

## **DE LA CRISE DES SUBPRIMES A LA CRISE FINANCIERE**

Présentation du **CAHIERS LASAIRE** n°35

Avril 2008

### **SYNTHESE**

Les premières conséquences de la crise dite des subprimes sont déjà visibles sur la croissance et l'inflation. Ce seul aspect justifie l'ouverture d'une réflexion sur les causes de cette crise et sur les réformes du système financier qu'il serait souhaitable d'effectuer afin d'éviter qu'elle ne se reproduise.

L'origine de la crise est à rechercher dans le développement des marchés financiers, qui a ouvert la porte à toutes les innovations financières, et a modifié en profondeur le modèle bancaire traditionnel. A côté de l'activité traditionnelle de crédits, conservés dans les bilans bancaires jusqu'à leur remboursement, un nouveau modèle bancaire, à fort contenu d'ingénierie financière, mobilisant les possibilités offertes par les marchés financiers est apparu. Ce nouveau modèle, beaucoup plus rentable que le modèle traditionnel, permet d'adapter finement l'offre bancaire à la demande des clients et laisse la possibilité à la banque prêteuse de transférer tout ou partie de ses risques sur les investisseurs finaux opérant sur les marchés financiers.

L'opposition entre les activités bancaires et l'offre des marchés financiers tend donc à s'estomper, la sphère bancaire mobilisant fortement les produits de marché, et l'équilibre des marchés financiers dépendant de la solvabilité des banques qui en sont désormais des acteurs importants. Dès lors, les difficultés qui surgissent dans l'une des sphères ne tardent pas à se répercuter dans l'autre. Cette interpénétration des deux sphères n'a pourtant pas entraîné l'extension à la sphère financière d'une régulation, de normes prudentielles en particulier, comparable à celles qui s'appliquent à la sphère bancaire.

#### **A l'origine, une crise très localisée sur un segment mineur du marché immobilier américain**

La crise financière actuelle est la première crise due aux limites du nouveau modèle bancaire. Elle est la conséquence d'une crise très localisée, survenue sur un segment mineur du marché du crédit immobilier américain. Cette crise a été provoquée par le refus des établissements de crédit de croire à la réalité de la bulle immobilière, et à leur recherche de l'extension de leurs activités de prêt, fort rentables, sans considération de la solvabilité des emprunteurs. Cette dernière caractéristique, inconcevable selon le modèle bancaire traditionnel, a été rendue possible par l'existence d'une demande importante de titres financiers, adossés aux créances immobilières accordées à l'origine par les banques (titrisation) ; ces dernières ont cru alors pouvoir négliger l'examen de la solvabilité de leurs emprunteurs, puisque les défauts de paiement étaient supportés par les investisseurs finaux des marchés de titrisation et ces investisseurs, séduits par le rendement important de ces titres, ne se sont pas inquiétés de la mauvaise qualité de l'information qu'ils recevaient sur les risques attachés à ces titres.

Lorsque la hausse des taux d'intérêt américains n'a plus permis aux ménages les moins aisés de faire face à leurs charges de remboursement, les titres émis par des entités de titrisation indépendantes des banques se sont effondrés, entraînant la vente forcée des logements et accélérant encore leur dévalorisation. Dans un premier temps, l'illusion que les conséquences de cette crise immobilières pourraient être supportées par les seuls investisseurs finaux des marchés de titrisation, a dominé. Mais il est vite apparu que les établissements à l'origine des crédits subprime ne pouvaient s'exonérer de ces pertes. A ce stade, l'opinion dominante était encore que l'on n'était pas en présence d'une crise majeure, mais d'une crise qui resterait localisée, touchant surtout les banques américaines, et qu'elle pourrait être aisément surmontée.

## **Dans un second temps, la crise s'étend hors des Etats Unis et sur des marchés non immobiliers à faible risque**

Dans un second temps, les conséquences de la globalisation des marchés financiers et les liens entre les différents marchés, ont étendu la crise hors des Etats Unis, et hors des marchés immobiliers à risque, touchant même des marchés non immobiliers réputés à faible risque. La réticence des banques à extérioriser leurs pertes a créé un climat de défiance généralisée sur leur solvabilité réelle, entraînant un blocage des possibilités de financement du marché interbancaire, ainsi que la disparition de la liquidité sur nombre de marchés financiers. De crise locale, la crise des subprime est devenue une crise majeure dont le coût est évalué à la fin du premier trimestre 2008 à 1000 Md\$ environ, entraînant le besoin pour les banques les moins capitalisées, surtout américaines, de procéder dans l'urgence à des augmentations de capital.

Le risque de voir dégénérer cette crise en une crise systémique, affectant le fonctionnement de l'ensemble du système financier, a alors obligé les banques centrales, agissant à l'occasion de façon coordonnée, à intervenir comme prêteur en dernier ressort, pour sauver de la faillite des acteurs financiers essentiels et pour restaurer la liquidité de marchés où la demande avait disparu. La banque centrale américaine a accompagné ces mesures de sauvegarde par une baisse vigoureuse de ses taux directeurs, ce à quoi s'est refusée la Banque Centrale Européenne, préoccupée par les risques inflationnistes. Toutefois, les interventions des banques centrales semblent avoir trouvé leurs limites, en sorte que toute aggravation ultérieure de la crise pourrait nécessiter, à l'avenir, un soutien étatique, afin de sauver les établissements en difficulté, ou pour racheter les créances les plus dévalorisées.

## **L'ampleur et la nature de la crise relancent le débat sur la nécessité de la régulation des marchés et de tous les acteurs**

L'ampleur et la nature de cette crise a suscité un renouveau de la réflexion sur les moyens de prévenir le retour de crises de cette nature. Les axes de réforme sont multiples :

- il est devenu évident que les banques centrales ne pouvaient plus se désintéresser de l'équilibre des marchés financiers et que les acteurs des marchés financiers devaient, comme les banques être soumis au contrôle de leur solvabilité et de leur trésorerie ;
- les biais favorables en faveur des opérations à risque devraient être réduits, qu'ils proviennent des normes comptables ou de la définition des ratios prudentiels ;
- les méthodes d'évaluation des risques qu'elles soient le fait des agences de notation ou des établissements financiers eux-mêmes devraient être revues, notamment pour mieux incorporer les risques d'assèchement des liquidités sur les marchés. Toutefois, l'aboutissement de ce dernier chantier paraissant particulièrement incertain, deux propositions allant dans le sens d'une amélioration de l'analyse des risques semblent devoir s'imposer, celle de l'instauration d'une obligation pour les banques cédant leurs risques, à en conserver une partie significative afin de les inciter à se préoccuper de les mesurer, et celle de l'instauration d'une règle de provisionnement des risques, non plus à partir de leur évaluation instantanée, mais à partir de leur évaluation sur l'ensemble d'un cycle économique ;
- enfin, il conviendrait de remédier à l'absence de transparence des marchés financiers, absence qui a joué un rôle important dans la diffusion de la crise, en standardisant les produits financiers qui pourraient ainsi s'échanger sur des marchés organisés, moins sujets à la défaillance des opérateurs. S'ils aboutissaient, ces projets de réforme, techniques en apparence, diminueraient l'attrait du nouveau modèle bancaire, et auraient donc toutes chances de provoquer un regain de l'intermédiation bancaire traditionnelle, au détriment du nouveau modèle bancaire. Le nouveau modèle bancaire perdant de son attrait, les activités de banque de financement et d'investissement seraient réduites, conduisant les banques à des restructurations douloureuses, comme le montrent les importantes suppressions d'emplois déjà réalisées par certaines banques américaines.