ANNALES DE L'UNIVERSITE MARIEN NGOUABI

Sciences Économiques et Gestion

VOL. 21, N° 1 – ANNEE: 2021

ISSN : 1815 – 4433 - www.annalesumng.org
Indexation : Google Scholar

ANNALES
DE L'UNIVERSITE MARIEN NGOUABI
SCIENCES ECONOMIQUES ET GESTION

VOLUME 21, NUMERO 1, ANNEE: 2021 **www.annalesumng.org**

SOMMAIRE

1 **Effet de la gouvernance sur l'aide publique au développement en Afrique subsaharienne.**
KARIM ADIDO, AKOÉTÉ E. AGBODJI, ALASTAIRE ALINSATO

23 **Les termes du débat sur la titrisation avant et après la crise des subprimes de 2007-2008**
NDOMBI ONDZE C. I. L.

34 **Les facteurs explicatifs qui influencent le comportement d'action environnementale en république du Congo : cas de la commune de Pointe-Noire**
SUKAMI E.

48 **Les principaux problèmes d'inefficience des banques de la Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC)**
BANGAGNAN YANGA E. D.

66 **Effets des investissements directs étrangers (IDE) sur la diversification économique en république du Congo**
BAKABOUKILA AYESSA E.

87 **Hypothèse de la marche aléatoire de la consommation : une vérification empirique à partir des données agrégées du Congo - Brazzaville**
MBONGO KOUMOU G.

105 **Libéralisation financière et croissance économique en Afrique subsaharienne : une analyse économétrique avec données de panel**
BOUKARI M.

127 **Effets de la corruption sur la croissance économique en république du Congo : une analyse par un modèle non linaire autorégressif a retards échelonnés (NARDL)**
HAKIZIMANA J.

Directeur de publication
J-R. IBARA

Rédacteur en chef
J. GOMA-TCHIMBAKALA

Rédacteur en chef adjoint
Mathias M. A. NDINGA

Comité de Lecture :
AMOUSSOUGA GERO F. V., Cotonou (Bénin)
BEKOLO-EBE B., Douala (Cameroun) BIAO A., Parakou (Bénin)
BIGOU LARE, Lomé (Togo)
DIATA H., Brazzaville (Congo)
KASSE M., Dakar (Sénégal)
LENGA S. D., Brazzaville (Congo)
MAKOSSO B., Brazzaville (Congo) MANTSIE R., Brazzaville (Congo) N'GBO AKE G., Abidjan (Côte d'Ivoire)
ONDO-OSSA A., Libreville (Gabon) YAO NDRE, Abidjan (Côte d'Ivoire)

Comité de Rédaction :
DZAKA KIKOUTA., Brazzaville (Congo)
MAMPASSI J. A., Brazzaville (Congo)

Webmaster
R. D. ANKY

Administration - Rédaction
Université Marien Ngouabi
Direction de la Recherche
Annales de l'Université Marien Ngouabi
B.P. 69, Brazzaville – Congo
E-mail : annales@umng.cg

ISSN : 1815 - 4433

146 **Accès au microcrédit par les pme en république du Congo : analyse des déterminants et de l'effet sur la performance**
LEKOUKA F. C.

163 **Diversification des exportations et croissance économique au Congo**
NKALOULOU OUMBA C.

184 **Effets de l'urbanisation sur environnement au Congo**
OFFELE OKOPOUE J.

202 **Effets des facteurs contextuels sur la pratique contraceptive : illustration basée sur données de l'enquête a indicateurs multiples du Congo**
OUADIKA S. A. B., NDINGA M. M. A.

224 **Effets du crédit bancaire sur l'investissement du secteur privé dans les pays membres de la CEMAC**
MENGA MOKOMBI R. I.

237 **Analyse comparative de la transmission de la politique monétaire dans la zone CEMAC en période normale et en période de crise**
ONDAYE W. G.

254 **Effets des reformes sur la performance de la filière cotonnière au Togo : Cas de la restructuration de la SOTOCO**
KINVI M., SANOUSSI Y., WONYRA K. O.

277 **Effets de la pauvreté monétaire sur la qualité de l'environnement dans les pays de la Communauté Économique des États de l'Afrique centrale (CEEAC)**
ONOUNGA D. D.

298 **Impact des politiques agricoles et alimentaires sur l'état nutritionnel des populations en République du Congo : Cas de la fortification des aliments**
ATSAMEKOU AKOUELAMOUAI S. C., MBOULOU S. R., NDINGA M. M. A.

Annales de l'Université Marien NGOUABI, 2021 ; 21 (1) : 23 - 33
Sciences Économiques
et Gestion
ISSN : 1815 – 4433
www.annalesumng.org

LES TERMES DU DÉBAT SUR LA TITRISATION AVANT ET APRÈS LA CRISE DES SUBPRIMES DE 2007-2008

NDOMBI ONDZE C. I. L.

Laboratoire de Recherche et d'Études économiques et Sociales (LARES),
Faculté des Sciences économiques
Université Marien NGOUABI
République du Congo
Email : christelle.ndombiondze@umng.cg

RESUME

L'objet du présent article porte sur l'analyse comparative des arguments sur la titrisation avant et après la crise des subprimes de 2007-2008 en fonction des clivages théoriques de la science économique. Basé sur une étude documentaire, il vise à préciser les idées principales sur l'importance ou non de la titrisation selon les courants orthodoxe et hétérodoxe mettant en exergue les termes du débat relatifs à la relation titrisation/transfert de risque par les banques, titrisation/réglementation bancaire et titrisation/économie (marché) pour les périodes d'avant et après la crise des subprimes. Plus, il est utile de vérifier la véracité ou non des conceptions orthodoxes et hétérodoxes sur l'importance ou non de la titrisation dans la zone UEMOA. Il ressort, de ce travail, que la crise financière a impacté positivement la recherche dans le contexte du débat entre orthodoxe et hétérodoxe sur la titrisation et que la science économique a pu apprendre de la responsabilité de la titrisation dans la crise financière globale. Dans la zone UEMOA, la conception orthodoxe sur la titrisation prévaut par rapport à la conception hétérodoxe, dans ce sens, la titrisation est considérée comme un bienfait.

Mots-clés : *Titrisation, Crise des Subprimes*

ABSTRACT

The purpose of this article is to compare the arguments on securitization before and after the subprime crisis of 2007-2008 according to the theoretical cleavages in economics. Based on a literature review, the aim is to clarify the main ideas concerning the importance or not of securitization according to the orthodox and heterodox currents by highlighting the terms of the debate relating to the relationship between securitization/transfer of risk by banks, securitization/banking regulation and securitization/economy (market) for the periods before and after the subprime crisis. And to verify the veracity or otherwise of orthodox and heterodox views on the importance or otherwise of securitization in the WAEMU zone. This work shows that the financial crisis was able to advance research in the context of the orthodox/heterodox debate on securitization and that economics was able to learn from the responsibility of securitization in the global financial crisis. In the WAEMU zone, the orthodox view of securitization prevails over the heterodox view, in that securitization is seen as a benefit.

Keywords : *Securitization, Subprime crisis*

INTRODUCTION

La titrisation est une opération financière donnant aux institutions financières ou non (banque, entreprise d'assurance, courtiers en crédits immobiliers ou établissement engagé dans le crédit hypothécaire), la possibilité de transformer leurs actifs illiquides en titres de créances négociables sur le marché via un véhicule ad hoc appelé SPV (special purpose vehicule). Elle est apparue comme un levier fondamental de la contagion et de la propagation d'une crise d'un marché mineur américain, les prêts hypothécaires « *subprimes* », à l'ensemble du système financier mondial dès lors qu'elle permet la connexion des agents économiques de par le monde.

En effet, entre 2008 et 2012, les pays développés ont subi une crise de grande envergure, à caractère structurel et conjoncturel ayant occasionné l'effondrement des systèmes bancaires et financiers ainsi que le retournement brutal de la conjoncture marquant la fin d'une période d'expansion. Cette crise a permis de questionner la théorie économique et les effets de la libéralisation financière des années 80-90 en général et la titrisation (importance de la titrisation) en particulier. Elle a remis, sur la scène internationale, le débat entre les orthodoxes et hétérodoxes sur la portée de la titrisation. Le débat théorique sur la titrisation nous renseigne que cette dernière est un bienfait pour l'économie (contribue au financement de l'économie, permet la diversification du portefeuille et donc la diminution du risque) selon les économistes orthodoxes, partisans des principes de la théorie microéconomique standard, des postulats néoclassiques et de la théorie de l'efficience des marchés financiers de Eugene Fama (1970). A contrario, selon les économistes hétérodoxes, partisans des trois principes du cycle d'affaire défini par John Mayner Keynes, de la théorie de la préférence pour la liquidité et de l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky (1982), la titrisation est un danger pour l'économie (favorise l'apparition des bulles spéculatives et des crises, favorise le développement des opérations hors bilans avec ses conséquences l'aléa moral, la baisse du screening et du monitoring…).

Sur le plan pratique, la titrisation a été analysée par plusieurs auteurs depuis les années 1990 et à partir de 2008 nombre de chercheurs ont accordé un regain d'intérêt particulier à cette notion qui a suscité l'attention de tous les agents économiques lors de la crise des subprimes. In Barbara Casu, Andrew Clare, Anna Sarkisian and Stephen Thomas (2013 : 1620) les auteurs « Greenbaum and Thakor (1987), Pavel et Phillis (1987), et Hess et Smith (1988) » exposent les bienfaits de la titrisation et soulignent que la titrisation fournit un moyen de réduction du risque, de diversification des portefeuilles et de financement dans les opérations en cours et l'achat de nouveaux actifs. De même, Gary Gordon et Andrew Metrick (2011) stipulent que la titrisation augmente les prêts et améliore la croissance économique. Cependant, les travaux d'autres auteurs tels que Barrell et al. (2010) soulignent que la titrisation contribue à l'instabilité financière.

Ce sujet de la titrisation est peu traité dans la thématique du débat. Il est important de vérifier si la crise a modifié les termes du débat sur la titrisation. Dès lors que celle-ci est apparue comme un levier fondamental de la contagion et de la propagation d'une crise d'un marché mineur américain, les prêts hypothécaires « *subprimes* », à l'ensemble du système financier mondial. L'objet de ce travail est donc l'analyse comparative des arguments sur la titrisation avant et après la crise des subprimes en fonction des clivages théoriques de la science économique. Il s'agit de préciser les idées principales concernant l'importance ou non de la titrisation selon les courants orthodoxe et hétérodoxe en mettant en exergue les termes du débat relatifs à la relation titrisation/transfert de risque par les banques, titrisation/réglementation bancaire et titrisation/économie (marché) pour les périodes d'avant et après la crise des subprimes. Et de confirmer ou infirmer les conceptions orthodoxes et hétérodoxes sur

l'importance ou non de la titrisation dans la zone UEMOA. Nous nous posons la question du comment, comment la notion de titrisation était-elle qualifiée avant (des années 1980 jusqu'à peu avant l'été 2007) et après la crise des subprimes de 2007-2008 ; ce sur la base de quels postulats (respectivement orthodoxes et hétérodoxes) ; avec quel(s) argument(s) ? Ainsi, quels sont les termes du débat sur la titrisation avant et après la crise financière de 2007-2008 ? Nous soutenons que la crise financière a pu faire avancer la recherche dans le contexte du débat entre orthodoxe et hétérodoxe sur la titrisation et que la science économique a pu apprendre de la responsabilité de la titrisation dans la crise financière globale.

La méthodologie de ce travail relève donc d'une étude documentaire.

Le travail s'articule autour de trois parties. Les deux premières parties portent respectivement sur les termes du débat sur la titrisation avant et après la crise des subprimes de 2007-2008. Le débat est guidé par les postulats de base des courants orthodoxe et hétérodoxe. Et la troisième partie porte sur la titrisation dans la zone UEMOA en général et en Côte d'Ivoire en particulier.

I - Les termes du débat sur la titrisation avant la crise des subprimes

La période, allant des années 80 jusqu'avant la crise de 2007-2008, est marquée, d'une part, par la montée en puissance du courant orthodoxe dans les décisions et débats économiques, d'autre part, par les innovations financières en général et la titrisation en particulier. Durant cette période, les opérations de titrisation se sont développées aussi bien en quantité qu'en qualité (création de nouveaux produits) pour connaitre un recul marquant après la crise. Alan P. Murray (2001 :, 63) « Le volume des actifs titrisés est estimé au-dessus de $ 3 trillion. La variété des actifs titrisés est passée de 3 en 1985 à 23 en 1996 ». « entre le début des années 1990 et 2008 on a assisté à un développement énorme en taille du marché de la titrisation, aux États-Unis le volume exceptionnel des MBS a augmenté de 2.3 trillion de dollars en 1994 à 8.4 trillion de dollars en fin 2008 alors que celui des ABS a augmenté de 192 billion de dollars à 2.6 trillion de dollar pour la même période soit de 1994 à fin 2008. En Europe, en fin 2008 le marché des MBS a atteint 2 trillion de dollars contre 26 billion de dollars en 1994 et le marché des ABS a atteint 299 billion de dollars en 2008 contre 5 billions de dollars en 1994. Selon le Fonds Monétaire International (FMI 2009) les ABS et covered bonds ont fourni entre 20 % et 60 % du financement des nouveaux prêts hypothécaires résidentiels avant la crise.

Après cette longue période d'expansion rapide le marché de la titrisation a gelé à la fin 2008 suite à l'effondrement de Lehman Brothers. » Barbara Casu, Andrew Clare, Anna Sarkisyan et Stephen Thomas (2013, 1620).

Cité in Deming Wu, Jiawen Yang et Han Hong (2010, p.101) les chiffres sur l'évolution de la titrisation sont en rapport avec les banques holding companies annoncent qu'« Aux Etats-Unis en septembre 2007 le solde total de titrisation des bank holding companies dépasse 1.7 dollars trillion, représentant à peu près 20 % du total des actifs et 40 % du total des prêts. Le solde total des MBS et ABS au sein de ces banques dépasse 800 milliards de dollars représentant à peu près 10 % du total des actifs de banque. ».

Toujours pour l'année 2007, Patrick Artus (2008 :, 39) donne les statistiques des différents produits titrisés aux USA et en Europe et stipule que « si l'on considère le marché des MBS/CMO et des ABS obligataires, l'encours fin 2007 aux Etats-Unis s'élève à près de 10 000 milliards de dollars, soit une multiplication par trois en dix ans… En Europe les évolutions d'ABS ont atteint 100 milliards d'euros au deuxième trimestre 2007 contre 238 milliards d'euros aux Etats-Unis sur la même période ».

Au vu de l'augmentation du volume des opérations de titrisation et de la variété des actifs titrisés, nombre d'économistes se sont préoccupés quant à son impact sur le système bancaire, la réglementation et l'économie…

I.1-Les termes du débat : la titrisation et le phénomène de transfert de risque par les banques

La titrisation a apporté un nouveau modèle dans le monde de la finance, le modèle *originate to distribute* en lieu et place du modèle *originate to hold*. Il donne aux banques la possibilité de se séparer des prêts accordés avant maturité, en les vendant à une entité tierce appelée SPV[1]. Ce changement a fait de la titrisation, aux yeux des économistes hétérodoxes un outil dangereux pour l'économie, car outil de transfert de risque (favorise les problèmes d'aléa moral, diminue les opérations de screening et de monitoring) ; danger illusoire pour l'économie, car le transfert de risque de par la titrisation est une illusion aux yeux des économistes orthodoxes.

En fait, les économistes hétérodoxes soutiennent que la titrisation est un outil de transfert de risque, les banques n'étant plus concernées par le risque d'insolvabilité (ayant le moyen de se séparer de l'actif titrisé et du risque y associé) accordent moins d'importance aux problèmes de screening et de monitoring pour assurer le maintien de la qualité du crédit ; entrainant ainsi la baisse de la qualité des actifs titrisés commercialisés sur le marché et la diminution du rôle des institutions de dépôt. Greenbaum et Thakor (1987) in Deming Wu, Jiawen Yang et Han Hong (2008 :, 97)[2] soulignent que « la titrisation permet aux banques de séparer l'origine du prêt et les fonctions de financement du prêt, leur donnant ainsi, la possibilité de transférer les risques associés aux différents groupes d'actifs au marché secondaire des investisseurs ». Avant la crise certains économistes hétérodoxes à l'instar de Michel Aglietta (1996) soutenaient l'argument en faveur du phénomène de transfert de risque initié par la titrisation donc ne présageaient ou prévoyaient aucun danger pour l'économie. Michel Aglietta (1996) in Marc Lavoie (2013 ; p. 231) « Alors que les banques étaient en charge du système de paiement, il était nécessaire de retirer le risque de crédit du milieu des banques et de les transférer aux institutions financières non bancaires et investisseurs, de façon que le système de paiement soit immunisé contre le risque d'insolvabilité venant du risque de crédit. ».

Cependant, pour les économistes orthodoxes la titrisation considérée comme moyen de transfert du risque est une illusion, car les banques retiennent plus de risque qu'elles n'en transfèrent. Les banques ne titrisent pas tous les prêts consentis, une partie de ces prêts demeurent dans le bilan des banques. In WU Deming, Yang Diawen et Hong Han (2011 ; p. 97-98), les auteurs Cantor et Rouyer (2000), Chen et al. (2007), Dionne et Harchaoui (2003), Hänsel et Krahnen (2007), Jiangli et Pritsker (2008), Landsman et al. (2006), Niu and Richardson (2006) et Uzun et Webb (2007) ont trouvé que le transfert de risque de par la titrisation est relativement insignifiant comparé au risque retenu par les banques d'origine. Dans le même sens, Alan P. Muray (2001 ; p. 67) soutient que les originateurs ou initiateurs restent exposés au risque lorsqu'elles retiennent les intérêts sur les tranches equity[3] ou sur une autre tranche de la structure fondée sur l'actif, ou lorsqu'elles s'engagent à supporter les titrisations malgré l'absence d'obligation légale ; aussi même lorsqu'elles ne retiennent aucune tranche d'intérêt equity ou autre, elles peuvent néanmoins augmenter leur profil de risque si elles ne titrisent que les crédits relativement sans risque du portefeuille dans l'ordre de sécuriser le

[1] SPV : Special purpose vehicule

[2] Deming Wu, Jiawen Yang and Han Hong (2010) : Securitization and Bank's Equity Risk. Springer Science+Business Media, LLC 2010.

[3] Tranche la plus risquée

financement à bas coût tout en maintenant les actifs les plus risqués dans leur portefeuille ».

I - 2 Les termes du débat : la titrisation et la réglementation bancaire

La titrisation a apporté un effet de levier dans les opérations d'octroi de crédit bancaire. Elle donne aux banques la capacité d'augmenter l'offre de crédit sans que s'ensuive l'augmentation des besoins en fonds propres, étant donné que les opérations de titrisation sont classées hors bilan. De ce fait, elle est considérée par les économistes hétérodoxes comme facteur exerçant un impact négatif sur la réglementation, car elle permet aux banques de contourner la contrainte réglementaire relative aux exigences de capitale imposées par Bâle I et II respectivement pour la stabilité du système bancaire ou la solidité financière, et pour la gestion de risque, de profit et de capitaux propres. Alors que pour les économistes orthodoxes elle est un outil permettant aux banques de respecter ladite réglementation.

En effet, pour les économistes hétérodoxes, partisans du rejet de l'autorégulation, la titrisation est le moyen, par excellence, utilisé par les banques pour contourner la réglementation. Comme le souligne l'économiste Minsky, in Samba Diop (2009 : 6) « les innovations financières sont le moyen, utilisé par les banquiers pour contourner les règles prudentielles qu'elles soient le fait des banques centrales ou d'une autre autorité de régulation (comité de Bâle par exemple) et qu'elles sont source d'avantages compétitifs au même titre que les innovations technologiques ». Aussi, les travaux menés par Donahoo and Shaffer (1991) in Barbara Casu, Andrew Clare, Anna Sarkisian and Stephen Thomas (2013 : 1621) vont dans le même sens et suggèrent que les institutions de dépôt titrisent dans le but de réduire les réserves et les exigences de capitale ». Avec la titrisation les banques octroient plus de crédit qu'elles ne l'auraient octroyé sans la titrisation. Minsky (1987) in Marc Lavoie (2013 : 229) souligne que « la titrisation encourage la création de crédit par les banques étant donné qu'il n'y a aucun impact sur le capital de la banque ».

A contrario, pour les économistes orthodoxes partisans de l'autorégulation, la titrisation permet aux banques de respecter la réglementation, il n'y a aucun mal. Comme le souligne P. Murray (2001 ; p.63) « les banques commerciales utilisent la titrisation pour supporter un volume élevé de l'activité de prêt avec un montant donné de capital en enlevant l'actif prêté de leur bilan pour des raisons réglementaire et comptable ».

I.3 - Les termes du débat : la titrisation et l'économie

La titrisation a apporté un nouveau mode de financement. Les économistes hétérodoxes tenant de l'hypothèse d'endogénéité des crises la considèrent comme un danger pour le système financier par conséquent pour l'économie, car elle encourage des excès. Alors que les économistes orthodoxes tenant de l'hypothèse des crises exogènes ne trouvent, en ce nouveau mode de financement, aucun danger pour le système financier.

En effet, les économistes hétérodoxes soutiennent que la titrisation au nombre des innovations financières représente un risque donc un danger pour le système financier par conséquent pour l'économie, car elle favorise l'apparition des bulles financières et spéculatives et des crises. Kaufman (1999 :, 58-60) considère la titrisation comme un facteur attirant des risques significatifs au sein du système financier par le fait qu'elle favorise des excès (c'est-à-dire encourage l'octroi de crédit, l'illusion de liquidité et la diminution du rôle des institutions de dépôt) capables de causer beaucoup de dégâts.

Cependant, les économistes orthodoxes soutiennent que la titrisation ne représente pas un risque pour le système financier par contre elle contribue à la stabilité du système financier et donc à la stabilité de l'économie. Dans ce sens, Alain P. Murray (2001) soutient que l'impact de la titrisation sur la création de crédit, le

monitoring des actifs, l'illusion de liquidité ou la politique monétaire n'a pas augmenté le risque au sein du système financier. Il n'y a pas de risque spécifique encouru par le système bancaire dû à la titrisation.

A la lecture de ce qui a été développé plus haut, nous avons pu caractériser la titrisation ainsi que définir les postulats sur lesquels repose l'argumentaire avant la crise de 2007-2008 au sein des courants orthodoxe et hétérodoxe. Nous soulignons que bien des années avant la crise financière plusieurs économistes aussi bien orthodoxe qu'hétérodoxe (très tôt, Minsky (1987) et d'autres économistes à l'instar de Kaufman (1999), P. Muray (2001)) présageaient le danger à venir dans le système financier dû à la pratique de la titrisation. Nul été la crise de 2008 et sa forte amplitude, notre attention ne se dirigerait certainement pas vers cette notion et les économistes durant ces dernières années ne lui accorderaient pas autant d'attention. La crise a permis de reconsidérer le sujet ; elle a certes permis la réapparition du débat sur cette notion, a-t-elle changé les conceptions ou les opinions sur la titrisation ? Le débat a-t-il évolué ?

II — Les termes du débat sur la titrisation après la crise des subprimes

Pendant et après la crise financière de 2007-2008, l'on a assisté à la réapparition du débat entre orthodoxe et hétérodoxe autour de la notion de titrisation, et ce, dans un climat d'échec apparent pour les théories orthodoxes et de résurrection pour les théories hétérodoxes. Dans cette partie de notre travail, nous voulons faire une analyse de l'évolution argumentaire et des termes du débat sur la titrisation qui ont prévalu après la crise des subprimes. En fait, il s'agit de voir si oui ou non les positions sur la titrisation ont changé dans les différents courants (si oui, comment la crise a fait modifier l'argumentaire, et sinon dans quelle mesure, chaque courant maintient sa position). L'heure était-elle au déni, à la prise de conscience ou au soutien tant bien que mal de son idéologie ?

II.1-Courant orthodoxe et la titrisation après la crise de 2007-2008

Malgré la crise, ses conséquences néfastes et ses diverses révélations, le courant orthodoxe continue de soutenir les bienfaits de la titrisation dans l'économie. La titrisation qui a été au centre des débats pendant la crise des subprimes n'a pas perdu sa place d'or au sein du courant orthodoxe. On aurait cru, suite à la crise et au fait que la titrisation était à première vue pointée du doigt comme étant le facteur responsable du retournement de la conjoncture économique donc de l'apparition de la crise, que le courant orthodoxe renoncerait à cette pratique. Mais hélas, il n'en est rien.

Les orthodoxes s'appuyant sur les hypothèses néoclassiques du rôle des institutions sur le marché et la conception exogène de l'instabilité économique soutiennent leur position sur les innovations financières en général et la titrisation en particulier. Comme le soulignent Albertini Jean-Marie et Silem Ahmed (2011) : « En fait, les descendants d'Adam Smith comme Smith lui-même se méfient de l'intervention de l'Etat. Pour eux, le système capitaliste est stable. Spontanément il peut parvenir à un équilibre général satisfaisant. L'instabilité est créée par les interventions de l'État… Il faut laisser faire les individus rationnels ».

Par conséquent, la titrisation demeure un bienfait ; elle n'est pas, non plus la principale cause de la crise des subprimes. En effet, pour les économistes orthodoxes la crise n'est pas due à un choc endogène au marché, mais plutôt à un choc exogène dû principalement aux actions menées par les autorités publiques et monétaires et les agences de notation.

En pratique, les banques ont pris plus de risque parce qu'elles comptaient sur le secours des autorités, à les sauver en cas de faillite (conception inexistante dans la vision orthodoxe où l'intervention de l'Etat, le secours en dernier ressort de la banque centrale et les promesses de sauvetages sont source de frustration pour le marché). La

garantie de l'intervention de l'État et le secours en dernier ressort de la banque centrale en cas de faillite sont des éléments qui ont incité les banques à accorder le crédit immobilier au-dessus de la normale et accroitre le risque. Les banques ont accepté la participation des politiques, étant certaines que les autorités monétaires viendraient en aide en cas de difficultés et ainsi l'occurrence de toute crise serait évitée.

II.2 — Courant hétérodoxe et la titrisation après la crise de 2007-2008

La crise de 2007-2008 est l'expression du passage de la théorie à la pratique ; l'expression de la matérialisation des faits concrets de la titrisation sur l'économie. La crise financière de 2007-2008 est qualifiée de révélatrice par les économistes hétérodoxes. Dans ce sens, elle a mis à l'évidence les méfaits de la titrisation, elle a permis de voir concrètement combien la titrisation est une pratique dangereuse.

Pour les économistes hétérodoxes la crise n'est pas due à un choc exogène au marché, mais plutôt à un choc endogène principalement la faible réglementation dont il convient de réprimander. Le marché ne peut pas s'autoréguler, il faut une réglementation pour l'encadrer.

Les banques comptant, par ordre de la titrisation, sur la capacité à se libérer des prêts octroyés ont accordé sans difficulté aucune des prêts aux agents économiques peu solvables (sachant qu'elles ne seraient pas concernées par le défaut de paiement). Cristina Peicuti (2013 : 454) « la crise a montré qu'en pratique l'originateur ou l'initiateur qui ne supporte plus les risques devient moins rigoureux dans la sélection et le suivi des risques. Cela conduit à une augmentation de la quantité des prêts alors que leur qualité diminue ».

En guise de conclusion pour cette deuxième partie de notre travail, nous voulons signifier qu'après la crise financière, les termes du débat ont évolué portant d'une part sur le rôle joué par cette dernière dans l'apparition de la crise et d'autre part sur la réorganisation du marché de la titrisation (d'où de nouvelles réformes, non seulement pour son développement, sa robustesse, mais aussi pour soutenir l'économie) afin de faire face au déclin qu'il a connu après la crise de 2007.

Certes, la crise n'a pas changé la conception hétérodoxe et orthodoxe face à la titrisation. En revanche, elle a permis de qualifier la titrisation sous un autre angle, l'angle de la propagation des internationales des conséquences des pratiques du marché. Les économistes hétérodoxes et orthodoxes soutiennent que la titrisation n'est pas la principale source de la crise, mais plutôt le canal de sa propagation. En effet, conformément à l'unité de lieu, à l'unité de temps et à l'unité de produit, la globalisation financière a permis la mise en connexion des différentes institutions financières de par le monde. Par conséquent, elle a favorisé la transmission de la crise sur tout le secteur bancaire américain et au niveau international. Aussi, elle a amplifié les conséquences de la crise qui auraient été moins graves sans la globalisation financière et les innovations financières donc sans la titrisation.

L'idée de réorganiser le marché de la titrisation a fait l'unanimité des économistes aussi bien orthodoxes qu'hétérodoxes. Le marché de la titrisation doit repartir, l'on doit relancer le marché de la titrisation pour ainsi financer l'économie et ne pas dépendre uniquement des banques, car, le marché débloque des fonds supplémentaires pour l'économie réelle.

Toutefois, certains économistes, en raison de leurs travaux, ont manifesté une forte réticence à l'idée de faire repartir ledit marché. Au nombre de ces derniers, Marc Lavoie (2013 : 232) suggère que « l'économie devrait retourner à l'ancien régime, le régime d'accumulation fordhist avec une forte réglementation financière où la titrisation serait interdite ». Et, dans le but d'éviter la réapparition de la faillite généralisée des marchés financiers publics, Paul Davidson (2008 : 55) suggère

« l'interdiction de la titrisation qui tente de créer un marché public pour les actifs issus des marchés privés (mortgage, prêts bancaires). En fait, il suggère que le U.S. SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) doit interdire toute tentative de création d'un marché titrisé pour n'importe quel instrument financier ou dérivative soutenu par des instruments financiers issus du marché financier privé (marché hypothécaire, marché des prêts bancaires) ». Plusieurs propositions ont été faites pour redynamiser le marché de la titrisation, les économistes tels que Michel Aglietta et Christina Pecuti ont développé des suggestions pouvant aider à revitaliser le marché de la titrisation.

III - Titrisation dans la zone UEMOA

La titrisation qui a émergé d'abord aux Etats-Unis ensuite en Europe depuis les années 80, n'a trouvé un cadre réglementaire juridique dans la zone UEMOA qu'en 2010. En effet, le règlement N° 02/2010/CM/UEMOA du 30 mars 2010 relatif aux Fonds Communs de Titrisation de Créance et aux opérations de titrisation dans l'UEMOA constitue le cadre réglementaire juridique des opérations de titrisation dans cette zone. Il autorise, de ce fait, la pratique de l'opération de titrisation des créances, en définissant les règles à mettre en pratique pour ce type d'opération.

Depuis 2010, le temps a passé, il a été nécessaire dans l'ordre de la familiarisation avec le concept de titrisation et son cadre juridique, l'identification des avantages et inconvénients de la titrisation, de trouver des équipes outillées et compétentes en interne indispensable pour la mise en place des mécanismes nécessaires à la réalisation des opérations de titrisation, (Léonce Yacé directeur général de NSIA Banque Côte d'Ivoire, entretien passé avec La Tribune Afrique).

Ainsi, il a fallu attendre plusieurs années avant qu'un acteur bancaire de la zone UEMOA décide de faire recourt à la titrisation en créant en 2020 le fond commun de titrisation de créance.

Le mérite revient à NSIA banque Côte d'Ivoire qui est, depuis le 7 février 2020, la première banque de l'union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) à lancer un Fonds commun de titrisation de créance (FCTC **NSIA Banque)**. D'un montant total de 40 milliards de Fcfa, l'opération portant sur l'appel public à l'épargne basée sur un emprunt obligataire a consisté en l'émission de 4 millions d'obligations, d'une valeur nominale de 10.000 Fcfa, avec une maturité de 5 ans pour un taux de rendement annuel de 7 %. S'en est suivi sept mois plus tard (vendredi 18 septembre 2020) **la cotation du Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC) NSIA Banque 7 % 2020-2025 à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM).**

Après le lancement effectif de la FCTC **NSIA Banque** dans la zone UEMOA et sa cotation au sein de la BRVM (bourse régionale des valeurs mobilières), force est de constater que la question des termes du débat entre orthodoxe et hétérodoxe sur la titrisation ne trouve pas son sens dans la zone UEMOA. Dans cette zone, la conception de la titrisation est unidirectionnelle, elle s'inscrit dans le cadre de la vision orthodoxe, alors que la vision hétérodoxe de la titrisation n'est très peu sinon presque pas évoquée d'où il y a l'absence de débat.

En fait, la titrisation des créances NSIA Banque CI est considérée comme un bienfait (avantage) aussi bien pour les banques, les investisseurs que pour les entreprises (les PME en particulier). Elle est considérée comme une alternative au mode de financement. La titrisation est vue comme la solution miracle au problème de financement que rencontrent les pays de la zone UEMOA en général et la Côte d'Ivoire en particulier sachant que ces pays se caractérisent aussi par des contraintes de financement qui bloquent leur développement économique.

Nous soulignons les propos de Léonce Yacé directeur général de NSIA Banque Côte d'Ivoire, propos recueillis suite à l'entretien passé avec La Tribune Afrique (www.afrique.latribune.fr). Pour Léonce

Yacé, la titrisation est un bienfait (avantage) aussi bien pour les banques, les investisseurs que pour les entreprises (les PME en particulier).

En ce qui concerne les banques, la titrisation des créances NSIA Banque CI est vue (considérée) comme le moyen de se refinancer par appel à l'épargne public, d'alléger son bilan, de piloter ses ratios prudentiels et sa consommation de fonds propres liés à l'activité de crédit. Elle est vue comme une solution aux problèmes des banques liées aux contraintes réglementaires, une solution pour les banques qui souhaitent poursuivre leur activité de crédit tout en respectant la réglementation bancaire en vigueur dans la zone UEMOA (tenant compte des changements réglementaires intervenus dans la zone UEMOA depuis 2018, instauration de bale II et III). Cette conception de la titrisation soutenue par Léonce Yacé directeur général de NSIA Banque Côte d'Ivoire est sans doute d'obédience orthodoxe. De ce fait, la titrisation n'est pas un moyen de transfert de risque pour les banques, elle permet aux banques de respecter la règlementation bancaire en vigueur aussi elle n'est pas dangereuse pour le système financier et l'économie pas.

En ce qui concerne les investisseurs, la titrisation assure un rendement intéressant des placements sur une période plutôt raisonnable, et permet la diversification des placements.

En ce qui concerne les PME, la titrisation permet le financement des PME. En effet, les fonds levés par les banques peuvent être utilisés pour octroyer des crédits aux PME locales à des conditions intéressantes. Ils permettront aux banques d'augmenter leur capacité de financement afin de répondre à la forte demande de crédit en provenance des PME. Sachant que ces dernières représentent, à l'échelle nationale ivoirienne, 80 % des entreprises, mais seulement 12 % des financements accordés par les banques. De plus, la Banque mondiale estime que le financement du secteur privé en Côte d'Ivoire est encore inférieur à la moyenne mondiale de 88 %.

Nous pensons que la vision hétérodoxe est peu évoquée dans la zone UEMOA à cause du fait que la règlementation en vigueur qui cadre les opérations bancaires (Bâle III) a pris en compte la mesure du risque que représente l'opération de titrisation.

CONCLUSION

Ce travail a étudié la titrisation avant et après la crise des subprimes de 2007-2008, il a permis de mettre, en vigueur, d'une manière non exhaustive, des travaux menés autour de la notion de titrisation, de voir comment la famille de pensées, au moyen de leurs hypothèses de base, qualifient la titrisation aussi bien avant et après la crise des subprimes.

Tenant compte des différentes analyses menées, nous soulignons qu'il existe une divergence sur la conception de la titrisation pour les périodes d'avant et après la crise des subprimes. On aurait cru à la crise financière et on aurait pensé que la titrisation étant, à première vue, pointée du doigt comme le facteur responsable du retournement de la conjoncture économique donc de l'apparition de la crise, que tous les économistes renonceraient à cette pratique.

La crise n'a pas changé les conceptions sur la nature de la titrisation. Elle a plutôt permis de voir à quel point cette pratique, en raison de la mondialisation et de l'absence des frontières en finance, met les agents économiques en interrelation, étant donné qu'elle a été le moyen de la contagion et de la propagation de la crise au point de vue international.

Les économistes aussi bien hétérodoxes qu'orthodoxes n'ont pas vu en la titrisation la cause principale de la crise ; mais qu'à cela ne tienne, le raisonnement est différent. Nous soulignons que les économistes orthodoxes et hétérodoxes se rejettent le tort en se basant bien évidemment

sur les hypothèses respectives d'autorégulation et de rejet de l'autorégulation des marchés.

La crise a permis d'observer une certaine unanimité entre les économistes en ce qui concerne le maintien, la restructuration et la redynamisation du marché de la titrisation (suite à la baisse d'activité observée sur ce marché après la crise). Cristina Peicuti (2013 : 453) stipule que « il n'est plus possible de revenir au système bancaire local traditionnel originate-to-hold… mais au cours des dix prochaines années, il est nécessaire de repenser et de réformer le modèle bancaire originate-to-distribute pour assurer la stabilité du système financier ». Cette unanimité à l'idée de faire repartir le marché de la titrisation pourrait être interprétée comme l'acceptation (par nombre d'économistes aussi bien orthodoxes qu'hétérodoxes) à un point donné des bienfaits de la titrisation dans l'économie malgré ses défaillances et ses conséquences négatives sur l'économie révélées par la crise.

BIBLIOGRAPHIE

Casu Barbara, Clare Andrew, Sarkisian Anna and Stephen Thomas (2013): ''Securitization and Bank Performance''. Journal of money, credit and banking. Vol.45, No.8, December 2013.

Davidson Paul (2008): ''Securitization, Liquidity, and Market Faillure". Challenge, vol. 51, No.3, May/ June 2008, pp. 43-56.

Diop Samba (2009) : ''La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky''. Revue de la régulation (en ligne), No. 51, 1er semestres 2009, mis en ligne le 10 juin 2009. URL : http :// regulation.revues.org/index7510.html.

Elul Ronel (2016): ''Sécuritization and Mortgage Default''. J Finance Service Ressource (2016). 49 : 281-309.

Gorton, Gary B., and Metrick Andrew (2012): ''Securitization''. In Handbook of the Economics of Finance, edited by George M. Constantinides, Milton Harris, and René M. Stulz, pp. 2-70. Amsterdam: Elsevier.

Iglesias-Casal A, Lo ´pez-Penabad M-C, Lo ´pez-Andio ´n C, Maside-Sanfiz JM (2020) : ''Securitization, financial stability and effective risk retention. A European analysis''. PLoS ONE 15 (2): e0228141. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228141. Editor : Jordi Paniagua, Universitat de Valencia,SPAIN.

Kaufman Henry (1999): ''Protecting Against the Next Financial Crisis : The Need to Reform Global Financial Oversight, the IMF, and Monetary Policy Goals''. Business Economics. July 1999.

M. Mpundu, M. A. Petersen, J. Mukuddem-Petersen, and F. Gideon (2013): ''Basel III and Asset Securitization''. Research Article. Academic Editor : Oswaldo Luiz do Valle Costa.

Martin Didier (2016) : Les marchés de capitaux. 2ème édition, Armand Colin.

Michel Aglietta et Sandra Rigot (2009) : Crise et rénovation de la finance. P. 368. Editeur : Odile Jacob. Collection : Hors collection.

Minsky Hyman P. (1995): ''Financial Factors in the Economics of Capitalism''. Distinguished Fellow, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Blithewood, Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000, USA.

Murray Alain P. (2001): ''Has Securitization Increased Risk to the Financial System?'' Business Economics. January 2001.

Thadden Ernst-Ludwig Von (2000): ''Liquidity Creation Through Banks and Markets: A Theoretical Perspective on Securitization''. Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 29, no. 3-2000, pp. 375-391.

Wachter M. Susan (2018): ''Credit Risk Transfert, Informed Market, and Securitization''. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 24, No.3, December 2018.

Wu Deming, Yang Jiawen, Hong Han (2010): ‘‘Securitization and Bank Equity Risk’’. J Finance Serv Res (2011) 39 : 95-117.