

Intervention de Grégory DAMY, Professeur associé à l'Université de Nice
Sophia-Antipolis et avocat au barreau de Nice

Journées de droit économique – Samedi 7 juin 2008

**« D'une crise à l'autre : regards croisés sur le mouvement perpétuel de la
régulation financière »**

I/ LA CRISE DES SUBPRIMES

Le marché des « subprimes » s'est largement développé aux États-Unis à partir de 2001 car il a permis à des emprunteurs à risque de pouvoir acheter leur maison. L'emprunteur contracte un emprunt immobilier, moyennant un taux d'intérêt révisable, majoré d'une « prime de risque » (subprime). Les premières années du prêt sont couvertes par un taux d'intérêt fixe promotionnel qui devient ensuite variable. La croissance de ce marché a tout d'abord été encouragée par des taux historiquement bas qui ont incité les institutions de crédit à accroître la part du subprime dans leur portefeuille. Par ailleurs, ce mouvement a été accéléré par l'utilisation de la titrisation comme outil d'évacuation du risque de crédit, utilisation encouragée par la demande croissante de produits rentables par des investisseurs et par l'afflux de liquidités disponibles à la recherche d'investissements attractifs.

Ces prêts à des personnes à la cote de crédit insuffisante ont participé à la création d'une bulle immobilière qui elle-même nourrissait la bulle de crédits. Tant que le marché de l'immobilier est en croissance, la maison acquise et mise en hypothèque assure que l'opération ne peut que bien se terminer, puisqu'en cas de défaillance, le crédit sera remboursé par la vente aux enchères de la maison.

Le système dépend de deux conditions pour sa pérennité : d'une part, des taux d'intérêt relativement stables, et d'autre part d'une appréciation régulière de l'immobilier.

Or, la réserve fédérale des États-Unis a progressivement relevé son taux directeur de 1 % à 5,25 % entre 2004 et 2006.

Les prix de l'immobilier ont commencé à chuter dans plusieurs régions des États-Unis à partir de 2006. Le marché immobilier américain a perdu aux alentours de 20 % les 18 derniers mois précédant la crise.

Par conséquent, les emprunteurs se retrouvèrent confrontés à une hausse de leurs mensualités de crédit alors que la valeur de leur bien diminuait, et les plus fragiles furent alors incapables de faire face à leurs remboursements. Le défaut de paiement, lorsqu'il est limité à des cas isolés, est couvert par les créanciers : grâce à une politique de gestion du risque, les organismes sont censés pouvoir supporter le délai nécessaire au recouvrement de créances des débiteurs. Mais, dans le cas d'un phénomène de défaut de paiement en masse, l'organisme créancier peut alors lui-même être placé en situation de cessation des paiements. Or, en 2007, le taux de non-remboursement sur ces crédits s'est élevé aux alentours de 15 %.

Avec la baisse du marché immobilier américain, la valeur des habitations est devenue inférieure à la valeur du crédit qu'elles étaient censées garantir. Ainsi, les créanciers censés pouvoir récupérer leurs mises en vendant les habitations hypothéquées, se retrouvèrent sans moyen rapide de redresser leur bilan, puisque vendre ces biens ne suffisait plus à couvrir leurs pertes. L'afflux de biens saisis mis en vente sur le marché a même aggravé le déséquilibre du marché immobilier où les prix se sont effondrés.

La crise des subprimes est une crise financière et boursière mondiale, déclenchée par un krach des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis révélée au monde en février 2007, puis transformée en crise financière mondiale à partir de l'été 2007. Cette crise a conduit à une défiance à l'échelle mondiale envers les créances titrisées qui comprennent une part plus ou moins grande de crédits subprimes, puis envers les fonds d'investissement, les OPCVM et le système bancaire susceptible de détenir ces dérivés de crédit.

De façon plus indirecte, la crise a provoqué à partir du 18 juillet 2007 une crise de confiance générale dans le système financier, une chute des marchés financiers et une crise de liquidité bancaire. De crainte que la crise ne touche la sphère de l'économie réelle, les Banques centrales ont été amenées à injecter des liquidités dans le marché interbancaire.

Les conséquences de la crise, qui n'est pas achevée, restent encore difficiles à évaluer en 2008. L'insolvabilité des débiteurs et la chute des prix de l'immobilier ont provoqué la chute de plusieurs établissements de crédit, conduisant à l'effondrement du prix des actions de l'industrie du crédit.

La première courroie de la crise réside dans le phénomène de la titrisation de créances. La titrisation est l'opération financière, méconnue de l'emprunteur, par laquelle une banque

revend ses créances sur des marchés spécialisés. Ce mécanisme lui permet à la fois de se refinancer et de réduire son risque (qui est reporté sur les investisseurs qui achètent ses créances). La titrisation est devenue un phénomène courant depuis le début des années 2000. Le marché du subprime a été massivement financé par la titrisation, les créances étant regroupées dans des véhicules de financement *ad hoc* et transformées en titres négociables souscrits par des investisseurs. Cependant, à partir de 2007, la crise des crédits subprimes a jeté le doute sur l'ensemble des véhicules de titrisation de créances.

La deuxième courroie de transmission de la crise est constituée des fonds d'investissement qui ont eux-mêmes acheté les créances titrisées. Ces fonds d'investissement appartiennent ou sont financés par les banques. Les banques reprennent donc par ce biais les risques qu'elles avaient dans un premier temps confié aux marchés. Ainsi, des créances titrisées à haut rendement (et donc à haut risque) étaient elles-mêmes présentes dans certaines SICAV monétaires, placements jusque-là jugés sans risque.

Les incertitudes sur les engagements directs et indirects des établissements financiers en matière de crédit à risque, mais aussi la crainte d'un ralentissement général des activités de banque de financement et d'investissement, très rentables et moteurs de la croissance au cours des années précédentes, ont fini par entraîner une véritable crise de confiance, ayant connu peu de précédent, entre banques.

La crise a des effets sur d'autres marchés, comme celui des matières premières. Par exemple, les tensions actuellement observés dans le secteur alimentaire, bien que reposant sur des fondements structurels, n'en ont ainsi pas moins été accentuées par la volonté des établissements financiers touchés par la crise des subprimes de couvrir leurs pertes. La chute des marchés boursiers a causé un assèchement des liquidités, obligeant plusieurs acteurs comme les hedges funds à quitter le marché de l'énergie et à liquider leurs positions.

II/ UNE CRISE NECESSITANT UNE REFORME DE LA REGULATION FINANCIERE

Tout était plus simple quand les banques commerciales consentaient des prêts aux ménages et aux entreprises et les conservaient dans leur bilan au lieu de les découper en tranches avant de

les revendre. Serait-il possible d'anéantir la titrisation et d'en revenir au système des années soixante ? Une réglementation stricte de la titrisation est-elle possible à l'échelle française ou européenne ? Cela nous paraît impossible. Cela reviendrait à ignorer la réalité économique. On ne peut pas revenir sur les progrès de la technologie financière, ni, plus fondamentalement, sur les avancées de l'information et des communications. La titrisation est étroitement liée à la déréglementation des marchés financiers et à la révolution des technologies de l'information. Les autorités ne peuvent pas y mettre un terme à moins de réinstaurer une réglementation restrictive telle que celle qui s'appliquait aux systèmes bancaire et financier il y a un demi-siècle.

Même dans ce cas, les autorités de réglementation pourraient bien ne pas être en mesure de remettre en cause la titrisation, étant donné la facilité avec laquelle les établissements peuvent délocaliser leurs activités à l'ère des communications à haut débit et à bas prix.

À la suite de la Grande Crise de la titrisation, il convient de se poser la question de la réforme des instances de régulation bancaire et financière et des règles visant à réguler le système bancaire et financier. En effet, la régulation bancaire est sur la sellette. Les banques centrales sont accusées de part et d'autre : soit parce qu'elles contribuent à alimenter la crise, en réinjectant des liquidités sur les marchés, soit parce qu'elles refusent de baisser les taux directeurs, afin de limiter les risques d'inflation, créant alors une crise de liquidités.

La crise des *subprimes* traduit aussi une crise de l'information. Cette crise confirme que l'information sur les risques financiers est, au mieux indigente, au pire trompeuse, à cause du hors bilan et de la titrisation qui permet un éclatement du risque. En effet, les créances titrisées sont découpées puis ventilées dans une multitude de produits complexes, de telle sorte qu'aucune banque, ne parvient à évaluer précisément son degré d'exposition au risque. Le hors-bilan dissimule ainsi un risque fragmenté et éclaté qui touche tous les acteurs des marchés mondiaux. **Une meilleure gouvernance financière implique donc de définir des normes permettant une véritable traçabilité du risque financier, pour déterminer l'amplitude du risque et sa localisation.**

Intervention orale à modifier (page 37 de la retranscription).

Grégory DAMY (Professeur associé à l'Université de Nice Sophia-Antipolis et avocat au barreau de Nice) : Effectivement la question de la fusion des autorités est au cœur des débats depuis quelques années. Il convient de préciser immédiatement que le projet de loi sur la réforme des autorités financières prévoyait, outre la fusion des autorités de marché, une union entre la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances. Ceci aurait constitué une véritable révolution, car la première est placée sous l'autorité de la Banque de France et la seconde sous celle du ministère des Finances. Si les deux commissions avaient fusionné, le gouverneur de la Banque de France aurait perdu son droit de regard puisqu'il n'a pas de légitimité juridique à exercer un contrôle sur le secteur de l'assurance. Finalement, le projet de loi de réforme des autorités financières n'a prévu qu'une coopération renforcée entre la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances. Pour des raisons d'échéance politique, ce projet de loi a été gelé. Vu l'urgence d'instaurer une collaboration renforcée entre la Commission bancaire et la Commission de contrôle des assurances, une charte de coopération a quand même été signée entre ces deux autorités. Celle-ci a permis de développer le contrôle et l'échange d'information. Il a donc été organisé une meilleure coordination entre ces autorités de contrôle. Le rapprochement des commissions de contrôle des deux secteurs s'est effectué grâce à la mise en commun de membres à des sessions conjointes. En outre, il a été développé des coopérations entre leurs services, permettant le développement de synergies, des échanges de compétence et la diffusion de meilleures méthodes de contrôle.

La fusion des autorités soulèvent en effet des difficultés. Il existe une opposition des membres de ces autorités, parce qu'ils préservent leur place et que la fusion engendrerait certainement une diminution du nombre de membres. Un second problème réside dans l'existence de deux autorités bancaires, la Commission bancaire et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Il y a enfin un problème de différence de culture entre les autorités, même si les méthodes de régulation tendent à se rapprocher.

Mais, effectivement, cette fusion sur le principe apparaît presque nécessaire car les établissements de crédit et, notamment, les entreprises d'assurance sont de plus en plus souvent liés. Les conglomérats financiers interviennent à la fois dans le secteur de l'assurance et dans le secteur bancaire. Un seul organisme de contrôle sur l'ensemble de ces établissements aurait certainement une meilleure visibilité des risques.