

## Un an après la crise des subprimes

Avec le recul de l'année passée, peut-on faire l'analyse de la crise financière des « subprimes », ces crédits immobiliers accordés aux ménages américains modestes et peu solvables ? Et comprendre comment on a pu aboutir à l'implosion du capitalisme financier que décrit Paul Jorion (Fayard), et que confirme la mise en faillite de Lehman Brothers ?

Tout d'abord, la conjoncture économique a été, aux Etats-Unis en particulier, très favorable ces dernières années : un taux d'emprunt bas et un marché de l'immobilier en très forte hausse. Et comme souvent dans ce cas, les gens perdent la mémoire et pensent que si ça monte, ça va continuer de monter. Lorsque l'on ajoute, une culture de fort endettement, propre aux Américains notamment, les choses se compliquent. En effet, un Américain, lorsqu'il reçoit 100, dépense 101 : d'une part il n'épargne pas et d'autre part il emprunte.

C'est ici qu'intervient la responsabilité des banques et des instituts prêteurs qui ont abusé d'une part de prêts à des mé-

nages non solvables et d'autre part s'en sont déchargé sur d'autres investisseurs, via la sophistication de la titrisation. Une technique qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs, tels que des créances, en les transformant en titres financiers. Ainsi s'est opérée une dissociation entre la distribution du crédit et la gestion de son financement.

### Manque de transparence

Présentons ce mécanisme complexe de manière plus simple. Une banque américaine va prêter à chacun de ses 100 clients 100 mille dollars pour acheter une maison. Parmi ces 100 ménages, certains ont acheté une maison avec piscine de 300 m<sup>2</sup> en Californie avec des revenus insuffisants : ce sont ces ménages que l'on appelle les emprunteurs « subprimes », (littéralement « en dessous » des emprunteurs solvables dits « prime »). Mais comme ils ont la possibilité de rembourser seulement les intérêts, variables la plupart du

temps, pendant la période du prêt et le capital in fine, la lourdeur de l'emprunt est amoindrie. En outre, avec un bien qui ne perd pas de sa valeur, l'emprunteur pourra rembourser à l'aide de la revente de sa maison. Cette logique est viable lorsque les taux sont faibles et que le marché de l'immobilier ne chute pas.

Mais revenons à la banque américaine. Elle a une créance de 10 millions de dollars. Au lieu de supporter ce poids de la dette, elle va donner « la patate chaude » à d'autres investisseurs (les fonds de pension, les fonds spéculatifs, voire même le gestionnaire d'une SICAV monétaire d'une banque française). Ainsi, le prêt fait à ces 100 ménages, dont certains « subprimes », se retrouve être supporté non plus par la banque américaine mais par de multiples acteurs disséminés partout dans le monde. La dilution des 10 millions de dollars semble être la garantie à la non-perte de ce capital. L'avantage pour les investisseurs est qu'ils perçoivent alors un taux d'intérêt élevé. Car lorsque l'on prête

à des individus sans fort capital, on leur demande un taux d'intérêt plus élevé. Ce système satisfaisait tout le monde. Seulement lorsque les taux ont monté et que le marché de l'immobilier a chuté, les ménages américains qui se croyaient être devenus propriétaires se sont retrouvés à la rue.

Le problème non résolu à ce jour est le manque de transparence des marchés financiers. En effet, c'est sur leur opacité que s'est faite la valeur des contrats titrisés réalisés ces dernières années. Leur valeur aurait dû être beaucoup plus faible si l'évaluation avait pris en compte le risque de baisse de l'immobilier.

Il faut donc éviter de penser que le pire est toujours derrière nous lorsque la conjoncture s'améliore. Cela évitera peut-être de croire que l'on peut faire de l'argent sans créer la valeur.

\* Pierre Clauss est responsable de la filière finance à l'ENSAI-Rennes. Christophe Villa est responsable du département Finance d'AUDENCIA - Nantes.