



**Radio courtoisie**  
**émission du 24 janvier 2008**  
**Les Pionniers de la Bande F.M**  
**animateur Henri Fouquereau**  
**Assistante Lydie Cassarin**

**Invités dans le studio**  
**Jacques Myard, député de la nation, Président du C.N.R**  
**Pascal Naizot Professeur**  
**Jean-Pierre Vesperini Professeur Membre du C.A.E**

**Monsieur le Professeur Jean-Pierre Vesperini était invité pour parler aux auditeurs de la Crise dite des subprimes.**

**LA CRISE FINANCIERE**

**1° ORIGINE DE LA CRISE FINANCIERE**

La crise financière dans laquelle le monde est plongé depuis l'été 2007 trouve son origine dans les principaux phénomènes dont l'économie a été le théâtre au cours des dernières années?

Ces phénomènes sont liés à l'intégration des pays émergents dans l'économie mondiale et tout particulièrement à l'intégration de la Chine qui s'est accélérée avec l'entrée de ce pays dans l'Organisation Mondiale du Commerce (O.M.C) en 2001.

On peut distinguer quatre principaux phénomènes :

- I) **Le maintien d'une inflation à un faible niveau** en raison , d'une part, de l'augmentation des importations de produits fabriqués dans les pays à faibles coûts de main d'oeuvre et , d'autre part, de la pression exercée sur les salaires

des pays développés par les bas salaires des pays émergents (délocalisations).

**II) L'augmentation de la liquidité mondiale** due à la politique monétaire de la Chine et du Japon. La Chine maintient en effet un taux de change artificiellement bas afin de soutenir ses exportations et par conséquent son expansion économique. Pour ce faire, sa Banque centrale se porte acheteuse des dollars ou des euros gagnés par ses exportateurs qu'elle place sous forme d'obligations, ou de dépôts à court terme. Elle augmente donc de cette manière la liquidité aux Etats-Unis, comme dans la zone euro. De son côté le Japon, pour lutter contre sa faible expansion et contrer les menaces de déflation qui pèsent sur son économie pratique une politique de faible taux d'intérêt. Cette politique a donné lieu à des pratiques de portage (carry trade) qui consiste à emprunter des yens à bas taux d'intérêt pour les changer contre d'autres devises, ce qui a constitué là encore une source d'augmentation de la liquidité aux Etats-Unis et dans la zone euro.

**III) Le faible niveau des taux d'intérêt** résultant d'abord du faible niveau de l'inflation et ensuite des achats massifs d'obligations effectués par la Chine (cf supra), mais aussi par d'autres pays émergents et par les pays producteurs de matières premières (pays de l'O.P.E.P)

**IV L'augmentation du prix des actifs** (immobilier, actions) en raison du faible niveau des taux d'intérêt et de l'accroissement de la liquidité mondiale.

## **2°-ANALYSE DE LA CRISE FINANCIERE :**

Ces quatre phénomènes sont à l'origine de la crise que nous vivons. Ils expliquent en effet ses deux principaux aspects : son aspect circonstanciel qui est la crise des subprimes et son aspect plus fondamental qui est la crise du système bancaire international.

### **I) La crise des subprimes :**

Les emprunts subprimes présentent trois particularités : en premier lieu, la nature des emprunteurs est particulière parce qu'ils ont des revenus ou des patrimoines insuffisants et sont donc obligés d'emprunter à des conditions particulières ; en second lieu, ces conditions sont en effet particulières : des taux fixes et relativement attractifs pendant deux ans environ (taux d'appel) qui deviennent ensuite variables ; en troisième lieu, la nature des prêteurs est également particulière parce qu'il s'agit soit de banques spécialisées dans ce type de prêts, soit de simples courtiers qui vendent ces crédits moyennant la perception de commissions.

Il est évident que pour ces trois raisons, ces crédits présentaient un risque important. D'abord, les emprunteurs étaient fragiles. Ensuite, les prêteurs, à la différence des banques classiques, cherchaient avant tout à placer des crédits sans se préoccuper sérieusement de savoir si les emprunteurs pourraient rembourser ces crédits. Enfin, les conditions des emprunts supposaient que les taux n'augmentent pas puisqu'au bout

de deux ans les emprunts devenaient à taux variables. Elles supposaient aussi que les emprunteurs ayant des difficultés puissent rembourser leur emprunt en prenant un nouvel emprunt gagé sur leur bien immobilier à condition que la valeur de ce bien ait augmenté.

Toute la mécanique de ces prêts s'est donc peu à peu grippée au fur et à mesure que la Réserve fédérale a augmenté le niveau de ses taux d'intérêt qu'elle avait abaissé jusqu'à 1% afin de lutter contre la crise née de l'explosion de la bulle internet (2000-2001) et qu'elle remonta progressivement jusqu'à 5% dans le but d'éviter un emballement de la conjoncture. Cette hausse des taux d'intérêt eut pour effet, d'une part, d'augmenter les primes des emprunts devenus à taux variables et, d'autre part, de faire chuter progressivement les prix de l'immobilier. C'est la raison pour laquelle un grand nombre de ménages américains ne purent plus rembourser leurs emprunts et virent ainsi leur bien immobilier saisi et vendu.

### **2° La crise du système bancaire international :**

La crise du système bancaire international est le résultat d'un double mouvement : d'une part, une énorme augmentation de liquidité mondiale, autrement dit une vaste expansion des marchés de capitaux, pour les raisons indiquées plus haut et, d'autre part, une explosion des innovations financières. Ces innovations ont été fondées sur ce qu'on appelle la ***titrisation***. La titrisation est le mécanisme par lequel une banque ou un organisme financier transforme une créance non négociable en un actif négociable sur un marché. La titrisation permet donc à la banque de sortir ses créances, c'est à dire les crédits qu'elle a consentis, de son bilan. Cela présente donc pour elle trois avantages : d'abord, celui de mettre ces crédits en dehors de toute réglementation ; ensuite, celui d'économiser des fonds propres puisque les crédits sortis de son bilan ne sont plus astreints à respecter les ratios prudentiels. Enfin, celui de transférer le risque présenté par la créance sur le marché qui porte cette créance.

Les techniques de titrisation se sont faites par l'intermédiaire d'instruments sophistiqués : en premier, ce qu'on appelle les ABS ( Asset backed securities ou titres adossés à des actifs) qui ont en général comme collatéraux environ 2/3 d'hypothèques immobilières et 1/3 d'autres actifs. En second lieu, en rassemblant différents ABS, les banques ont pu constituer des CDO (ou Collected Debt Obligations) qui ont pu eux mêmes être découpées en tranches et logées dans les portefeuilles de différents investisseurs. En dernier lieu, les banques ont créé des véhicules d'investissement structurés (ou Structured Investment Vehicles ou encore « conduits » ce qui signifie tuyaux en anglais) destinés à financer les CDO au moyen de l'émission de billets de trésorerie (Asset backed commercial paper ou ABCP), c'est à dire de papier à court terme.

Il s'est donc progressivement développé, à coté de ce qu'on appelle le financement intermédié, c'est à dire le financement classique de l'économie par les banques, le financement désintermédié, c'est à dire le financement direct par le marché. Il s'est

ainsi créé un système bancaire parallèle par le biais des instruments financiers complexes vus plus haut permettant de financer l'économie. Ce système était évidemment dangereux pour trois raisons. D'abord, parce que ce système n'est viable que si les taux courts sont durablement inférieurs aux taux longs puisqu'en définitive ces instruments complexes, les conduits en particulier, sont un mode de financement des prêts à long terme par du papier à court terme donc en principe à des taux inférieurs aux taux à long terme. Et de ce fait, si la hausse des taux par la Réserve fédérale fut, comme nous l'avons vu, fatale au système des subprimes, elle le fut également d'une manière plus générale à ce nouveau système bancaire parallèle qui s'était progressivement créé. Ensuite, parce que les instruments émis échappaient, comme nous l'avons dit, à toute réglementation. Enfin, parce que, tandis qu'une banque connaît le client auquel elle prête et mesure donc en principe correctement son risque, dans le système qui s'est développé, les prêteurs structurels (fonds d'investissement, compagnies d'assurances, trésoriers d'entreprises) qui achètent les produits complexes (ABS, CDO, Conduits) ne connaissent pas précisément les risques qu'ils présentent parce qu'ils ne connaissent pas précisément les collatéraux sur lesquels ils sont gagés.

C'est la raison pour laquelle un système de ce genre ne peut fonctionner que si les prêteurs sur le marché ont confiance dans la valeur des produits complexes qui leur sont offerts et en particulier ont confiance dans les notes que leur attribuent les agences de notation.

C'est précisément cette confiance qui a brusquement fait défaut au cours de l'été 2007, exactement le 9 août, le jour où les prêteurs structurels, mais aussi naturellement les banques, ont cessé d'avoir confiance dans la valeur des instruments complexes émis sur le marché parce qu'ils ont soudain pris conscience du fait que ces instruments avaient pour collatéraux en particulier des prêts subprimes qui avaient perdu toute valeur ou dont la valeur avait fortement diminué et surtout parce que ces instruments étaient si complexes qu'il était devenu impossible d'en déterminer la valeur.

De ce fait, les banques ou organismes financiers qui avaient émis ces instruments complexes ne parvinrent plus à en assurer le refinancement, généralement à court terme, sur le marché. C'est la raison pour laquelle les Banques centrales, Réserve fédérale et BCE, durent intervenir et continuent à intervenir massivement périodiquement afin de résoudre la crise de liquidité à laquelle les banques sont confrontées assurant ainsi leur rôle de prêteurs en dernier ressort. D'autre part, la Réserve fédérale a baissé très fortement ses taux afin de soulager les banques dans la mesure où la hausse des taux courts avait été en partie, comme nous l'avons vu, à l'origine de leurs difficultés. Il est probable que la BCE sera conduite à baisser également les siens pour les mêmes raisons.

Il est clair qu'à côté de cette crise de liquidité, les banques sont confrontées à une crise de solvabilité puisqu'elles ont subi des pertes résultant des prêts subprimes et

maintenant des cartes de crédit avec l'extension de la crise financière à l'économie réelle. Aussi bien, devront-elles, pour absorber ces pertes, réaliser des économies, par différentes restructurations (ventes d'actifs non stratégiques), réduire leurs dividendes et augmenter leur capital par émission sur le marché ou en acceptant l'entrée de fonds souverains.

### **3° Evolution prévisible :**

On voit donc que progressivement, au fur et à mesure que les banques absorberont leurs pertes par les moyens, précédemment indiqués, le risque pesant sur l'ensemble des instruments qu'elles ont émis tendra à diminuer.

Dès lors, deux évolutions sont possibles. Ou bien les banques auront les moyens d'absorber leurs pertes, de réduire progressivement le risque et par conséquent en faisant renaître la confiance de résoudre la crise de liquidité. Ou bien leurs moyens seront insuffisants pour cela et dans ce cas il faudra créer des structures de défaisances ou seront logés les actifs dévalorisés et qui disposeront soit de la garantie mutuelle d'un ensemble de banques, soit de la garantie de l'Etat.