



# Naissance du papier commercial

*par Nathalie Charette et Danielle Michaud*

À la suite de l'éclatement de la bulle technologique et à l'acte terroriste sur les États-Unis, la Banque Centrale a vite poussé sur l'accélérateur en baissant son taux directeur pour éviter une récession. Passant d'un taux de 7% à 1% de 2000 à 2002, les investisseurs se sont soudainement retrouvés assoiffés de rendement et prêts à acheter n'importe quel instrument offrant un meilleur rendement que les obligations gouvernementales. C'est ainsi qu'on a connu le début du gonflement de la bulle de crédit à l'échelle mondiale, en commençant par l'immobilier.

Il y a quelques années à peine, les chiffres historiques démontraient qu'on ne pouvait trouver meilleur créancier qu'un propriétaire car celui-ci, beau temps mauvais temps, a toujours tout fait pour préserver sa maison. Ainsi, les banques ont rapidement commencé à les cibler. De plus, le président Bush et son parti, friands du « ownership society »,

idéologie selon laquelle un propriétaire s'avère un meilleur citoyen qu'un locataire, ont institué plusieurs mesures fiscales telles que des baisses d'impôt et le soulèvement de la taxe sur le gain en capital sur la vente d'une propriété afin d'y promouvoir l'accès.

Comme la valeur des maisons a augmenté, une panoplie de produits hypothécaires ont permis aux ménages d'extraire une grande part de leur gain en capital et de le dépenser, stimulant donc le reste de l'économie. Bien qu'une grande part de ces extractions soit allée dans les rénovations, une plus grande part est allée dans les biens de consommation tels que l'achat de voitures, les meubles et les voyages. Ces extractions ont aussi permis à un nombre important de femmes de rester à la maison et de prendre soin de leurs enfants, une autre idéologie préconisée par le président Bush.

### Un impact planétaire

Les politiques monétaires et fiscales américaines ont donc eu un impact à l'échelle mondiale. Cette baisse drastique des taux et la demande de biens de consommation ont subséquemment permis à plusieurs économies de pays émergents dont la Chine, l'Inde, la Russie et le Brésil, de connaître une ascension phénoménale.

Ce qui a permis l'extraction de ces gains en capitaux, c'est le marché secondaire : les produits dérivés et la titrisation. Dans le passé, les banques

finançaient elles-mêmes consommateurs et entreprises. Mais ces derniers temps, la titrisation et les produits dérivés ont permis aux banques de se défaire des prêts en les «packageant» et en les vendant aux investisseurs assoiffés de rendement, d'où la naissance du Papier commercial adossé à des actifs (PCAA).

### Évaluer le risque

Les banques sont les mieux placées pour évaluer le risque d'un emprunteur, et dans le passé, refusaient de prêter aux ménages risqués, ou leur offrait des taux plus élevés. Elles exigeaient donc communément une plus grande mise de fond. Cependant, à la suite de la baisse des taux, la demande pour ces titres par les investisseurs a été telle que les banques ont pu prêter à n'importe qui sans avoir à se soucier du risque.

Ces mauvais prêts commencent à faire défaut, les investisseurs s'enfuient et les banques sont forcées à les racheter et à les remettre sur leur bilan afin de préserver la confiance de leurs clients. Pour ce faire, elles doivent utiliser des capitaux qui pourraient être déployés de façon plus profitable. Elles compromettent ainsi leur croissance de profit future, qui sera d'autant plus affectée par les pertes qui devront être prises sur ces titres.

### Pas de solution miracle

La solution n'est pas à portée de la main car ces titres sont quasi impossibles

à décortiquer, voire extrêmement difficile à évaluer puisqu'ils ont été créés en amalgamant toutes sortes de prêts de qualité douteuse et vendus à des investisseurs insouciantes. Seules les banques ont accès à l'information qui permet l'évaluation de ces titres.

Il y a quelques trimestres, le mot d'ordre était que la crise était contenue et que le Canada serait épargné. Jusqu'à maintenant nous avons vu la Banque Nationale racheter du PCAA, la CIBC et la BMO annoncer des pertes, et la Banque Scotia faire les manchettes en se plaignant de la règle comptable «mark-to-market», laissant présager qu'elle aussi écopera. Loin d'être confinée aux banques, la crise s'étend avec des fonds spéculatifs (hedge funds) et des entreprises qui commencent à nous faire part de leurs difficultés.

La prudence est de mise. Les prêteurs vont resserrer le crédit et comme la croissance économique dépend en grande partie sur celui-ci, nous pouvons conclure que nous ne sommes pas sortis du bois ! ▲

**NATHALIE CHARETTE**, B. Act.,  
est associée chez CARTESIA  
à Montréal



**DANIELLE MICHAUD**  
est associée chez CARTESIA  
à Montréal

