

## RETABLISSEMENT DES GRANDS EQUILIBRES FINANCIERS INTERNATIONAUX

La crise des subprimes qui a déclenché la crise économique mondiale puise ses racines dans la régulation bancaire et le mode de financement des acquisitions immobilières aux Etats-Unis. Ce qui pose problème, à nous européens, c'est que le système bancaire mondial s'est trouvé infecté par les prêts de mauvaise qualité, particulièrement en Europe. Or, l'économie européenne est fortement intermédiée, ce qui signifie que les marchés financiers ne financent directement qu'une petite partie de l'économie ; ce sont les banques qui financent les entreprises et les ménages.

Le blocage du marché de crédit interbancaire a causé l'arrêt de la distribution des prêts et l'effondrement de la demande et de l'investissement, ainsi qu'une crise quasi-générale de liquidité des PME. Ce point a été particulièrement sensible en France, où les entreprises manquent de capitaux propres et recourent plus qu'ailleurs à la dette bancaire. Tout ceci fait qu'en Europe, les conséquences de la crise des subprimes ont été plus fortes qu'aux Etats-Unis, alors même que la bulle immobilière y était moins importante, Espagne et Royaume-Uni exceptés.

L'objet du présent document est d'analyser comment et pourquoi l'Europe s'est trouvée impliquée dans la crise des subprime, comment éviter la répétition d'un tel scénario.

### I) Pourquoi les banques européennes ont acheté des subprimes

#### 1. Comment ont été produits les subprimes

##### 1. Les hypothèques

Aux Etats-Unis, les prêts immobiliers sont garantis par des hypothèques. Plus un bien immobilier a de valeur, plus la garantie est forte. Il y a donc un effet boule de neige : plus l'immobilier monte, mieux les prêts sont garantis, plus il est facile d'obtenir des prêts immobiliers. Dans la longue période de hausse des prix de l'immobilier qui avait cours, on a donc de plus en plus négligé la prudence. Les rares défauts de paiement étaient de toute façon résolus par la saisie des biens et leur revente. A un certain point, les revenus des emprunteurs étaient presque totalement négligés. Une bulle auto-entretenu s'est donc mise en place : hausse des prix, donc hausse des garanties, donc hausse des crédits, donc hausse de la demande, donc hausse des prix.

Il faut amener sur la scène internationale la question du financement de l'immobilier, que tous les pays de l'OCDE et les autres mettent un terme au recours aux prêts hypothéqués pour financer les achats immobiliers.

##### 2. La titrisation

Ce qui a permis l'emballement du phénomène, c'est la titrisation. En résumé, les banques ont pu, avec la réglementation actuelle, mettre les crédits dans des sociétés créées pour l'occasion et dont les « actions » étaient vendues. La vente était prise en charge par les banques d'investissement. Les acheteurs – souvent des banques – ne savaient pas vraiment ce qu'il y avait dedans. Les vendeurs pouvaient ainsi sortir les crédits octroyés de leur bilan. Ils pouvaient donc octroyer du crédit de façon quasi illimitée : les ratios réglementaires de crédits en cours sur fonds propres n'étaient jamais dépassés.

Il faut mettre un terme à toutes les opérations hors-bilan. Toutes les institutions financières doivent inscrire à leur bilan les actifs et passifs qu'elles détiennent, au moins en proportion du risque qu'elles supportent.

### 2. Le manque d'épargne aux Etats-Unis

Mais comment les subprimes se sont-ils retrouvés entre les mains des banques européennes ? Il y a d'abord la cause structurelle : le manque d'épargne aux Etats-Unis.

La science économique démontre que l'épargne nette d'un pays est égale à sa balance commerciale. Si un pays dépense plus qu'il ne produit (épargne négative), le solde est importé ; s'il dépense moins qu'il ne produit épargne, le solde est exporté.

Les Etats-Unis ont un niveau d'épargne très faible. Comme ils investissent et consomment beaucoup, leur épargne est négative, et leur balance commerciale est très déficitaire. Et un déficit commercial doit se financer. Pour importer, les Etats-Unis doivent faire venir de l'argent aux Etats-Unis. Comme ils ont une croissance structurellement rapide et une monnaie que tout le monde veut, ils y arrivent sans trop de difficulté. Par exemple, les importations de pétrole sont payées en dollars.

Habituellement, l'essentiel de ce financement se fait par l'achat de titres d'emprunt du Trésor américain. Mais comme les taux d'intérêt sont restés bas longtemps, de plus en plus d'investisseurs ont recherché un petit supplément de rendement. Souvent, ce complément a été obtenu en joignant des titres de subprimes titrisés aux emprunts classiques..

### 3. Des circuits financiers mondiaux

Avec des marchés financiers importants, très liquides et dans lesquels on peut transférer des milliards en quelques secondes, un peu tout le monde s'est mis à acheter et vendre un peu de tout. On a ainsi vu des banques européennes vendre des subprimes à des mairies... sans vraiment le savoir.

Il faut rendre les vendeurs de produits financiers responsables de ce qu'ils vendent à leurs clients. En cas de litige, il faut que la charge de la preuve leur revienne : preuve qu'ils connaissaient ce qu'ils vendaient, preuve que c'était adapté aux objectifs et contraintes de leur client. Le mieux serait de les obliger légalement à établir un diagnostic structuré initial pour les opérations ponctuelles, et à faire le point régulièrement pour les affaires suivies. Ce document décrirait les objectifs et contraintes du client et toute vente qui n'entrerait pas dans ce cadre serait présumée frauduleuse. Evidemment il serait valable également en banque de financement et d'investissement {salles de marchés).

## II) Comment corriger les déséquilibres des balances commerciales

### 1. la manière non coopérative

Il y a une façon possible de résoudre le problème du déficit commercial américain : une chute du dollar. Celle-ci serait très dangereuse pour l'économie mondiale. Le dollar baissant, c'est la valeur des réserves de change des Etats qui chuterait. Le rôle central du dollar en tant que monnaie mondiale en serait affecté. Les Etats-Unis auraient alors plus de difficultés à financer leurs déficits. Ils seraient contraints de les faire disparaître. D'où une baisse de la consommation et des investissements aux Etats-Unis, probablement via une hausse spectaculaire des taux d'intérêt.

Si la demande des Etats-Unis en biens et services importés venait à disparaître brutalement, ce serait une catastrophe macroéconomique. Pour l'Europe – et particulièrement l'Allemagne – mais surtout pour le Japon et la Chine.

Mais l'Europe aurait d'autres problèmes. Les taux de change étant fixes entre le yuan et le dollar, et le yuan entraînant les monnaies asiatiques, c'est l'Europe qui subirait seule la baisse du dollar – avec le Japon. L'euro risque de continuer de s'apprécier fortement comme il a déjà commencé à le faire.

Nous risquons d'avoir une guerre de dévaluations dont seule l'Europe s'abstiendrait.

## 2. et la manière coopérative

La seule manière coopérative possible, c'est l'augmentation graduelle de l'épargne aux Etats-Unis et sa diminution en Chine et au Japon. Quant à l'Europe, elle pourrait profiter de son petit excès d'épargne pour investir davantage.

De même, les taux de change doivent être modulés de façon coordonnée. Le dollar doit baisser de façon organisée, concertée entre banques centrales. Le yen et surtout le yuan doivent s'apprécier de façon graduelle mais significative.

C'est le seul moyen de parvenir aux équilibres mondiaux sans provoquer une crise économique majeure. Et ce retour aux équilibres est inéluctable.

Conclusion : si l'Europe ne veut pas être le dindon du rétablissement des équilibres commerciaux et financiers planétaires, comme elle l'a été de la crise des subprimes, elle doit s'unir et parler d'une seule voix pour s'imposer face aux autres puissances, et notamment les Etats-Unis, la Chine, le Japon et globalement les tigres asiatiques.

Sinon, le rétablissement sera commandé par des décisions politiques dans ces pays, et par le marché en zone euro. L'Europe subirait donc l'effondrement du dollar, la chute des monnaies asiatiques liées au dollar à commencer par le yuan chinois. Voulons-nous réellement vivre une nouvelle crise économique pour corriger des déséquilibres qui ne sont, là non plus, pas les nôtres ? Nous aurons bien assez à faire pour sortir de la crise des subprimes et sortir de notre crise des finances publiques. Heureusement le traité de Maastricht prévoit que les ministres des Finances décident de l'objectif de taux de change dont doit tenir compte la Banque Centrale Européenne. Or ce taux de change n'a jamais été défini. Commençons par nous servir des outils dont nous disposons.