réalisé 4,9 milliards d'euros de bénéfices nets et BNP Paribas 7,8 milliards d'euros. Quant à JP Morgan Chase et Bank of America, leurs bénéfices cumulés l'an dernier dépassent les 40 milliards de dollars.

Pour les poursuites judiciaires, on notera que très peu de responsables ont été inquiétés, sauf en Islande où plusieurs patrons de grandes banques ont été emprisonnés.

8 Le contribuable s'en sort

En 2008, les pouvoirs publics sont intervenus massivement. L'Etat fédéral a ainsi acheté la part belge de Fortis, qui

a fait ensuite, avec l'arrivée de BNP Paribas, l'objet d'un nouveau deal dans lequel l'Etat a pris 11% de BNP Paribas Group, 25% de BNPP Fortis et 43,5% de RPI, le véhicule dans lequel étaient logés les actifs toxiques de Fortis. Dexia a dû être recapitalisée deux fois (en 2008 et 2011). Par ailleurs, l'Etat a dû racheter Dexia Banque Belgique (aujourd'hui Belfius) et donner sa garantie pour permettre au groupe de se financer. L'Etat a également recapitalisé Ethias et KBC. Il a aussi prêté 160 millions d'euros au Grand-Duché afin de l'aider à racheter Kaupthing Luxembourg et ainsi permettre de rembourser les épargnants belges.

L'inventaire des gains et des pertes n'est pas simple. « Dans les pertes, il y a les éventuelles moins-values sur les participations, explique Eric Dor. Des moins-values lors de la revente, mais aussi, dans le cas de Dexia, des pertes parce que l'on estime que les pouvoirs publics ont recapitalisé le groupe à fonds perdus. Dans le cas de Belfius, en revanche, il n'y a encore ni gain, ni perte, parce que la banque est opérationnelle, mais n'a pas encore été revendue. Côté

perdes, il faut aussi mentionner quelques rares emprunts qui n'ont pas été remboursés, et surtout les coûts de refinancement. » L'Etat a dû emprunter l'argent qu'il a utilisé pour stabiliser le système.

Du côté des gains, il y a les plus-values réalisées lors de la vente de certaines participations, les dividendes perçus, les paiements effectués par Dexia pour pouvoir se financer avec la garantie de l'Etat. Dexia a encore aujourd'hui une dette de 34 milliards d'euros garantie, sur laquelle le groupe paie 0,05%, soit 17 millions par an.

On ajoutera qu'à côté de l'Etat fédéral, les trois Régions ont également participé au premier renflouage de Dexia. La Wallonie et la Flandre ont aussi aidé Ethias, et la Flandre KBC.

Lorsque l'on tire les premières conclusions, on s'aperçoit que les Bruxellois sont définitivement perdants, car ils ont prêté 150 millions d'euros lors du premier sauvetage pour acheter des actions qui ne valent plus rien. Les Wallons et les Flamands ont également renfloué Dexia à perte. Mais les contribuables flamands avaient également accordé un prêt assorti de très fortes pénalités à KBC. Prêt remboursé et qui permet à la Flandre d'engranger une plus-value de 1 milliard.

Les contribuables wallons pourraient encore se refaire sur Ethias (ou plutôt sur sa maison mère Vitrufin), dont ils détiennent 25%, aux côtés de l'Etat fédéral et de la Flandre, si jamais ils décident de céder leurs parts dans l'assureur liégeois.

L'un dans l'autre, les pouvoirs publics ne sont donc pas encore rentrés intégralement dans leurs frais: selon Eric Dor, il resterait une perte de 465 millions, qui pourrait être effacée lorsque l'Etat mettra une partie du capital de Belfius en Bourse. Mais il faudra encore attendre un peu...

La véritable perte, en revanche, est économique: la crise de 2008 a mis un coup d'arrêt à la croissance, à l'emploi et à la hausse des marchés. Une instance du Congrès américain, le Government Accountability Office, estime le coût de la crise pour la seule économie américaine à une année de PIB, soit 13.000 milliards de dollars. Rapporté à la Belgique, cela ferait une ardoise économique de 400 milliards d'euros.

9 ÉVOLUTION DE LA BOURSE BELGE

SOURCE : EURONEXT

Variations du Bel 20 sur 20 ans. Depuis la crise, la Bourse belge n'a pas retrouvé la totalité du terrain perdu.



10 ÉVOLUTION DE LA BOURSE AMÉRICAINE

SOURCE : BLOOMBERG

Variations du Dow Jones sur 20 ans. Contrairement aux Bourses européennes, Wall Street s'est envolée.



9 Un trou de 50 milliards dans le portefeuille des Belges

Pour l'investisseur, la crise a également eu de grandes répercussions. La chute d'actions de bon père de famille comme les valeurs bancaires et, plus généralement, la forte tempête essuyée par tous les marchés ont évidemment laissé des traces dans les portefeuilles.

A la fin du mois de juin 2007, les ménages belges détenaient pour 934 milliards d'actifs financiers. Neuf mois plus tard, fin mars 2009, ces avoirs ne se montaient plus qu'à 880 milliards. La crise a donc effacé une bonne cinquantaine de milliards d'euros, dont une trentaine de valeurs dans les actions de sociétés cotées en Bourse ou non, détenues en direct. Les particuliers possédaient en effet avant la crise pour 234 milliards d'euros d'actions. Il ne leur en restait plus que 200 milliards fin mars 2009. Et les montants détenus indirectement,

via des fonds d'investissement, ont également fondu.

L'impact direct de la crise dans les portefeuilles a toutefois été assez rapidement oublié. Dès la fin de l'année 2009, le patrimoine financier des ménages est repassé au-delà de son niveau d'avant crise, et les Belges ont fêté la fin de l'année 2009 avec 945 milliards d'euros d'actifs financiers en poche. Depuis, ce montant n'a cessé de progresser. Aujourd'hui, ils en ont près de 1.400 milliards.

Toutefois, la crise a profondément changé le profil de l'épargnant. Le Belge, qui n'était pas un grand consommateur d'actions cotées en Bourse au départ, a été refroidi un peu plus encore. Les actions cotées représentaient entre 6 et 7% de son patrimoine en 2007. En 2018, cette proportion est tombée à moins de 5%. On ne peut pas lui en tenir grief. L'EuroStoxx 50, le principal indice des

valeurs européennes, n'a toujours pas retrouvé son sommet (4.759 points) de la fin du mois de mai 2007.

A l'inverse, et cela a été souligné de nombreuses fois, les livrets d'épargne, désormais garantis à hauteur de 100.000 euros par livret et par client, ont été pris d'assaut. Malgré leur faible rémunération, ils ont fait un tabac puisque leur encours a gonflé de 110 milliards en 11 ans, passant de 146 milliards fin juin 2007 à 256 milliards fin juin 2018.

Autre valeur refuge : l'immobilier. L'encours des crédits hypothécaires a explosé, passant de 121 milliards à l'été 2007 à 229 milliards cet été 2018.

10 Les Bourses américaines ont fait un carton

Ces dernières semaines de septembre et octobre 2018 ont été très volatiles sur les marchés. Les dernières enquêtes montrent que les gestionnaires de fonds sont désormais aussi pessimistes qu'en 2008. Mais ces 10 dernières années, la Bourse américaine a connu sa plus longue période de hausse (sans connaître des épisodes de baisse de 20% ou plus). Certes, il y a eu quelques périodes mouvementées, mais ces 3.500 jours de beau temps ont porté les indices à des records inégalés. Le 3 octobre dernier, le Dow Jones a atteint 26.828,39 points, alors qu'il végétait à 6.594 points le 5 mars 2009. L'investisseur qui aurait placé son argent début mars 2009 dans les actions américaines aurait vu sa mise multipliée par quatre.

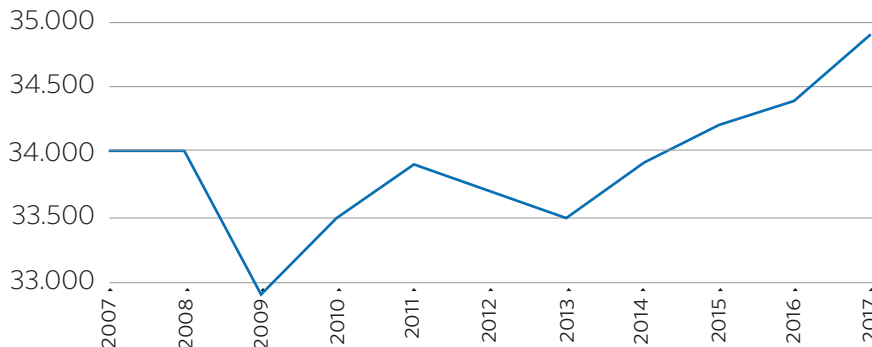
Pourquoi ce décalage entre l'Europe et les Etats-Unis? Les indices d'outre-Atlantique avaient déjà fait la course en tête lors de la précédente période de longue euphorie, qui s'était étalée entre 1990 et 2000 et qui avait été portée alors par les géants des high-tech et des télécoms de la Silicon Valley. Aujourd'hui, le moteur de la hausse réside parmi les géants du monde digital (Google, Amazon, Facebook, Apple, Netflix), qui sont... américains. Ensuite, l'économie de l'Oncle Sam, portée par les injections rapides et massives de la Réserve fédérale, s'est redressée bien plus vite et plus fort que l'économie européenne. Certes, beaucoup d'entreprises cotées en Bourse sont multinationales, mais même lorsqu'elles sont mondiales, les grandes entreprises américaines se reposent ➤

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

11 CROISSANCE ÉCONOMIQUE DE LA BELGIQUE

SOURCE : BNB

Evolution du PIB belge par habitant, en euros. Un redémarrage demeuré timide.

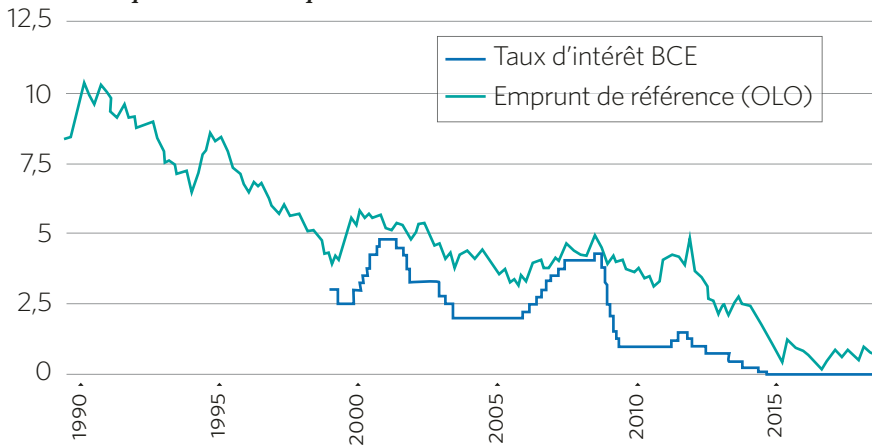


12 ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

SOURCE : BNB

Taux d'intérêt en % (moyenne des données journalières).

Une baisse quasi ininterrompue.



en grande partie sur leur marché national. Enfin, Donald Trump a permis à la hausse qui s'essouffait de se poursuivre grâce à un paquet de mesures fiscales favorables qui ont réduit l'impôt sur les bénéfices et incité les entreprises américaines à rapatrier leurs trésors de guerre offshore. Cela a favorisé les rachats d'actions propres et les hausses des dividendes. Et cela aussi pousse les indices vers le haut.

11 La reprise pousse en Europe

La grande différence entre les Etats-Unis et l'Europe réside dans cette capacité à cicatriser rapidement. En 2018, selon la Banque mondiale, le PIB américain atteindra 20.200 milliards de dollars. C'est à peu de chose près ce qu'il aurait affiché sans la crise, en tenant compte de la croissance potentielle de l'économie (c'est-à-dire du rythme de

croissance normal, sans surchauffe, de la machine américaine) estimée en 2005. En Europe, le tableau est différent. La crise a détruit des capacités de production et la cylindrée continentale a donc perdu de la puissance. Ce n'est qu'au printemps 2016 que la zone euro a retrouvé son niveau d'avant la crise, soit cinq ans après les Etats-Unis, qui avaient déjà réalisé ce rattrapage en 2011. Mais évidemment, outre-Atlantique, on n'a pas eu à subir l'impact de la crise de l'euro de 2011-2012. On notera que notre pays a fait bien mieux que la moyenne européenne, puisque cette remise à niveau s'est effectuée en 2011, tirée par la locomotive allemande et l'absence de mesures d'austérité trop rapidement. Mais il faut aussi tenir compte de la démographie: si l'on calcule le PIB par tête, ce rattrapage n'a en fait eu lieu qu'en 2014.

12 Des milliards de manque à gagner

Les investisseurs européens ont également appris, grâce à la crise, que les taux pouvaient devenir négatifs. Ces derniers sont apparus en zone euro en 2012, quand les investisseurs ont craint que l'euro ne périclité. Mais c'est aussi la conséquence de la politique de la Banque centrale européenne (BCE).

La BCE a commencé à adopter elle-même les taux négatifs en juin 2014, en les infligeant aux banques commerciales qui viennent déposer leurs excédents chez elle. Depuis mars 2015, ce taux de dépôt de la BCE est de -0,4%, alors que le taux directeur de la BCE est nul depuis le printemps 2016. Parallèlement, la BCE a mis en place, à partir du printemps 2015, un vaste programme de rachats d'obligations d'Etat qui, lui aussi, a poussé les taux longs vers le bas. Un investisseur qui achète des obligations linéaires de l'Etat belge reste soumis à un taux négatif sur les obligations de courte et de moyenne durée: fin octobre 2018, sur le marché secondaire, le taux des OLO à un an était de -0,62%, celui des OLO à quatre ans de -0,16% et ce n'est qu'à partir d'une durée de cinq ans que le taux redevenait très légèrement positif.

La BCE a poussé les taux d'intérêt vers des planchers insoupçonnés pour inciter les ménages à consommer plutôt qu'épargner, pour donner de l'air aux entreprises et aux Etats endettés et pour abaisser la valeur de l'euro face aux autres devises, afin d'aider l'Europe à exporter. Or, vu la fragilité de la reprise en Europe, il y a beaucoup de raisons pour maintenir des taux bas longtemps encore.

Et bien sûr, cela ne fait pas les affaires des rentiers. Le livret d'épargne n'offre plus souvent qu'un taux plancher de 0,11%: un taux de base de 0,01% et une prime de fidélité de 0,10% mais qui s'applique uniquement à l'argent déposé depuis un an. Le rendement moyen des dépôts d'épargne est donc en réalité inférieur à 0,11%. Selon les calculs d'Eric Dor, il évoluerait plutôt aux alentours de 0,03%. Cela signifie qu'avec 260 milliards sur les livrets, si les taux étaient restés à leur niveau de 2008, les Belges auraient perçu entre 6 et 7 milliards d'intérêts en plus sur leur épargne par an! Cela aussi, c'est l'impact de la crise. ©



« Trends-Tendances est le magazine économique de référence en Belgique. C'est toujours une source d'inspiration pour moi. »

GRÉGOIRE DALLEMAGNE

CEO EDF -Luminus



**NO TRENDS.
NO COMMENT.**



*Trends-Tendances,
l'hebdo qui vous inspire.*



QUEL MONDE L'ANNÉE 2008 NOUS A-T-ELLE LAISSÉ EN HÉRITAGE ?

Quand la crise financière devient une crise de foi

Les événements de 2008 ont profondément modifié notre monde. Ils ont permis l'émergence du sentiment populiste et ont définitivement enterré la suprématie des anciens pays industrialisés. Ils ont aussi instillé une défiance généralisée dans le système, accru les inégalités et même fragilisé notre santé mentale.

PIERRE-HENRI THOMAS

Pour clore cette série sur la crise de 2008, ouvrons à nouveau nos vieux livres de latin. On y voit que le mot « crédit » vient de « credere », qui veut dire : « croire, faire confiance ». Une crise du crédit signifie donc essentiellement que ceux qui ont prêté de l'argent ne croient plus en la capacité de leurs débiteurs à les rembourser. En ce sens, la crise de 2008 fut une gigantesque crise du « crédit », une énorme crise de foi, qui a laissé de profondes marques, en premier lieu sur les banques dont le métier, justement, est de « faire crédit ».

Au début de ce mois de septembre, le quotidien *L'Echo* publiait un sondage dans lequel il apparaissait que, depuis 2008, 52% des Belges avaient moins confiance dans les banques et que 15% des sondés avait changé d'établissement, 12 autres pour cent choisissant de répartir leurs avoirs entre plusieurs établissements.

La perte du crédit des acteurs financiers auprès de leur clientèle est sans doute l'impact le plus lourd laissé par le désastre des *subprimes*. Aujourd'hui, *Main Street* (l'homme de la rue) a divorcé de Wall

Street (le monde financier) et les raisons pour expliquer la rupture ne manquent pas.

Même si elles présentent désormais un montant de fonds propres nettement plus élevé qu'avant la crise, les banques présentent toujours une réputation lourdement entachée. Ce qui ne les aide pas, c'est l'impression qu'elles restent trop grandes (personnes n'a réussi à scinder véritablement les métiers de banques d'affaires et de banques commerciales) et diablement opaques, comme en témoignent les derniers scandales de blanchiment, touchant notamment ING et surtout Danske Bank. La filiale estonienne de la première banque danoise a vu passer, entre 2007 et 2015, 200 milliards d'euros de transactions sur ses comptes non résident, et beaucoup d'entre elles se sont révélées douteuses, voire carrément criminelles.

Parallèlement à ces récits montrant l'avidité, le manque de discernement, l'opacité ou la gouvernance défailante, la manière dont on a rafistolé le système bancaire en Europe ne restaure pas non plus la confiance ébranlée en 2008.

Qui croit encore son banquier ?

Pourtant, une des premières mesures prises au niveau européen, quelques jours après le déclenchement de la crise, a été de rehausser la garantie sur les dépôts à 100.000 euros par compte en banque (contre 50.000 auparavant). Les Etats européens étant conscients de leurs limites, ils ont aussi mis en place un mécanisme par lequel les fonds de garantie des dépôts, qui restent nationaux, et qui seraient sollicités en cas de faillite bancaire, sont financés (au compte-goutte) par la contribution des banques.

Toutefois, si une banque « systémique » venait à tomber en faillite, ces fonds ne suffiraient pas. Les banques financent donc aussi un autre fonds au niveau européen, le Fonds de résolution unique, qui sera doté de 55 milliards d'euros en 2023. Toujours dans le but d'éviter de devoir solliciter le contribuable lors des prochaines crises, l'Europe a pris d'autres dispositions. Elle fera désormais porter le poids de la restructuration ou de la liquidation d'une banque non seulement sur les actionnaires et les détenteurs d'obligations mais aussi sur les



OCCUPY WALL STREET
Le mouvement anti-capitaliste, qui célèbre ses sept ans en septembre, est un des multiples rejets de la perte de confiance provoquée par la crise.

BELGAIMAGE

||| *Aujourd'hui, 'Main Street' a divorcé de Wall Street, et les raisons pour expliquer la rupture ne manquent pas.*

grands déposants (ceux qui ont des dépôts de plus de 100.000 euros).

En théorie, ce mécanisme est censé donner davantage de stabilité. En pratique, il pourrait cependant aboutir, au contraire, à fragiliser le système: les grands déposants (fonds, assurances, etc.), en effet, seront désormais bien plus attentifs à la santé des banques et seront les premiers à retirer leurs billes si une rumeur venait à toucher l'établissement dans lequel ils ont déposé leurs avoirs.

Ils aggraveraient donc la situation de liquidité de ces banques et, dans les faits, il n'est donc pas sûr du tout qu'une prochaine crise bancaire ne sollicite pas à nouveau les poches des contribuables.

Lorsque l'Italie a dû sauver plusieurs banques de la région de Venise il y a quelques mois, elle n'a par exemple pas osé faire payer les particuliers qui possédaient des bons de caisse de ces établissements. Et c'est donc encore le contribuable qui a été obligé d'y aller de sa poche.

Et qui croit encore l'Etat?

On en est conscient au niveau européen. C'est pourquoi la Commission européenne a présenté voici près d'un an le projet de créer un « fonds monétaire international » à l'échelle du Vieux Continent. Une telle institution pourrait venir épauler un pays confronté à une grave crise bancaire et qui ne trouverait pas de ressources suffisantes pour l'affronter.

Cela nous mène à parler justement du crédit des Etats eux-mêmes. Car la perte de confiance causée par la crise s'est aussi manifestée à l'égard des obligations d'Etat que l'on n'ose d'ailleurs plus appeler, ➤

2008-2018 l'histoire cachée de la crise financière

comme avant, des «placements sans risque». La crise grecque est passée par là, qui a montré qu'un Etat du vieux monde industrialisé pouvait faire défaut. Lors du deuxième plan de sauvetage du pays, les investisseurs privés ont en effet accepté de perdre grosso modo 70% de la valeur de leurs titres. Mais la Grèce n'est pas le seul point d'interrogation. On s'interroge régulièrement sur la capacité des Etats à rembourser des dettes de plus en plus importantes (la dette publique française atteint les 100% du PIB). Et la situation de l'Italie suscite les plus fortes inquiétudes.

Les obligations des pays «forts» ne sont plus sans risques non plus. Car pour sauver l'économie européenne du marasme, la Banque centrale européenne (BCE) a commencé en 2015 à racheter des tombereaux d'obligations d'Etat de la zone euro. L'idée était de peser sur le

La crise a accéléré le remodelage du paysage économique mondial, en abaissant la croissance potentielle de nos pays, c'est-à-dire leur capacité à produire sans surchauffe.

marché, d'augmenter les cours de ces obligations et donc de faire baisser les taux (quand le cours d'une obligation monte, son taux descend automatiquement). Elle y a réussi puisque, aujourd'hui encore, une partie des taux d'intérêt sont négatifs en Europe. Mais cela signifie que lorsque la situation redeviendra normale, c'est-à-dire lorsque la BCE se retirera du marché, les cours descendront et les taux remonteront. La situation est identique

aux Etats-Unis où la Réserve fédérale est plus avancée que la BCE dans sa politique de normalisation. Les taux américains remontent d'ailleurs assez sensiblement ces derniers temps. La bulle obligataire créée, les banques centrales risquent donc d'exploser, créant de gros dégâts.

C'est l'économie, idiot !

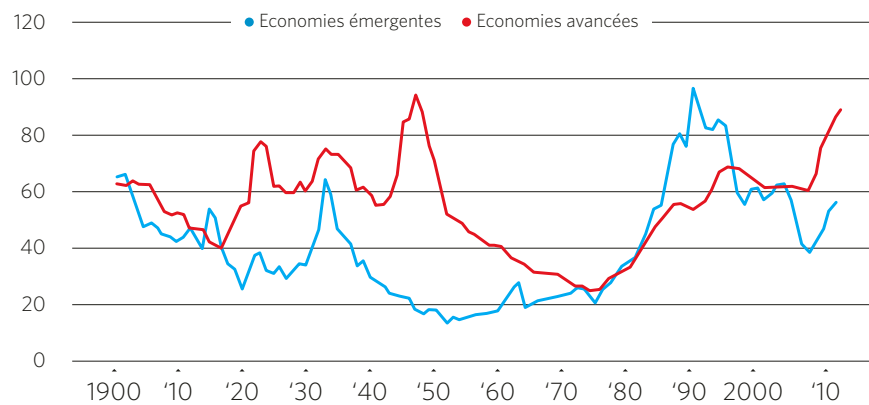
Mais les événements de 2008 ont aussi laissé leur empreinte sur le paysage politique. On l'avait peut-être oublié, mais l'économie est un élément de poids dans la vie politique des nations. Souvenez-vous : en 1992, Bill Clinton, en pleine campagne pour l'élection présidentielle américaine, choisissait comme «élément de langage» pour détrôner George Bush, un argument choc : «it's the economy, stupid» (c'est l'économie, idiot). Les Etats-Unis étaient entrés en récession, et Clinton voulait faire porter le chapeau à son concurrent. Il réussit et se retrouva à la Maison-Blanche.

Professeur d'économie politique à Harvard, Benjamin Friedman expliquait dans un livre rédigé en 2006, *The Moral Consequences of Economic Growth*, que la croissance économique suscite plutôt l'émergence d'idées politiques «progressistes» (au sens américain du terme, c'est-à-dire incitant à la réforme). A l'inverse, les récessions, en déstabilisant la société, font le nid de comportements autocentrés et plus agressifs. Dix ans avant l'arrivée de Donald Trump au pou-

LES ANCIENS ET LES MODERNES

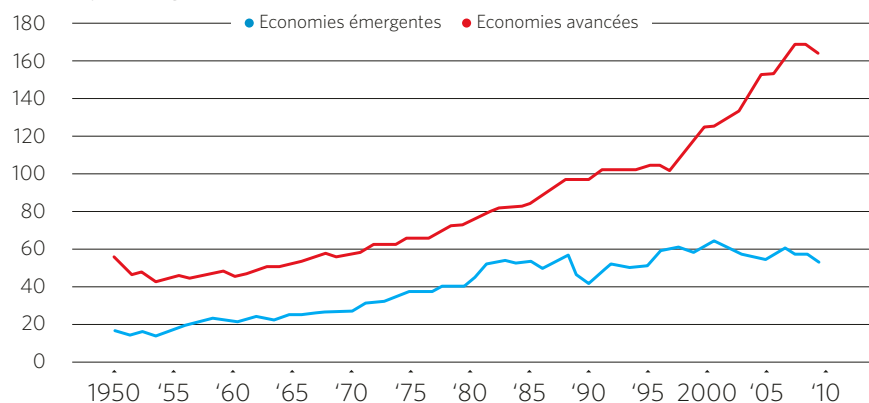
SOURCES : REINHART ET ROGOFF

Dettes des gouvernements en pourcentage du PIB (comparaison entre les économies avancées et les économies émergentes)



SOURCES : FMI, REINHART ET ROGOFF

Crédit domestique en pourcentage du PIB (comparaison entre les pays avancés et les pays émergents)



MATTEO SALVINI
C'est le vote anti-système né en partie de la crise de 2008 qui a mené au pouvoir le leader populiste italien.

BELGA IMAGE

voir, il écrivait déjà: «Je crois que la hausse, ces derniers temps, de l'intolérance et de l'incivilité et que l'érosion de l'esprit d'ouverture et de générosité qui a caractérisé d'importants aspects de la société américaine ces derniers temps, est, en grande partie, la conséquence de la stagnation du niveau de vie des classes moyennes américaine durant le dernier quart de siècle».

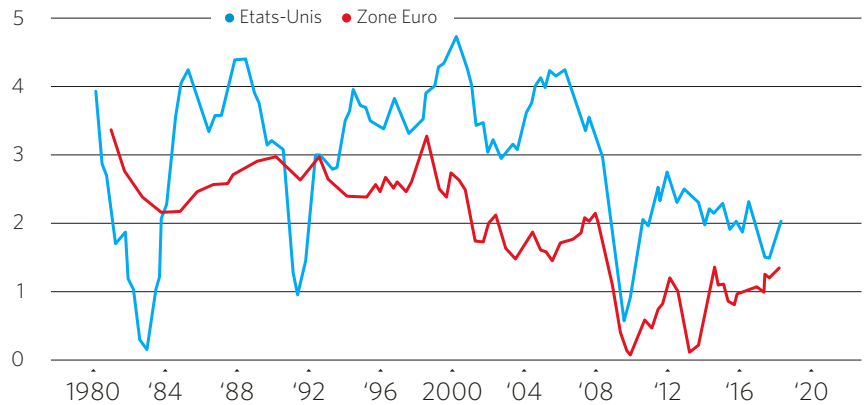
Lorsque la crise a éclaté, les chefs d'Etat des principaux pays du globe craignaient d'ailleurs l'explosion des ressentiments. Les membres du G20 réunis à Londres en 2009 avaient fait une déclaration destinée à éteindre l'incendie: «Nous avons la conviction que la prospérité est indivisible; que la croissance, pour être soutenue, doit être partagée; que les besoins et les emplois des familles laborieuses doivent être placés au cœur de notre plan de relance mondiale, non seulement dans les pays développés, mais aussi dans les pays émergents et dans les pays les plus pauvres du monde».

Ces principes, toutefois, n'ont pas vraiment été mis en application. Et deux ans et demi plus tard, en septembre 2011, naissait le mouvement «Occupy Wall Street» qui voulait «combattre les abus du capitalisme» et brandissait ce slogan «Nous sommes les 99%», une référence à l'écart de plus en plus grand existant entre les revenus des 1% les plus riches et les autres. Un écart énorme: aux Etats-Unis, «les 1%» cap-

L'ÉCONOMIE MARQUÉE À JAMAIS

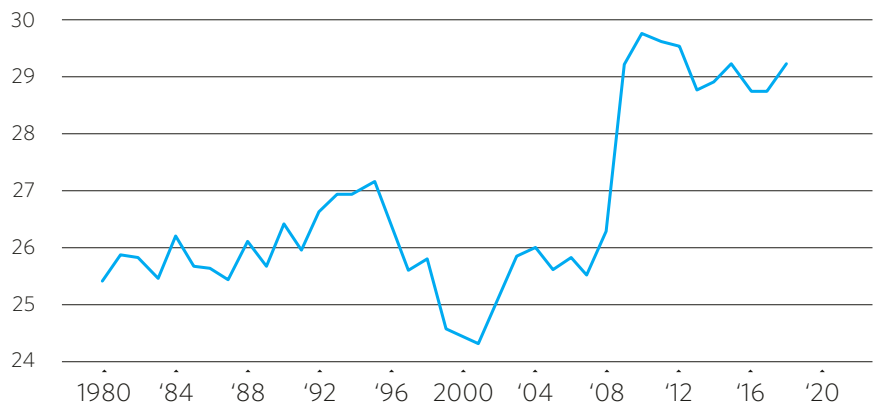
SOURCE : NATIXIS

Evolution de la croissance potentielle (taux de croissance annuelle)



SOURCE : NATIXIS

Taux d'épargne privée mondiale (en pourcentage du PIB)



tent à eux seuls plus de 20% du revenu national, soit autant que les 50% les plus pauvres.

Et l'écart ne cesse de se creuser car une bonne part du revenu des plus riches provient de leur portefeuille d'actions. Or, la Bourse américaine vit aujourd'hui le plus long cycle haussier de son histoire. Entre mars 2009 et aujourd'hui, l'indice S&P 500 qui reprend la valeur des principales sociétés américaines a quadruplé, alors que le salaire médian a stagné.

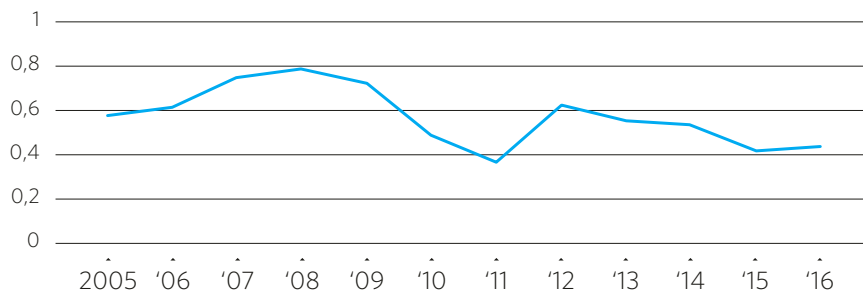
Un coup au moral

En frappant particulièrement les revenus et le logement des plus pauvres, et en déstabilisant l'édifice social, la crise de 2008 a provoqué chez les électeurs un vote «anti-système». C'est lui qui a porté Donald Trump au pouvoir. C'est lui qui a aidé à ➤

BIEN-ÊTRE : LE COUP DE CANIF

SOURCE : BUREAU FÉDÉRAL DU PLAN

L'indice de bien-être calculé par le Bureau du plan est la synthèse d'une série d'indicateurs dans le domaine de la santé, de l'emploi (taux de chômage, incapacité de travail), de niveau de vie, de formation et même un indicateur de « support social », qui estime la part d'individu qui peuvent compter sur l'aide de proches en cas de difficultés.



PAUVRETÉ
Elle augmente partout dans le «vieux monde» industrialisé, contrairement aux nations émergentes.

BELGA IMAGE

la victoire du Brexit au Royaume-Uni ainsi qu'à la montée en puissance des partis populistes (en France, Italie, Grèce, etc.) et des démocraties «illibérales» dans les anciens pays de l'Est (Pologne, Hongrie, etc.).

Et chez nous en Belgique? Contrairement aux Etats-Unis, la crise n'a pas débouché sur l'expulsion de millions de personnes de leur logement ou la ruine de centaine de milliers de pensionnés dont les fonds de pension possédaient des actions bancaires. Elle a néanmoins laissé des traces. Un baromètre récemment confectionné par le Bureau du Plan, montre, par exemple, une chute particulièrement sensible du sentiment de «bien-être» entre 2009 et 2010.

La cause première de ce mouvement n'est pas, comme on pourrait le penser,

||| **Une chose est certaine, nous verrons encore l'ombre des «cygnes noirs». Autant s'y préparer dès aujourd'hui.**

l'aggravation des soucis matériels immédiats. Elle est, et c'est plus étonnant, liée à la détérioration de l'état de santé. Le Bureau du Plan va même plus loin: «une explication probable, note-t-il, est que l'état de santé mentale des Belges s'est globalement dégradé depuis 2008, soit depuis le début de la crise économique et financière». La crise nous aurait tapé sur les nerfs.

En fait, cela se comprend: les turbulences économiques ont dégradé les conditions de vie et de travail en précarisant certains emplois, et en induisant une pression supplémentaire. Ce nouveau stress exerce à son tour un impact sur le

mental de la population. Il explique la hausse des burn-out et du nombre de personnes qui se déclarent en incapacité de travail. Un petit détour par les statistiques de l'Inami est éclairant. Entre 2007 et 2014, le nombre de journées d'incapacité de travail indemnisées a bondi de près de 40%, passant de 26,9 millions à 37,3 millions.

Quand les riches s'appauvrissent

La crise a également accéléré le remodelage du paysage économique mondial, en abaissant la croissance potentielle de nos pays, c'est-à-dire leur capacité à produire sans surchauffe. Autrement dit, le moteur de nos économies a désormais une cylindrée plus modeste. Certes les problèmes de productivité de nos pays développés ne sont pas neufs. Ils ont commencé au moment des deux chocs pétroliers. Mais comme le montre le graphique ci-contre, la croissance potentielle des économies américaines et européenne en a pris un coup après 2008. La crise a accéléré la désindustrialisation dans les vieux pays industrialisés de l'OCDE. Or, c'est dans l'industrie que l'on peut engranger le plus de gain de productivité et le plus de croissance.

Ces activités industrielles sont relogées dans les pays émergents, qui rattrapent ainsi le niveau de vie des économies avancées. L'OCDE prévoit pour cette année une croissance de 5,2% pour les 20 principaux pays émergents, contre 2,2% seulement pour les 20 principaux pays de nos vieilles économies.

Cette évolution a au moins deux effets. Le premier, c'est que pour continuer à soutenir leur train de vie dans un contexte de faible croissance, les pays avancés s'endettent à des niveaux record. Leurs ardoises n'ont jamais été aussi importante depuis la Seconde Guerre mondiale. Et du coup, le risque associé aux obligations émises par les pays «avancés» rejoint peu à peu celui des titres émis par les pays «émergents».

Le second, c'est qu'on assiste, comme l'explique Patrick Artus, l'économiste en chef de la banque Natixis, à un «transfert de la pauvreté des émergents vers les

pays de l'OCDE». Les ouvriers des pays émergents sont mieux payés, alors que les travailleurs les moins éduqués des pays riches voient leurs revenus baisser. Ce transfert est visible dans les statistiques: nous assistons ces dernières années à une baisse spectaculaire de la population pauvre (celle qui dispose de moins de 1,9 dollar par jour pour vivre) en Chine, en Asie de l'Est, en Inde, etc. Alors que, aux Etats-Unis, au Japon et en Europe, la proportion de la population qui vit en dessous du seuil de pauvreté (ceux qui, dans nos pays, ont moins de 60% du revenu median) est en augmentation.

Bref, la crise nous a fragilisés et appauvris.

Plus jamais cela ?

Reste une dernière question: cette crise est-elle la dernière? En juin 2017, celle qui préside encore la Fed, Janet Yellen, discute avec l'économiste britannique Nicholas Stern, ancien vice-président de la Banque mondiale, à l'occasion d'un débat organisé par la British Academy. La présidente de la Réserve fédérale explique que le système bancaire est désormais plus sain et plus fort, grâce aux *stress tests* qu'il subit régulièrement et aux capitaux supplémentaires qui sont exigés des banques. Et elle laisse éclater son optimisme. «Irais-je jusqu'à dire qu'il n'y aura plus de crises financières, demande-t-elle? Cela serait aller trop loin, mais nous sommes beaucoup plus en sécurité. J'espère – et je pense – qu'il n'y aura pas d'autres crises financières de notre existence.»

C'est sans doute le rôle des banquiers centraux de rassurer. Toutefois, «nous serions bien avisés de ne pas tomber dans la croyance que nous serions plus malins que nos prédécesseurs, avertissent les deux économistes américains Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ⁽¹⁾. Si l'on retourne quelques années en arrière, rappellent-ils, beaucoup auraient affirmé que les progrès réalisés dans l'ingénierie financière avaient dompté les cycles économiques et limité les risques de contagion financière». Or, on l'a vu, ce sont au contraire ces nouveaux instruments (les obligations adossées aux crédits immobiliers, dérivés de crédits, etc.) qui ont spectaculairement accéléré la propagation de la crise.

Nous ne prendrons donc pas le risque de prévoir l'absence de toute crise majeure dans le futur. Car ces événements imprévisibles, ces «cygnes noirs» pour reprendre l'expression de l'essayiste Nassim Taleb, sont inhérents à la vie économique, voire à la vie tout court. Où apparaîtront-ils? Dans la zone euro, en raison de la fragilité persistante de nombreux Etats européens engoncés, comme l'Italie, dans une faible croissance et un endettement grandissant? Aux Etats-Unis où la réapparition d'un double déficit (déficit de la balance courante et déficit budgétaire) est également préoccupante? En Chine où la croissance est allée de pair avec un excès d'endettement dans l'immobilier? Des systèmes informatiques soumis à un gigantesque piratage? Du ciel où l'impact économique des catastrophes climatiques va en s'intensifiant?

Personne ne sait. Mais une chose est certaine, nous verrons encore l'ombre de ces grands oiseaux noirs. Autant s'y préparer dès aujourd'hui. ©

⁽¹⁾ Dans leur célèbre essai retraçant huit siècles de folies financières: «This Time is Different», 2009.



Future-proof Investment Management

Where to invest. How to invest.
When to invest.

Wednesday,
February 13th, 2019
Hotel Sheraton Brussels
Airport - Belgium

investmentsummit.be

CONFIRMED PARTNERS

Main partners



Booth partners





ENTRETIEN AVEC DIDIER REYNDERS,
MINISTRE DES FINANCES EN SEPTEMBRE 2008

« Nous n'avons pas la boîte à outils »

Il est aujourd'hui ministre des Affaires étrangères, mais à l'époque de la crise, Didier Reynders était le grand argentier du gouvernement d'Yves Leterme. Il est aux premières loges quand, le week-end du 27-28 septembre 2008, la crise frappe la Belgique de plein fouet. Il a alors bien peu d'outils pour faire face aux événements. **PROPOS RECUEILLIS PAR PIERRE-HENRI THOMAS**

Le vendredi 26 septembre, Fortis sombre. Quelques jours plus tard, Dexia prend l'eau. KBC, Ethias connaissent de grandes difficultés, et les déposants de la succursale belge de Kaupthing, rattachée à la filiale luxembourgeoise du groupe finlandais, devront être sauvés. Dix ans après ces événements, Didier Reynders se rappelle: l'absence du management de Fortis, l'arrogance néerlandaise, et la gorge un peu sèche quand il faut engager la garantie du pays à hauteur d'une centaine de milliards pour sauver Dexia...

TRENDS-TENDANCES. Quand avez ressenti la réelle gravité de la crise?

DIDIER REYNDERS. Il y a d'abord eu divers signaux qui se sont allumés dans certains endroits. Nous avons suivi l'évolution des événements aux Etats-Unis et au Royaume-Uni dès 2007, comme la faillite de Northern Rock. A l'Eurogroupe (*réunion des ministres des Finances de la zone euro, Ndlr*) et à l'Ecofin (*conseil des ministres des Finances de l'Union européenne, Ndlr*), nous avons des discussions régulières et des points d'infos avec la Banque centrale européenne (BCE). Le volet des crédits hypothécaires américains était

donc évoqué. Les problèmes de Northern Rock, au Royaume-Uni, aussi. Mais nous nous disions: c'est triste ce qui arrive là-bas. Les banques belges avaient le même regard. Peu après les problèmes de Northern Rock, Fortis procédait à l'augmentation de capital qui devait financer le rachat d'ABN Amro. Il y a eu ensuite la faillite de Lehman Brothers. On a vu

alors que cette crise devenait plus inquiétante. Le gouvernement américain avait fait le choix de montrer que l'on pouvait ne pas faire confiance à une très grande institution bancaire, avec le risque d'assécher le marché du crédit interbancaire. Puis il y a eu la surprise de l'ampleur des problèmes. Elle s'est manifestée lors du match Standard-

LE PLUS MAUVAIS SOUVENIR : LES NÉERLANDAIS

Pour Didier Reynders, avec le recul, le moment le plus désagréable de cette crise aura été celui où le ministre néerlandais des Finances Wouter Bos expliquait triomphalement aux médias que les Pays-Bas, après avoir rompu un premier accord et refusé de sauver l'ensemble de Fortis, avaient racheté les *gezonde delen* (les parties saines) du groupe.

« J'étais le 5 octobre à l'Ethias Trophy à Mons, se souvient Didier Reynders, et je suis sorti des tribunes pour le rappeler et lui dire:

'Ça ne va pas. Cela serait-il vrai, on n'humilie pas publiquement un partenaire avec qui l'on vient de faire un deal. Et ensuite, cela n'était pas vrai. La suite l'a montré: nous avons fait des plus-values sur nos participations, nous avons montré la solidité du partenariat. De leur côté, les Pays-Bas ont dû assumer pas mal de problèmes, chez ABN Amro, chez ING ensuite... »
Didier Reynders poursuit: « Les Luxembourgeois ont été tout à fait corrects dans

le dossier Fortis et cela a créé un climat favorable à l'opération Kaupthing par la suite. Mais avec les Pays-Bas, nous avons senti une volonté de séparation et une arrogance ». Après ces déclarations de Wouter Bos, il n'y a d'ailleurs plus eu de réunions Benelux pendant un temps. « Nous n'étions plus vraiment demandeurs, dit Didier Reynders. Ensuite, les majorités ont changé. Les personnes aussi. » Et le Benelux se réunit à nouveau...

Anderlecht le vendredi 26 septembre. Nous étions à Seraing avec le gouverneur de la Banque nationale Guy Quaden et Yves Leterme quand on nous a annoncé les difficultés de Fortis. Ce qui était le plus saisissant à l'époque n'était pas que Fortis ait des problèmes, mais le fait que le marché interbancaire ait été tellement asséché et qu'on nous dise que Fortis ne passerait pas le lundi.

Les jours précédents, aucun banquier n'était venu vous trouver pour évoquer cette situation ?

Non. Et cela a été aussi une des difficultés: non seulement ils n'étaient pas venus nous trouver auparavant, mais ils étaient partis! Chez Fortis, le CEO Jean-Paul Votron avait démissionné en juillet. Je n'ai plus vu Herman Verwilt (*qui était devenu CEO*), et le président Maurice Lippens était souffrant. Il n'y avait plus que Philippe Bodson, au conseil d'administration, et Filip Dierckx, au comité de direction, plus quelques responsables néerlandais, pour assumer. Dans les premières heures, il a été très difficile d'avoir une information de qualité sur la structure et sur les produits. Toutefois, dès le début, avec le Premier ministre Yves Leterme, nous avons poursuivi un objectif central : qu'aucun épargnant ne perde un euro.

Il y avait une cohésion au sein du gouvernement sur la marche à suivre ?

Nous avons pu avancer avec les équipes, avec Peter Praet (*alors directeur à la BNB*), Jean-Paul Servais (*qui préside la Commission bancaire*), Koen Van Loo (*qui dirige la SFPI, la Société fédérale de participations et d'investissement*), Olivier Henin (*chef de cabinet*), Pierre Wunsch (*autre membre du cabinet*), etc. J'ai pu compter pendant toute cette période sur une forte relation de confiance avec Yves Leterme. Chaque fois qu'il a fallu, il a assumé son rôle. Il était là lorsque nous avons dû négocier avec le Premier ministre néerlandais Jan Peter Balkenende la vente de Fortis (*le prix de cession de la partie néerlandaise de Fortis aux Pays-Bas a été négocié lors d'un tête-à-tête entre les deux Premiers ministres, Ndlr*), ou quand il a fallu aller à l'Elysée pour choisir un nouveau dirigeant pour Dexia. Mais on sent bien que, lorsqu'il s'agit de décision importante, la cohésion a des limites.

« Dès le début, avec le Premier ministre Yves Leterme, nous avons poursuivi un objectif central : qu'aucun épargnant ne perde un euro. »



CHRISTOPHE KETELS / BELGAINMAGE

ARCO : «NOUS SAVIONS DÈS LE DÉBUT QUE NOUS ÉTIIONS À LA LIMITE»

Nous avons rencontré Didier Reynders quelques jours avant la décision du gouvernement de reporter l'introduction en Bourse de Belfius. Mais sur ce dossier, le vice-Premier libéral nous avait réitéré sa conviction qu'il fallait séparer le dossier du remboursement des coopérateurs d'Arco et celui de la mise en Bourse de la banque publique. Et il avait rappelé que, dès le début, ce compromis politique était «limite». Il comportait donc

un risque de ne pas passer l'obstacle européen... «Moi, ce que je voulais, c'était réussir l'opération Dexia. Je n'étais pas demandeur de trouver une solution spécifique pour les coopérateurs d'Arco ou Ethias, note aujourd'hui Didier Reynders. A l'époque, j'avais comme responsabilité de voir des millions de clients de Fortis, de Dexia, puis KBC en difficultés. Il fallait régler la situation des épargnants.

C'était une démarche d'intérêt général. Puis, il y a le débat politique sur les conditions que chacun a imposées pour que l'opération se fasse. Nous avons terminé la négociation sur Dexia au palais d'Egmont pendant la nuit du 8 au 9 octobre 2008. Il y a eu un *kern* au petit matin dans ce qu'on appelle le «salon des dames», au cours duquel certains ont formulé une demande sur

Arco (*garantir les parts de coopérateurs, Ndlr*) et sur le compte First d'Ethias (*assimiler cette police d'assurance à un compte bancaire pour qu'il puisse bénéficier de la garantie sur les dépôts, Ndlr*). On a considéré que l'on pouvait assimiler les coopérateurs aux épargnants. Mais j'ai dit que cela devait ensuite partir vers l'Europe. Nous savions dès le début que nous étions à la limite.»

Comme ministre des Finances, je l'ai surtout ressenti lorsqu'il a fallu signer pour Dexia une garantie de 100 milliards d'euros (*le Luxembourg, la France et surtout la Belgique avaient garanti le financement de Dexia à hauteur de 90 milliards en octobre 2008, puis de 150 milliards en novembre, Ndlr*). Mais ce qui a joué beaucoup pour convaincre le gouvernement est le fait que, grâce au carnet d'adresses que j'avais constitué étant aux Finances depuis 1999, nous avons pu faire venir le président de la BCE Jean-Claude Trichet, Jean-Claude Juncker (*alors Premier ministre luxembourgeois*) et Christine Lagarde (*alors ministre française des Finances*). Parce que quand le problème Dexia est arrivé, on a compris qu'il devenait impossible pour la Belgique de supporter l'effort seule. On parlait de banques dont la taille de bilan était un multiple du PIB du pays. D'où la décision, dans le dossier Fortis, de travailler avec BNP Paribas et de mobiliser les actionnaires de Dexia.

Pourquoi la Belgique a-t-elle été un des premiers pays européens touchés par la crise ? Erreur de management des banques ?

Il y a un ensemble d'éléments, mais le point de départ est l'abondance de liquidités. Fortis, Dexia ou KBC ont financé l'économie belge, mais avaient tellement de dépôts qu'elles pensaient à autre chose. Du côté de Fortis, c'était le vieux rêve de racheter les Néerlandais d'ABN Amro. Du côté de ce qui s'appelait encore le Crédit Communal, c'était de s'allier au Crédit Local de France et de

monter un groupe international de financement aux collectivités. Du côté de KBC, c'était l'expansion en Europe de l'Est. Puis à ces politiques, se sont greffées des prises de risques. Comme je l'ai dit au Parlement, le monde bancaire avait en cette période connu trois époques. Celle où un banquier expliquait à un client un produit qu'ils comprenaient tous les deux. Puis celles où le banquier expliquait un produit que le client ne comprenait plus. Puis celle, et nous y étions à ce moment-là, où ni le banquier ni le client ne comprenaient le produit, mais tant que le rendement était bon...

Les spéculateurs ne se sont pas dit qu'il était plus facile d'attaquer les banques de petits pays dont les capacités budgétaires ne sont pas illimitées ?

Le marché a-t-il ciblé la Belgique ? C'est possible. Pourtant notre pays n'était pas le plus mal placé en termes de capacités financières. Nous avons réduit notre

«Lors de la crise, chaque régulateur a vu des feux orange s'allumer au-dessus de l'une ou l'autre institution. Mais personne n'avait vu que les feux clignotaient un peu partout.»

endettement, nous nous rapprochions des 80% du PIB et surtout de la moyenne européenne, alors que nous étions à 140% du PIB au début des années 90. La crise nous a fait repasser au-dessus des 100%, mais nous sommes toujours dans la moyenne européenne.

Le fait d'avoir été touché le premier a eu aussi un impact : nous n'avons pas

pu créer un plan de sauvetage global pour les banques. Nous avons dû développer des plans au cas par cas, ce qui nous a obligés à négocier chaque fois avec la Commission européenne. Peut-on le regretter ?

Oui, on peut le regretter. Mais nous n'avions pas la boîte à outils qui a été créée par la suite au niveau européen. Nous avons dû agir au coup par coup.

La crise n'a-t-elle pas rompu une certaine harmonie entre partenaires européens ? Les relations avec les Pays-Bas se sont par exemple à un moment tendues (lire l'encadré «Le plus mauvais souvenir : les Néerlandais»).

On a en effet senti la volonté de travailler chacun chez soi, ce qui explique la grande difficulté de mettre en place des outils européens. Ce n'est que deux ans plus tard, en 2010, sous la présidence belge, que l'on mettra en place les trois structures européennes de contrôle des marchés, des banques et des assurances

et que l'on chargera la BCE de contrôler le volet systémique (*la BCE devenant plus tard le superviseur bancaire, Ndlr*). Aujourd'hui encore, nous ne sommes pas au bout de l'Union bancaire et du mécanisme de résolution des crises.

Des regrets ?

Sur le processus, non, pas vraiment. On peut discuter de la justesse des prix et de



chaque mesure dans le détail. Mais je le répète, nous n'avons pas de boîte à outils.

Vous ne vous êtes pas dit à un moment: nous n'y arriverons pas?

Non. Quand on est dans un tel flux de décisions à prendre, heure par heure, on ne peut faire qu'avancer. Et je me considérais comme bien entouré. Tant sur le plan interne que sur le plan européen, nous avions des contacts pour conforter nos analyses. Les décisions n'étaient pas prises à la légère. Et nous savions que nous les prenions pour garantir l'épargne. Je ne parle pas de l'impact économique général de la crise mais lorsque je regarde aujourd'hui le résultat sur le plan financier – avec les dividendes, les reventes de Fortis, d'actions BNP, les remboursements des prêts, etc. – je constate que nous sommes rentrés dans nos frais, sans compter ce que nous avons demandé aux banques en termes de taxation supplémentaire. Bien sûr, il reste un risque sur Dexia. Mais plus sur Fortis, KBC, Belfius, etc. Aujourd'hui, quand on s'interroge sur Belfius, c'est pour se demander quel sera le montant de la plus-value que nous ferons lors de la vente. On ne parle pas de perte.

La crise a montré la faiblesse du système bancaire. Est-il réparé aujourd'hui ?

Je ne vais pas entrer dans le détail de

toutes les mesures qui ont été prises, et il y en a beaucoup. Mais la crise a montré que malgré leur solvabilité et leur respect des réglementations de l'époque, les banques pouvaient avoir d'énormes problèmes de liquidités. L'accent a donc été mis sur ce sujet. Aujourd'hui, les institutions sont regardées de plus près, elles sont soumises à des *stress-tests*. La coordination internationale a également été améliorée. Lors de la crise de 2008, chaque régulateur a vu des feux orange s'allumer au-dessus de l'une ou l'autre institution. Mais personne n'avait vu que les feux clignotaient un peu partout. Le rôle des structures de supervision européenne a donc été renforcé. Nous pouvons désormais avoir une vue générale.

La crise a aussi montré la faiblesse de la zone euro...

Elle est passée au travers des turbulences. Nous avons pris des mesures de soutien et de solidarité dans la résolution des crises bancaires et des crises de dettes souveraines. Mais nous ne sommes pas au bout, ni de l'union bancaire, ni de la création d'un vrai ministère des Finances, d'une véritable trésorerie et d'une vraie capacité d'action à l'échelon européen. Il subsiste toujours ce débat entre ceux qui disent que l'Europe est un échec et ceux qui, comme moi, pensent que nous n'allons pas assez loin dans l'intégration européenne. Nous

avons une Banque centrale et une politique monétaire intégrée, mais comment peut-on faire vivre cette zone monétaire si l'on refuse indéfiniment de progresser dans le domaine budgétaire et de contrôle du secteur financier?

Nous sommes suffisamment armés pour affronter une autre tempête ?

J'espère qu'une nouvelle crise de cette ampleur n'arrivera pas avant plusieurs générations! Mais nous sommes mieux armés pour détecter les signaux et corriger et prévenir certains éléments afin d'éviter de se retrouver à nouveau dans un stade de football en se demandant ce que l'on doit faire. Nous avons mis en place une solidarité européenne – même si elle n'est pas parfaite – afin de ne pas revivre ce que nous avons vécu avec les Pays-Bas sur Fortis. Nous nous rendons compte que nous avons intérêt à travailler davantage ensemble. Mais cela reste un débat de fond sur la construction européenne: nous sommes toujours à la merci du refus de certains partenaires de bouger. D'où aussi cette idée d'un fonds monétaire européen. Certains disent que l'Europe est la cause de tout et donc qu'il faut tout arrêter. Je suis au contraire d'avis que nous n'avons pas assez avancé. Sur l'immigration, la zone euro ou l'état de droit, nous devons oser le débat européen. Sinon, c'est le repli individuel et le populisme. ©



« Nous résistons mieux à la press

« La crise financière aurait-elle pu être évitée? Oui, peut-être, si les Américains n'avaient pas laissé tomber Lehman Brothers. » Selon Jozef De Mey, président d'Ageas, l'héritière de Fortis, ce fut le catalyseur de la plus grande crise financière de ce siècle. Mais les racines du mal étaient plus profondes. PROPOS RECUEILLIS PAR PATRICK CLAERHOUT / PHOTOS: KAREL DUERINCKX

Vendredi 26 septembre 2008. Chez Fortis, en conférence de presse, on tient des propos plutôt rassurants. Le lendemain, des investisseurs et des épargnants inquiets vident leur compte. C'est à l'issue de ce funeste week-end que la banque aura été nationalisée. A cette date, si Jozef De Mey n'exerce plus de fonction opérationnelle chez Fortis, il est toujours administrateur de différentes filiales de Fortis Assurances. Notamment la joint-venture assurances de Fortis en Thaïlande.

« J'étais à l'aéroport de Bangkok lorsque j'ai reçu un appel, se souvient-il. Le message était clair: Fortis est dans de mauvais draps. Dur à avaler. Tout le monde a été surpris par la rapidité et l'importance de la crise, moi le premier. Je ne m'attendais pas à ce qu'elle prenne une telle dimension. En 2008, j'ai vécu la crise à distance. Ce n'est qu'en 2009 que je me suis trouvé à nouveau impliqué, lorsque le groupe chinois Ping An m'a demandé d'entrer dans le nouveau conseil d'administration de Fortis Holding, et de conduire les négociations avec l'Etat belge et BNP Paribas. »

La suite appartient à l'histoire. Fortis a d'abord été sauvée par les Etats belge et néerlandais, mais la solution s'est vite avérée instable. La banque est alors tombée dans l'escarcelle de BNP Paribas, alors que la branche assurances prenait un nouveau départ. En 2009, Jozef De Mey devient président de Fortis Holding, qui sera rebaptisé Ageas quelques années plus tard. Il convainc Bart De Smet d'occuper le poste de CEO et Ageas a depuis lors réalisé un remarquable parcours: reprise, expansion et internationalisation.

Au point que l'entreprise suscite la convoitise de repreneurs potentiels.

L'agence de presse américaine Bloomberg annonce fin juillet que le conglomerat chinois Fosun prépare une offre d'achat sur Ageas. Qui aurait imaginé cela voici 10 ans?

TRENDS-TENDANCES. Etes-vous fier du parcours d'Ageas?

JOZEF DE MEY. Le mot fier est sans doute exagéré, mais nous pouvons être satisfaits de ce que nous avons accompli. En 2008-2009, personne ne savait comment les choses allaient évoluer et sur quoi tout cela allait déboucher.

Quel a été le moment crucial dans cette période?

Le point capital, c'est qu'en 2009, nous avons renégocié l'accord d'origine avec l'Etat belge et BNP Paribas. Il ne faut pas

« Pour les actionnaires, la nationalisation, suivie de la vente de Fortis Banque aux Français, ce n'était naturellement pas le meilleur choix. »

oublier que le premier plan prévoyait que l'assureur belge AG Insurance allait être complètement absorbé par BNP Paribas. Un de nos principaux objectifs, dans les négociations, était de récupérer les AG. Je savais très bien que nous avions besoin du cash-flow des AG pour développer Ageas dans les régions en croissance comme l'Asie. Sans cette base, il aurait été très difficile d'amener l'entreprise là où elle est aujourd'hui. Si nous voulions développer un projet industriel, nous avions besoin du cash des AG. **Lorsque vous vous penchez sur cette douloureuse période de 2008, que pensez-vous?**

Je me pose toujours deux questions. Premièrement, la crise financière aurait-elle pu être évitée? La faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers a été cruciale dans la mesure où elle a entraîné une crise de confiance dans le secteur bancaire. C'était un catalyseur, les causes étaient plus profondes. Les années qui ont précédé ont été marquées par une très forte pression des marchés sur les entreprises et les institutions financières. On exigeait des rendements de 15% et plus. Les banquiers ont créé des produits qui rendaient de tels rendements possibles et parallèlement, grâce à leurs modèles théoriques, ils étaient estampillés « sans risque ». Mais les modèles rationnels, mathématiques, ne tiennent pas compte de la nature humaine. Certains en ont abusé et accordé des prêts hypothécaires à des personnes dont on savait pertinemment qu'elles ne pourraient pas les rembourser. Et si vous faites cela à grande échelle, il y a un problème.

Et la seconde question que vous vous posez?

Aurions-nous pu gérer la crise autrement? Notamment dans le cas de Fortis. Je crois qu'au bout du compte, l'Etat belge n'a pas fait de mauvaise affaire avec Fortis. La banque et l'assureur ont été sauvés, probablement sans perte financière. Mais pour les actionnaires, la nationalisation, suivie de la vente de Fortis Banque aux Français, ce n'était naturellement pas le meilleur choix. J'ai longtemps défendu l'idée de conserver entier le groupe Fortis et de ne pas vendre la banque, mais je n'y suis pas parvenu.

Rétrospectivement, vous voyez cela comme une occasion manquée?

Il est toujours facile de parler après

ion des marchés financiers»

coup. Il faut tenir compte du fait que certaines décisions, en 2008, ont été prises chaque fois en un seul week-end. Dans des circonstances normales, un tel processus de reprise exige plusieurs mois. Mais le temps faisait défaut et personne ne voulait courir le risque de voir les choses mal se passer avec la banque. Vu les circonstances...

Vous parlez de la pression des marchés financiers comme étant une des causes de la crise. Mais Ageas est toujours cotée en Bourse... Cette pression des marchés est-elle encore présente?

Oui, et elle le sera toujours. Nous avons toutefois appris à mieux la gérer. Nous résistons mieux à cette pression aujourd'hui. Ageas a une stratégie claire et communique en toute transparence sur le sujet. Celui qui n'est pas d'accord avec cette stratégie ne doit pas acheter d'actions Ageas. Et que nous soyons comptables de la mise en œuvre de cette stratégie, que les marchés exigent que nous fassions ce que nous avons annoncé, c'est normal. Mais nous n'allons pas définir nos objectifs financiers en fonction de leurs desiderata ou des performances d'un concurrent. Notre point de départ, c'est la spécificité d'Ageas, et nous y associons des objectifs financiers, ambitieux mais réalistes. Ageas ne se laisse pas prendre au jeu du concours où vous devez être le meilleur ou le plus beau de la classe. Nous nous efforçons de garder les pieds sur terre. Ageas est un assureur européen de taille moyenne. Et ce modèle a ses limites.

Les risques du secteur financier sont-ils davantage sous contrôle aujourd'hui qu'il y a 10 ans?

Le temps, les ressources humaines, la vigilance et l'énergie que les organismes financiers investis- ➔

QUID DE LA SUCCESSION ?

Votre mandat d'administrateur s'achève en 2019.

Vous aurez alors 76 ans. Le bon moment pour quitter la présidence d'Ageas ?

Nous devons encore en discuter. Mais ne vous inquiétez pas : je n'ai pas l'intention de rester ici encore 10 ans. J'ai en tête les noms de quelques successeurs potentiels. Du reste, il n'y a pas que le nom de mon successeur qui compte. Il y a aussi le calendrier. Cela peut être 2019, mais aussi un peu plus tard.

Le mandat de CEO de Bart De Smet s'achève en 2021. Pourrait-il être le successeur adéquat ?

Il peut assurément être candidat, mais je ne sais pas ce qu'il en pense. Je ne le lui ai pas encore demandé.



sent aujourd'hui dans la gestion des risques est sans rapport avec la situation il y a 10 ans. Mais ce n'est pas une garantie que rien ne peut arriver. Nous possédons de magnifiques modèles pour cartographier les risques, mais une fois encore, il faut être prudent avec les modèles. J'estime qu'il est beaucoup plus important de laisser parler le bon sens.

En tant que président, vous avez longtemps dû faire front face au mécontentement des actionnaires lors des assemblées générales. Cela s'est-il calmé ?

Les assemblées d'actionnaires sont devenues beaucoup plus calmes ces dernières années. On parle très rarement du passé. Toutes les questions portent sur le futur d'Ageas. Cela dit, je comprends parfaitement l'insatisfaction et la déception des anciens actionnaires de Fortis. Ce sont surtout les petits investisseurs qui ont perdu beaucoup d'argent. Même si nous n'avons jamais reconnu que des erreurs ont été commises, je comprends leur demande de compensation.

Ageas a décidé de conclure un règlement transactionnel de 1,3 milliard d'euros. Pourquoi ?

Lorsque vous êtes confronté à toute une série de procès et de demandes d'indemnisation, vous pouvez faire deux choses : attendre durant de nombreuses années une décision de justice, ou chercher un arrangement. Nous avons choisi la seconde voie. Ageas a négocié pendant quatre ans et a fini par conclure un accord avec la grande majorité des associations d'actionnaires. La cour d'appel d'Amsterdam a déclaré cet accord contraignant. Cette formule oblige les actionnaires qui le refusent à s'identifier. Pour Ageas, il est important de savoir combien d'actionnaires souhaitent continuer à procéder.

Nous pouvons à présent tirer un trait sur le passé, ce qui va faire beaucoup de bien à notre flexibilité stratégique et financière. La disparition des incertitudes liées aux affaires judiciaires pendantes doit normalement améliorer les ratings financiers d'Ageas. Lorsque nous aurons, le cas échéant, besoin de faire



PROFIL

- **1943.** Naissance à Gand
- Etudes en mathématiques à l'université de Gand et en actuariat à la KU Leuven.
- **1967.** Début de carrière à l'organe de contrôle des assurances du ministère des Affaires économiques.
- **1969-1990.** Kredietbank, puis, à partir de 1971, exerce diverses fonctions chez le fournisseur de services financiers John Hancock.
- **1990.** Fortis, où il est nommé directeur général de Fortis International, et en 1995, CEO de Fortis AG.
- **2000.** Membre du comité exécutif de Fortis, responsable des activités d'assurances belges et internationales.
- **2007.** Départ de Fortis, en conservant plusieurs mandats non exécutifs au sein du groupe.
- **2009.** Président du conseil d'administration de Fortis Holding, rebaptisé Ageas par la suite.

appel au marché pour trouver de l'argent, cela sera plus simple et moins cher. **Etes-vous surpris de l'intérêt manifesté récemment par le groupe Fosun ?**

Si vous faites référence aux rumeurs diffusées par Bloomberg, tout ce que je peux vous dire, c'est que Fosun, comme beaucoup d'autres, est actionnaire d'Ageas à hauteur de 3 % environ et qu'il connaît donc l'entreprise. De notre côté, nous n'avons pas encore enregistré la moindre indication qui confirmerait ces rumeurs.

Deux groupes chinois, Fosun avec un peu plus de 3 % et Ping An avec 5 %,

comptent parmi les plus importants actionnaires individuels d'Ageas. La fragmentation de l'actionnariat de Fortis a toujours joué en son désavantage. Cela pourrait-il à nouveau vous jouer des tours ?

Tout type d'actionnariat d'entreprise cotée en Bourse, qu'il soit très fragmenté ou mené par un actionnaire de référence, comporte ses avantages et désavantages. Nous avons toujours mis l'accent sur la bonne conduite des affaires, dans l'intérêt de toutes les parties prenantes.

Au cours des dernières années, Ageas a mis l'accent sur la création de valeur pour les actionnaires, probablement en réaction à la débâcle de Fortis. Est-ce toujours le premier moteur de l'entreprise ?

La création de valeur pour l'actionnaire est notre raison d'être. En 2009, Fortis Holding valait 1,2 milliard d'euros. Aujourd'hui, Ageas pèse environ 9 milliards. Au cours de cette période, nous avons également payé 2,9 milliards d'euros de dividendes et acheté pour 1,6 milliard d'actions. Soit, au total, une valeur de 4,5 milliards d'euros créée pour nos actionnaires. Le cash restant, nous voulons l'utiliser en premier lieu pour développer notre activité et faire des acquisitions. Mais en l'absence d'opportunités, nous reverserons ce cash à nos actionnaires. C'est un principe très sain, que nous appliquons avec discipline et à propos duquel nous sommes totalement transparents.

Ageas peut-il un jour redevenir un groupe comme Fortis ?

Impossible. Primo, parce que nous avons fait le choix stratégique d'être et de rester assureur. Secundo, parce que Fortis était bien plus grand qu'Ageas aujourd'hui. La capacité bénéficiaire que Fortis possédait par le passé, nous ne pourrions jamais l'égaliser – vraiment jamais. N'oubliez pas que l'activité assurance ne représentait que 30 % du groupe Fortis. Ageas devrait donc être presque quatre fois plus grande qu'aujourd'hui. Non, je ne vois pas comment nous pourrions y parvenir. ©



« Par rapport à la presse quotidienne qui est dans l'instantané, un magazine comme Trends-Tendances aborde les thèmes plus en profondeur. Cela permet de prendre du recul et c'est cela qui est intéressant. »

ARNAUD FEIST

CEO Brussels Airport Company



**NO TRENDS.
NO COMMENT.**



*Trends-Tendances,
l'hebdo qui vous inspire.*

**JOS CLIJSTERS (BELFIUS),
ERIC BOYER (ING),
THOMAS LEYSEN (KBC)
ET HERMAN DAEMS
(BNP PARIBAS FORTIS)**





LES PRÉSIDENTS DES QUATRE GRANDES BANQUES BELGES EN DÉBAT

«La croissance, le meilleur remède anti-crise»

Dix ans après la crise de 2008, «Trends-Tendances» a réuni les patrons des quatre grandes banques pour faire le point sur leur situation actuelle. Les leçons d'hier ont été apprises, nous assurent-ils. Mais de là à savoir durant combien de temps on va les retenir...

PROPOS RECUEILLIS PAR JASPER VEKEMAN, DAAN KILLEMAES ET PATRICK CLAERHOUT / PHOTOS: DIETER TELEMANS

Au sein de toute institution financière, la gestion des risques incombe en dernier ressort au conseil d'administration. Il y a 10 ans, cette gestion s'est avérée à ce point défailante que le gouvernement a dû voler au secours de Fortis, Dexia, KBC et ING. Et le paysage bancaire belge en a été grandement modifié. Le groupe français BNP Paribas a racheté Fortis, les activités belges de Dexia ont été nationalisées sous le pavillon Belfius, KBC a recentré ses activités sur la bancassurance tandis qu'ING a été contrainte de se défaire de sa branche assurance. Cela pourrait expliquer pourquoi, une décennie après les événements, les dirigeants actuels de ces institutions se sont montrés quelque peu agacés à l'idée de reprendre le débat sur la sécurité, l'avenir et les défis du secteur bancaire...

Ce jour-là, ils étaient pourtant tous les quatre autour de la table pour répondre à nos questions. Un groupe quelque peu hétérogène: Herman Daems, président de BNP Paribas Fortis, est surtout connu pour ses activités académiques et pour son passage à la tête de la société d'investissement Gimv. Président du groupe KBC, Thomas Leysen est un capitaine d'industrie auquel on doit la métamorphose d'Umicore. Quant à Jos Clijsters et Eric Boyer, respectivement présidents de Belfius et d'ING Belgique, ce sont des banquiers pur jus.

TRENDS-TENDANCES. D'aucuns prétendent que l'ordre dans lequel les banques belges ont été touchées a été déterminant quant à la manière dont elles ont été sauvées. Tandis que Fortis a été vendue à la hâte et que Dexia a été nationalisée, les actionnaires de KBC ont été épargnés. ➤

«D'un côté, on plaide pour réduire la taille des banques et, de l'autre, on a créé un cadre réglementaire qui pénalise les petites banques.» *Herman Daems, BNP Paribas Fortis*



HERMAN DAEMS. On ne peut comparer les situations de KBC et Dexia avec celle de Fortis. Fortis n'avait pas d'actionnaires de référence. Avec qui le gouvernement devait-il parler? Je peux même dire qu'il n'y avait guère de conseil d'administration car Fortis avait innové en nommant un conseil d'administration très international au sein duquel siégeaient des administrateurs australiens, canadiens et indiens qui savaient à peine ce qui se passait. Depuis lors – et cela plaira à Thomas Leysen – je suis partisan d'un capital de référence.

Mais, même chez KBC, les actionnaires de référence ne pouvaient-ils pas mettre sur la table le capital nécessaire?

THOMAS LEYSEN. Pas immédiatement, mais il y avait un interlocuteur ou plutôt un groupe de personnes qui pouvaient contribuer à la recherche d'une solution. Il s'agissait évidemment de négociations difficiles mais, au moins, il y avait deux parties à la table. Les actionnaires ont finalement mis la main à la poche mais ils ont souhaité postposer l'inévitable dilution jusqu'à ce que les cours remontent. Il est apparu pendant les négociations que la chose était possible.

Comment comprendre la vulnérabilité des banques belges? Avaient-elles pris trop de risques?

JOS CLIJSTERS. Avant tout, elles étaient devenues trop grandes. Certains prétendent aujourd'hui qu'ils avaient vu venir la crise. Mais avaient-ils prévu son ampleur et la rapidité avec laquelle elle s'est développée? Cette crise a été très soudaine. Il existe une grande différence entre un problème de solvabilité et un problème de liquidités. Un problème de

HERMAN DAEMS, 72 ANS

Fonction actuelle: Président de BNP Paribas Fortis.

Fonction en 2008: Président de Gimv. A été invité à participer au groupe constitué autour de Luc Coene (à l'époque gouverneur de la Banque nationale), en charge de la coordination du sauvetage des banques.

Son souvenir marquant: « En tant que président de Gimv, j'étais très éloigné du monde bancaire. Je me souviens encore d'une réunion au cours de laquelle le CEO de KBC avait eu ce mot: « C'est très ennuyeux car nous vivons une période difficile. » J'ai vécu intensément les premier et deuxième week-ends de Fortis. Mais aussi les coups de téléphone affolés de Dexia: « Arrêtez avec Fortis, car nous aussi nous avons besoin de vous. »

« Je ne crois pas à la disparition à terme des banques européennes parce qu'elles auraient été rachetées par Amazon et Alibaba. » **Thomas Leysen, KBC**



solvabilité est comme un cancer. On peut tenter de le guérir. Mais un manque de liquidités vous asphyxie: c'est terminé en moins de trois minutes! C'était bien là le cœur du problème.

Pouvons-nous aujourd'hui être rassurés sur la santé des banques?

T.L. Elles sont incontestablement plus solides aujourd'hui. Les principales modifications concernent les exigences de fonds propres, qui ont plus que doublé, et les ratios de liquidités, beaucoup plus stricts. La supervision est également nettement plus sévère. Le système est assurément plus solide même si la mise en place du cadre européen n'est pas encore totalement achevée.

Ne pensez-vous pas que les exigences en matière de fonds propres soient trop strictes? Le secteur dénonce parfois le risque d'asphyxie de l'économie.

J.C. Jusqu'ici, ce n'est pas le cas.

ERIC BOYER. Je ne le pense pas, pour la simple raison que nous avons reçu suffisamment de temps pour atteindre les objectifs. En 2009, il s'est tenu une première réunion totalement surréaliste qui rassemblait des responsables de tous horizons. Il s'agissait d'envisager la suite des événements. Nous étions une vingtaine pour représenter le secteur bancaire. Dans un premier temps, nous avons été traités en véritables parias avant que les tensions ne s'apaisent. Les mesures proposées allaient bien au-delà de ce qui est finalement advenu lors des accords de Bâle. L'objectif semblait être de tout verrouiller, de nous tenir véritablement en laisse. Fort heureusement, on a fini par se rendre à l'évidence: si le financement est une matière première indispensable au ➤

THOMAS LEYSEN, 57 ANS

Fonction actuelle: Président du groupe KBC.

Fonction en 2008: Président de VBO.

Son souvenir marquant: « Lorsque BNP Paribas s'est porté candidat au rachat de Fortis, je me suis rendu à Paris pour discuter avec le directeur général, Baudouin Prot. A l'époque, j'avais plaidé avec insistance pour que la Belgique conserve suffisamment d'activités. C'est un peu ironique de dire que je plaidais pour une Fortis forte (rires), mais j'ignorais évidemment que je deviendrais plus tard président de KBC. »

« En Belgique, l'épargne est une source de financement particulièrement coûteuse. » **Eric Boyer, ING**



fonctionnement des entreprises, il fallait aussi laisser du temps aux banques, notamment pour se recapitaliser.

J.C. Mon sentiment est que beaucoup de mesures ont été prises pour éviter une crise identique à celle qui est derrière nous alors que la prochaine sera toute autre. Sachant que personne ne peut en prédire la nature, comment s'y préparer? Nous consacrons beaucoup d'énergie à faire des projections mais tous nos scénarios sont, forcément, basés sur le passé.

Enfin, on a surtout pris des mesures structurelles de protection, sortes d'airbags pour le système alors que le défi consiste à rendre la voiture plus sûre.

E.B. Jusqu'en 2008, nous avons assisté, partout dans le monde, à une politique d'octroi de crédits totalement irresponsable. Par comparaison, les banques sont devenues infiniment plus prudentes aujourd'hui.

T.L. La génération actuelle de dirigeants a vécu la crise de près, occupant à cette époque des fonctions dans le *subtop*. Ils sont très conscients des risques. De nombreuses banques ont opéré des choix fondamentaux par rapport à leur *business model*. Il est assez facile de dire que les banques n'ont rien appris.

J.C. Les leçons de la crise ont été apprises. Mais combien de temps va-t-on les retenir? Je dis cela en une boutade bien sûr.

La question fondamentale est de savoir dans quelle mesure la culture en vigueur dans le secteur financier a réellement changé.

T.L. J'ai des doutes quant à un change-

ERIC BOYER, 66 ANS

Fonction actuelle: Président d'ING Belgique.

Fonction en 2008: Membre du comité de direction d'ING Group à Amsterdam, responsable de la division *wholesale banking and treasury*.

Son souvenir marquant: « C'était une période agitée, le système financier était complètement déstabilisé. ING a également été visé par le marché, bien que nous n'ayons jamais accordé de *subprimes*. Nous étions sous pression pour augmenter le capital aux Etats-Unis, alors que nous n'avions aucun problème de solvabilité en Europe. Il y a des limites à ce que vous pouvez faire. »

ment fondamental de culture des banques d'investissement américaines. Mais il est réel et profond dans la plupart des banques de détail.

KBC affiche un rendement sur fonds propres de 17 % et Belfius de 7 %. La tentation n'est-elle pas grande de chercher à tout faire pour conserver ou atteindre de pareils résultats ?

J.C. Non. Nous avons mené ce débat dans le cadre de notre éventuelle introduction en Bourse. Nous avons décidé que nous ne devions pas chercher à atteindre le même rendement que les autres banques. Belfius veut avoir un profil de risque faible, ce qui signifie un rendement inférieur. En outre, je ne pense pas que ce soit mauvais que les banques aient des profils de risque différents. Cela offre des choix aux investisseurs.

T.L. KBC n'a jamais défini de rendement. Malgré la pression exercée par les marchés financiers, le conseil d'administration a explicitement décidé de ne pas le faire. Le fait que nous ayons atteint un rendement élevé ne signifie pas que notre risque soit beaucoup plus élevé. C'est notre *business model* – une combinaison d'activités bancaires, d'assurances et de gestion d'actifs nécessitant peu de fonds propres, associée à une gestion rigoureuse des coûts – qui nous permet d'obtenir un rendement attractif.

H.D. Je souscris à l'idée que la crise a été provoquée par la cupidité. Mais en Europe, le problème de l'énorme excédent d'épargne a également joué un rôle. Les banques américaines avaient mis au point le CDO, un produit financier théoriquement bien conçu et qui s'avérait excessivement intéressant pour y investir les excédents d'épargne européens. On peut dire que c'est là que la crise américaine a éclaté, parce que c'est la vérité, mais il faut ajouter que nous avons manqué d'imagination pour investir cette épargne en Europe.

Malgré l'excédent d'épargne existe-t-il toujours...

H.D. C'est bien pour cette raison qu'une croissance économique plus saine en Europe est la meilleure recette pour éviter une nouvelle crise financière. Dans la foulée, il se crée des opportunités d'investissement, les taux d'intérêt remontent et les banques disposent de davantage de marge. Une croissance plus élevée change complètement la donne.

Comment les banques appréhendent-elles le problème de l'excédent d'épargne ?

E.B. Au sein du groupe ING, nous avons d'un côté un excédent d'épargne en Belgique et, de l'autre, une économie néerlandaise qui a besoin de financement. Du point de vue de la banque, on ne peut rêver d'une situation plus idéale: on collecte en Belgique des fonds que l'on prête aux Pays-Bas. Etant donné que nous opérons en tant que filiale belge, il existe des règles spécifiques – qui s'appliquent également à BNP Paribas Fortis – qui nous limitent dans la manière de financer notre trésorerie en interne. C'est la situation qui prévaut actuellement. Nous devons nous demander s'il ne serait pas souhaitable que davantage de capitaux puissent circuler entre pays européens. Le débat reste ouvert. Il faut ici évoquer un problème typiquement belge. La Belgique est un pays où il existe un important excédent d'épargne mais c'est aussi le pays où l'épargne est la mieux rémunérée. Les banques placent les excédents d'épargne à la BCE à un taux de -0,4 % alors qu'elles doivent payer un taux d'intérêt minimum de 0,11 % aux épargnants. Cela fait de l'épargne une source de financement particulièrement coûteuse.

H.D. La politique de notre pays manque de cohérence. Nos politiciens votent une loi bancaire extrêmement stricte, plus stricte que partout en Europe et, la semaine d'après, ils se rendent à Londres pour convaincre les banques de venir en Belgique après le Brexit. Ils souhaiteraient aussi que les banques adoptent un *business model* différent, qui générerait davantage de revenus tirés des commissions. Et pour couronner le tout, le gouvernement déclare que certaines activités bancaires doivent rester gratuites.

J.C. C'est tout l'illogisme du système bancaire belge. Beaucoup d'opérations doivent être gratuites. C'était possible par le passé, grâce au rendement obtenu sur l'épargne. Ce n'est plus le cas aujourd'hui et il faut bien que nos revenus viennent de quelque part.

Tenez-vous compte du fait que les taux pourraient rester bas encore longtemps ?

H.D. Nous tenons compte d'une évolution zéro.

J.C. Zéro pendant combien de temps ?

E.B. (Plaisantant) Vingt ou 30 ans ? (Rire général)

H.D. Je ne ferai aucun commentaire supplémentaire (rires). Ce que nous observons aujourd'hui n'indique pas une hausse prochaine des taux d'intérêt. Je suis un peu pessimiste. Si une guerre commerciale devait survenir, nous serions confrontés à une période économiquement difficile et, dans ce cas, il y a peu de chances que l'on se lance dans une politique monétaire visant à faire remonter les taux d'intérêt. Au contraire, on cherchera à soutenir la conjoncture internationale.

Les banques ferment leurs agences et interagissent avec leurs clients à l'aide de multiples applications. Ce faisant, elles s'aventurent sur le terrain d'Amazon, Google et Facebook. Ces géants ne risquent-ils pas de prendre votre place ?

H.D. Cela ne m'inquiète pas. Ces groupes s'intéressent essentiellement aux systèmes de paiement. Les banques font bien plus que cela. Notre *core business* est la transformation: nous convertissons l'épargne à court terme en prêts à long terme. Nous gérons les risques. Réduire une banque à un système de paiement serait une grossière erreur.

T.L. Je ne pense pas non plus que les banques puissent être balayées. Par contre, ce qui va changer, ce sont les compétences technologiques nécessaires pour être une banque efficiente. Le paysage bancaire continuera à changer, certains groupes s'adapteront mieux que d'autres. Il est à craindre que les petites institutions auront du mal à suivre le mouvement. Mais je ne crois pas à la disparition à terme des banques européennes parce qu'elles auraient été rachetées par Amazon et Alibaba.

J.C. Il ne faudrait pas sous-estimer le poids des acteurs en place. Chacune des banques représentées autour de cette table possède une base d'un million de clients qui communiquent avec elles grâce à des outils mobiles. Ils ne sont pas, loin de là, uniquement séduits par la facilité d'utilisation que nous leur offrons: ils nous témoignent leur confiance.

Grâce aux nombreux contacts avec vos clients et au lien de confiance que vous avez tissé avec eux, ne pourriez-vous pas développer d'autres activités ? Dans les télécoms par exemple ou ➤

« *Beaucoup de mesures ont été prises pour éviter une crise identique à celle qui est derrière nous alors que la prochaine sera d'une tout autre nature.* » **Jos Clijesters, Belfius**



en tant que fournisseur d'énergie?

H.D. Les banques tentent de diversifier leurs revenus pour trouver une solution à la pression sur les marges. Mais je nous vois mal aller aussi loin que vous l'imaginez.

J.C. Pour ma part, je crois davantage à une extension sur le marché domestique. Quand vous possédez une plateforme qui attire autant de clients, il y a une belle opportunité de leur proposer des produits non bancaires. Nous avons besoin de générer d'autres revenus. Belfius y croit et nous travaillons sérieusement la question.

E.B. Je voudrais souligner que la législation actuelle nous empêche de nous diversifier dans des domaines qui ne relèvent pas strictement de la banque. Par ailleurs, les investissements dans de nouveaux systèmes seraient colossaux. Les montants dont nous parlons sont tout simplement astronomiques.

On en revient au constat de la difficulté pour les petites institutions de s'adapter aux nouvelles réalités. Quel regard portez-vous sur la consolidation? On a affirmé que les banques étaient trop grosses et pourtant, on observe aujourd'hui un mouvement qui va encore dans ce sens.

H.D. C'est une question politique. D'un côté, on plaide pour réduire la taille des banques et, de l'autre, on a créé un cadre réglementaire qui pénalise les petites banques alors que l'on sait qu'elles éprouvent et éprouveront de grandes difficultés à suivre le train de la révolution technologique. Je préconise une réflexion politique fondamentale: quel secteur financier voulons-nous?

J.C. Les petits acteurs éprouvent d'autant plus de difficultés qu'ils dépendent

JOS CLIJSTERS, 68 ANS

Fonction actuelle: Président de Belfius.

Fonction en 2008: Très proche de la pension. Avait renoncé à ses fonctions opérationnelles chez Fortis.

Son souvenir marquant: « Je siégeais encore au conseil d'administration de Fortis Belgique. Tous les administrateurs devaient rester en stand-by 24h/24 le dernier week-end de septembre pour pouvoir voter immédiatement en cas d'urgence. Nous avons dormi dans le couloir. Vous comprenez maintenant l'utilité des grands couloirs dans les bâtiments des banques (rires). »

souvent d'un ou deux produits. Je ne crois pas une consolidation semblable à celle que nous avons connue il y a une dizaine d'années, avec des banques de grande taille sur tous les marchés à la fois. Je pense plutôt à une consolidation sur notre petit marché belge, qui compte encore beaucoup trop de banques et d'agences. Il faut mettre de l'ordre dans tout cela.

Luc Coene, l'ancien gouverneur de la Banque nationale, a affirmé à plusieurs reprises qu'une seule grande banque était déjà de trop. Avait-il raison?

(Rires)

J.C. Il a corrigé cette déclaration de lui-même, mais j'aurais été d'accord s'il avait dit qu'il y avait trop de banques. Les banques ont des frais de fonctionnement importants. Une taille minimum est nécessaire pour y faire face et cette taille minimum augmente tous les jours.

T.L. Il est en effet indispensable aujourd'hui d'avoir une taille suffisante dans tous les pays où vous opérez. Mais je ne crois pas non plus que les grandes fusions transnationales apportent des avantages déterminants. Il y a peu de bons exemples.

Ne faudrait-il pas attendre que soit complètement achevée l'union bancaire qui rend à nouveau possible l'existence de grandes banques européennes transnationales?

H.D. Oui, mais il faut préalablement que la problématique du mécanisme de résolution soit elle-même solutionnée. Je conçois très bien qu'un organisme de réglementation national veuille contrôler directement ses banques car, en cas de faillite, il n'est pas du tout acquis que la solution vienne de l'Europe. Ce qui signifie que les gouvernements nationaux seraient, à nouveau, en première ligne. Et dans ce cas, le superviseur national devra expliquer ce qui a causé la faillite.

T.L. Pour ce qui concerne le mécanisme de résolution, des jalons importants ont déjà été posés. Qui en Belgique connaît la banque espagnole Banco Popular? Quasiment personne. De la taille d'une grande banque belge, elle a fait faillite l'an dernier sans que cela n'ait coûté un euro au contribuable, preuve que le mécanisme peut fonctionner. Nous avons déjà fait beaucoup de chemin depuis la crise mais la dernière pièce de

l'union bancaire, le système de garantie des dépôts, fait toujours défaut.

En cas de nouvelle crise ce sera tout de même du chacun pour soi et, in fine, le contribuable devra régler l'addition?

T.L. Aujourd'hui, il existe des outils pour venir au secours d'une banque qui rencontre des problèmes sans qu'il faille solliciter le contribuable. Dans le cas de Banco Popular, seuls les actionnaires et les détenteurs d'obligations ont perdu leur investissement. Est-ce à dire que le contribuable ne sera plus jamais obligé de mettre la main à la poche? Ce sera avant tout un choix politique. En Italie par exemple, on n'a pas eu le courage de faire payer les détenteurs d'obligations alors que les moyens légaux de le faire existaient bel et bien.

E.B. Depuis la crise, on a érigé un certain nombre de digues qui n'existaient pas auparavant. Mais dans un cas extrême – l'implosion générale du système – peut-on exclure totalement l'intervention de l'Etat? Le risque zéro n'existe pas.

Nos banques ne sont-elles pas désavantagées par le fait qu'elles dépendent d'un petit pays dont les ressources financières sont limitées?

E.B. Il est frappant de constater que les institutions financières les plus puissantes possèdent un grand marché intérieur où elles sont dominantes. Le fait que la Belgique soit un petit marché est, en effet, un handicap face à la concurrence internationale.

T.L. Vos ambitions doivent être réalistes. Je ne vois pas comment KBC procéderait si elle voulait devenir la JP Morgan européenne. Ce n'est évidemment l'ambition ni de nos actionnaires ni de la direction. La Belgique ne sera jamais le siège de la plus grande banque européenne.

Y a-t-il quelque chose qui empêche le patron d'une grande banque de dormir?

H.D. Si quelque chose m'empêche de dormir, ce n'est pas tant les banques que la bonne santé de l'économie. La croissance économique est indispensable à un nombre considérable d'activités. Et il est vrai qu'une économie en croissance profiterait aux banques que je comparerais au flux sanguin de l'économie.

E.B. Je suis extrêmement préoccupé par la problématique de l'endettement. Un endettement élevé paralyse la capa-

cité de croissance de l'économie. Il crée également au sein de la société des inégalités et des déséquilibres qui font le jeu des populistes.

T.L. Ce dernier aspect est effectivement inquiétant car chaque crise, et il y en aura encore, nécessitera une forme de coopération internationale. Mais si le pays le plus puissant du monde, les Etats-Unis, ne croit plus en la coopération et déclenche des crises là où il n'y en a pas, nous nous retrouverons en terrain inconnu. En Europe, l'Italie constitue le grand point d'interrogation. Un certain nombre de pays clés sont dirigés par des politiciens qui ne pratiquent pas la coopération internationale ou qui l'ont même en aversion.

J.C. Je pense que personne n'a encore réellement pris la mesure des évolutions géopolitiques de ces derniers mois. Il y a six mois, personne n'évoquait sérieusement la possibilité d'un Brexit dur. Personne ne pensait que l'imprévisibilité de Donald Trump puisse être véritablement dangereuse. Que dire des problèmes que posent aujourd'hui la Turquie et l'Italie? La rapidité et l'ampleur de ces changements me paraissent plus importantes que ce à quoi on s'attendait. Je vois un parallèle avec la situation d'il y a 10 ans.

H.D. Qui parlait de protectionnisme il y a 10 ou 15 ans? L'Europe semblait solidement unie. Mais nos certitudes d'hier sont remises en question. Les prévisions économiques tiennent peu compte des changements géopolitiques. A l'heure du Brexit, on s'attend toujours à ce que l'économie européenne se développe. J'ai l'impression que les prévisionnistes ne lisent pas les journaux.

T.L. La réalité, c'est que nous sommes confrontés à un ralentissement de la croissance. Et nous n'avons pas encore évoqué les cyber-risques. Jusqu'ici, le secteur bancaire a réussi à éviter d'importants problèmes de cybersécurité, mais la lutte contre les pirates informatiques est permanente.

J.C. Les grandes banques sont encore relativement bien protégées parce qu'elles ont beaucoup investi. Mais les pirates pourraient profiter de la fragilité des plus petites pour pénétrer le système. **Si cela devait arriver, reviendrions-nous instantanément à l'âge de pierre?**

J.C. Oui. ©



ENTRETIEN AVEC KOEN VAN LOO,
ADMINISTRATEUR DÉLÉGUÉ DE LA SFPI

« Plus vous sauvez de banques, plus vous acquérez de l'expérience »

« Je crois pouvoir dire que je sais aujourd'hui comment fonctionne une banque », atteste Koen Van Loo. Ce qui n'était pas vraiment le cas il y a 10 ans, lorsqu'il a été appelé à la rescousse de Fortis et Dexia. « A l'époque, je n'avais pour ainsi dire jamais vu une banque de près. »

PROPOS RECUEILLIS PAR PATRICK CLAERHOUT ET JOZEF VANGELDER / PHOTOS : FRANKY VERDICKT

Samedi 27 septembre 2008. Le groupe financier Fortis est à deux doigts du naufrage. BNP Paribas et ING se disent prêts à voler au secours du plus grand bancassureur belge mais sous certaines conditions. Le plan B prévoyait une nationalisation avec l'aide de la Belgique et des Pays-Bas.

« J'avais 48 heures pour trouver 5 milliards d'euros », se souvient Koen Van Loo, âgé aujourd'hui de 46 ans. Lundi matin, l'argent était sur la table et le Premier ministre Yves Leterme pouvait annoncer le sauvetage de Fortis. Le danger était provisoirement écarté mais un peu plus tard dans la semaine, notre interlocuteur était appelé à la rescousse d'une autre banque belge, Dexia.

En tant qu'administrateur délégué de la Société fédérale de participations et d'investissement (SFPI), Koen Van Loo était aux premières loges pour assister au sauvetage des banques en 2008. A l'époque, la SFPI détenait quelques maigres participations dans le secteur financier. La crise a changé la donne. La holding publique contrôle aujourd'hui les intérêts de l'Etat fédéral dans Belfius, Dexia, Ethias et BNP Paribas. Les participations dans BNP Paribas Fortis et Royal Park Investments (RPI, la *bad bank* de Fortis) ont été revendues. La KBC a remboursé son prêt anticipativement.

« La SFPI a prouvé la nécessité pour l'Etat de disposer d'un outil d'investissement, assure Koen Van Loo. Nous avons joué un rôle capital dans le sauvetage des banques belges et, avec un peu de chance en ce qui concerne Dexia, nous pourrions clôturer ce chapitre sans essayer de perte financière. »

TRENDS-TENDANCES. Comment vous êtes-vous retrouvé dans l'imbroglio de la crise financière en 2008 ?

KOEN VAN LOO. Tout a commencé le vendredi 26 septembre 2008, en fin d'après-midi. J'ai reçu un coup de fil de Jean-Paul Servais (*président de la FSMA,*

« En tant qu'institution, la SFPI est un des rares gagnants de la crise. »

Ndlr) m'enjoignant de me rendre à la CBFA (*l'ancienne autorité de régulation des banques, aujourd'hui FSMA, Ndlr*) dès le lendemain. Il fallait se concerter sur le sort de Fortis. « Venez avec un expert juridique et financier, ce sera nécessaire », m'avait-il lancé. Je ne savais pas à quoi m'attendre. Jamais je n'aurais imaginé que Fortis était sur le point de chavirer.

Qui était présent à la CBFA ce jour-là ? Luc Coene (*alors vice-gouverneur de la Banque nationale, Ndlr*), Jean-Paul Servais,

de très nombreux techniciens, des experts qui connaissaient le dossier mais pas Guy Quaden (*alors gouverneur de la Banque nationale, Ndlr*). Luc Coene s'est présenté comme le principal interlocuteur. Peu à peu, nous avons pris toute la mesure du problème. Certains arrivaient à garder leur calme et réfléchissaient de façon structurée, dont Luc Coene et Filip Dierickx (*alors PDG de Fortis et actuel vice-président de direction de BNP Paribas Fortis, Ndlr*). D'autres étaient complètement paniqués, commençaient à crier et à courir dans tous les sens. Les personnalités se révèlent dans pareilles circonstances.

A quel titre la SFPI était-elle présente ?

Nous étions impliqués dans le plan B. Le plan A prévoyait la vente de Fortis à BNP Paribas ou ING. Il fallait trouver un accord avant l'ouverture de la Bourse le lundi matin. Sans quoi le plan B serait activé, à savoir l'acquisition par l'Etat belge d'une participation dans Fortis Banque via son bras financier pour ramener le calme et stopper la ruée sur la banque.

Le plan B nécessitait 5 milliards d'euros. Comment avez-vous fait pour trouver une pareille somme sur un marché complètement verrouillé après la chute de Lehman Brothers ?

J'ai été chef de cabinet du ministre des Finances Didier Reynders et j'ai gardé de bons contacts avec le Trésor. J'ai appelé ➤



PROFIL

Né le 26 août 1972 à Bonheiden.

Diplômé en sciences économiques appliquées et fiscalité de la KU Leuven (1990-1995).

Nommé conseiller adjoint au Conseil central de l'économie en 1996.

Entre au cabinet du ministre des Finances Didier Reynders (MR) en septembre 1999. Promu conseiller (2000) puis chef de cabinet (2003).

Nommé administrateur délégué de la SFPI en novembre 2006.

Depuis 2008, administrateur de Dexia pour le compte de l'Etat belge. Son mandat actuel prend fin en 2021.

Jean-Pierre Arnoldi (*administrateur général du Trésor de l'époque, Ndlr*) samedi en pleine nuit. Il m'a demandé de lui envoyer un courriel pour confirmer ma demande de mise à disposition de ladite somme.

Le Trésor pouvait-il libérer 5 milliards d'euros sur simple demande de la SFPI?

Nous avons pris un gros risque mais nous n'avions pas le choix. La situation a ensuite été régularisée avec un « cavalier budgétaire », un document par lequel le Conseil des ministres et le Parlement approuvent une soudaine modification budgétaire. Comme j'avais déjà participé à la préparation de budgets, je savais comment procéder. Cela peut paraître présomptueux mais 5 milliards d'euros, cela n'avait rien d'effrayant.

Les Pays-Bas, initialement impliqués dans le sauvetage de Fortis, ont fini par retirer leur épingle du jeu.

A la surprise générale. J'ignore toujours pourquoi les Néerlandais se sont retirés du premier deal. Il est vrai que les actifs qui posaient problème se trouvaient en Belgique essentiellement et que la ruée concernait principalement Fortis Banque. Ils cherchaient surtout à mettre les avoirs néerlandais à l'abri, ce qui est parfaitement compréhensible. Avec le recul, on peut dire que c'était cher payé. Difficile à dire au moment même, évidemment. Le deuxième week-end de sauvetage (*mi-octobre 2008, Ndlr*), la Belgique a racheté quasi toutes les actions Fortis Banque, une sorte de portage en attendant l'acquisition par BNP Paribas.

L'acquisition ne s'est finalisée que mi-2009.

Entre-temps, nous avons fait appel à des « mercenaires », des banquiers expérimentés disponibles suite à des « accidents précédents » et qui intervenaient comme consultants pour superviser et corriger le tir le cas échéant. Car la SFPI se retrouvait tout à coup propriétaire de la plus grande banque de Belgique alors que la plupart d'entre nous n'avaient pour ainsi dire jamais vu une banque de près.

Vous arriviez à dormir?

Je ne dors jamais beaucoup mais, à l'époque, encore moins que d'habitude.

Dexia a tiré la sonnette d'alarme le week-end du 27 septembre.

Oui. Le patron, Axel Miller, avait déjà lancé une fusée de détresse mais il fallait d'abord régler le problème de Fortis. Nous

nous sommes penchés sur le dossier de Dexia la semaine suivante. La situation était radicalement différente. Dans le cas de Fortis, les négociations étaient essentiellement technico-financières. Pour Dexia, il s'agissait plutôt d'un débat politique entre Etats. La France était concernée au premier chef. La ministre des Finances Christine Lagarde a débarqué à Bruxelles avec une armée de consultants. Les pourparlers ont finalement abouti à une augmentation de capital de 6 milliards d'euros dont 1 milliard pris en charge par la SFPI au nom de l'Etat belge.

Cette augmentation de capital n'a pas suffi à sauver Dexia. Et elle a causé pas mal de difficultés aux actionnaires comme Arco.

Après le sauvetage, j'ai été parachuté administrateur de Dexia. Pour être plus précis, j'ai commencé la réunion en qualité d'observateur et je l'ai terminée en tant qu'administrateur. Didier (*Reynders, Ndlr*) avait apparemment oublié de préciser qu'il appuierait ma candidature comme administrateur (*rires*). Ce n'était pas la

*« Les banques belges
ont désormais
moins le goût du risque.
Mais qu'en sera-t-il
dans cinq ans ? »*

première fois. Un jour, il m'a nommé chef de cabinet sans me prévenir. En tant qu'administrateur, je me suis familiarisé avec les différents rouages de Dexia. Les représentants d'Arco étaient encore confiants quant à l'avenir du groupe. Ils étaient probablement conscients de la nécessité d'injecter de l'argent frais. Le sauvetage du groupe Dexia leur paraissait encore possible.

Et vous, qu'en pensiez-vous?

J'ai longtemps été très sceptique. Un bilan de 650 milliards d'euros dont 240 milliards de financement à renouveler chaque année... Impensable. On pourrait comparer cela avec la dette publique de la Belgique dont 40 milliards d'euros doivent être refinancés annuellement. Je me disais que cela ne fonctionnerait jamais. Mais cela a marché grâce aux garanties publiques. A tel point que fin 2010, je me disais que le PDG Pierre Mariani et le président du conseil d'administration Jean-Luc Dehaene

arriveraient à redresser le navire. Mais la crise de l'euro, provoquée par les manquements de la Grèce, a éclaté quelques mois plus tard. En avril 2011, je pensais Dexia condamnée.

Existait-il un plan pour sauver la banque belge de Dexia, l'actuel Belfius?

Luc Coene a conçu assez tôt un plan de sauvetage en toute discrétion. Je n'étais pas le seul impliqué. Il y avait aussi Wouter Devriendt (*l'actuel PDG de la banque résiduelle Dexia, Ndlr*) et Jos Clijsters (*l'actuel président du conseil d'administration de Belfius, alors conseiller du PDG Mariani, Ndlr*). Nous avons assisté au sauvetage par les Néerlandais de leurs avoirs au sein de Fortis en 2008. Trois ans plus tard, nous avons fait pareil pour Dexia Banque Belge. Nous voulions à tout prix éviter une mise à sac du fleuron du groupe.

Ce qui a fini par se produire en septembre-octobre 2011.

Oui, mais tout était déjà pour ainsi dire orchestré pour sortir Dexia Banque Belgique du groupe. Il n'y avait plus qu'à fixer le prix. Trois ans auparavant, la déroute de Fortis nous a pris de court. Nous n'étions pas prêts pour concrétiser pareil scénario en si peu de temps. Une des raisons pour lesquelles nous avons dû céder Fortis Banque aux Français.

Pensez-vous avoir mieux géré le dossier de Dexia Banque que celui de Fortis?

Du point de vue du contribuable et de l'Etat belge, certainement. Après la perte de Fortis Banque trois ans plus tôt, nous voulions à tout prix sauver la banque de détail belge. L'opération Belfius a été un succès. Nous avons réussi à maintenir en Belgique le centre de décision sur le point d'être francisé. La banque vaut aujourd'hui bien plus que les 4 milliards d'euros déboursés à l'époque par l'Etat belge.

La nationalisation de Belfius a sonné le glas de Dexia. Pourquoi ne pas avoir concentré les actifs toxiques de Dexia dans une « bad bank »?

Les actifs toxiques de Dexia étaient non pas en Belgique mais en France essentiellement. Il était donc logique d'extirper les bons actifs de l'ensemble. C'était exactement l'inverse chez Fortis. Les actifs toxiques figuraient au bilan de Fortis Banque. Pour assurer l'avenir de la banque, il fallait retirer les actifs toxiques et les caser dans une *bad bank*, la Royal Park Investments (RPI).



«Supposez qu'un pays comme l'Italie fasse la culbute... Les conséquences seraient plus graves qu'en 2008.»

Mais après le rachat de Dexia Banque Belgique, Arco, Ethias et le Holding Communal se retrouvaient actionnaires d'une banque résiduelle sans valeur.

La décision n'a pas été facile à prendre. Le modèle Dexia se basait sur un financement pharaonique à court terme et la confiance dans le postulat d'un marché interbancaire éternel qui rendait pareille opération possible. Les responsables d'Arco, d'Ethias et du Holding Communal étaient là quand la décision a été prise. Avec le recul, c'est facile de tout remettre en question.

En fin de compte, seul le sauvetage de KBC s'est soldé par un franc succès: la banque est redevenue prospère et rapporte à l'Etat.

Les problèmes de KBC étaient de moindre ampleur et nous n'étions pas pressés par le temps, ce qui nous a permis d'étudier attentivement toutes les options. Nous avons finalement trouvé la solution la plus appropriée, à savoir un emprunt obligataire convertible de manière à préserver les actionnaires de KBC et à maintenir le centre décisionnel en Belgique. Je vous rappelle que KBC était la troisième banque sur la liste. Nous avons appris des opérations antérieures (*rires*). Plus vous sauvez de banques, plus vous acquérez de l'expérience. Cela peut paraître cynique mais c'est ainsi.

Le Premier ministre Yves Leterme a déclaré un jour que la crise bancaire rapporterait à la Belgique. Selon vous, qu'en est-il?

Si on ne tient pas compte de l'impact économique et budgétaire, et si on fait abstraction de Dexia, oui. Mais tant qu'on ignore s'il sera fait appel aux garanties de financement que la Belgique a concédées à Dexia, impossible de dresser un bilan définitif. Les risques liés à Dexia diminuent mais restent importants. Il faudra encore quelques années avant qu'ils ne disparaissent complètement.

Etait-ce la période la plus difficile de votre carrière?

Cette période a été très riche en enseignements. J'ai beaucoup appris, rencontré énormément d'interlocuteurs intéressants, j'ai compris comment fonctionnent les banques. En tant qu'institution, la SFPI est un des rares gagnants de la crise. Nous sommes fiers du rôle que nous avons joué. Nous avons ainsi pu renforcer notre crédibilité auprès de notre actionnaire.

Les banques ont-elles tiré les leçons de la crise?

Les banques belges ont désormais moins le goût du risque. Les modèles commerciaux sont plus lisses. Mais qu'en sera-t-

il dans cinq ans? La génération actuelle de banquiers a appris sa leçon mais elle n'est pas éternelle. Rien n'est d'ailleurs éternel. L'histoire se répète sans cesse. La prochaine crise financière se prépare probablement déjà quelque part. L'homme a la mémoire courte.

D'où la prochaine crise pourrait-elle venir?

La crise sera d'un tout autre genre. Elle ne sera pas générée par les banques. Les investissements toxiques ou les CDO comme en 2008 n'existent plus. La Banque nationale met en garde contre les crédits logement de trop longue durée, consentis à des taux d'intérêt trop compétitifs mais derrière lesquels se cachent des actifs réels, ce qui n'était pas vraiment le cas des CDO.

Je m'inquiète surtout pour les pays qui ont conjuré la crise de 2008 mais qui ont du mal à contrôler leur budget et leur endettement. S'ils sont en difficulté, qui volera à leur rescousse? La BCE est déjà surexposée aux obligations d'Etat. Supposez que les banques doivent dévaloriser leurs portefeuilles d'obligations... Ou qu'un pays comme l'Italie fasse la culbute... Les conséquences seraient plus graves qu'en 2008. On va encore me taxer d'oiseau de mauvais augure! ©

www.trends.be tendances
Trends