HAL
open science

La crise des subprimes ou l'irruption des particuliers dans la sphère financière

Elyès Jouini

To cite this version:

Elyès Jouini. La crise des subprimes ou l'irruption des particuliers dans la sphère financière. Risques : les cahiers de l'assurance, 2007, pp.139-140. halshs-00705303

HAL Id: halshs-00705303

https://shs.hal.science/halshs-00705303v1

Submitted on 7 Jun 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La crise des *subprimes* ou l'irruption des particuliers dans la sphère financière

Elyès Jouini [1]

Université Paris Dauphine

La tendance à transférer les risques sur les particuliers, à les sortir des bilans des établissements financiers pour les diluer, notamment sous forme de fonds de placements collectifs dans les avoirs d'une multitude d'épargnants éparpillés, est une tendance lourde de nos économies. La transformation sans pénalités des contrats d'assurance vie en euros, en contrats en unités de compte, en est un exemple. En contrepartie, les particuliers acquièrent une place de plus en plus importante dans la gestion des contrats qui leur sont destinés, notamment par la représentation des adhérents aux plans de retraite *via* les Gerp (Groupement d'épargne retraite populaire), ou en assurance vie *via* les associations d'assurés.

Réciproquement, les risques des particuliers sont à leur tour agrégés par les organismes financiers pour être titrisés – c'est-à-dire transformés en titres négociables – et diffusés à nouveau auprès d'un large public (institutions financières, investisseurs, fonds…).

L'endettement et l'épargne des ménages se retrouvent ainsi au cœur même de nos économies et la mise en place des prêts hypothécaires rechargeables montre bien qu'ils sont au centre des préoccupations des décideurs.

Cette irruption des ménages dans le système financier est récente et la crise actuelle est probablement l'une des premières crises prenant sa source dans ces risques des particuliers, individuels, minimes, mais démultipliés par leur agrégation au sein de produits structurés très largement diffusés auprès d'une communauté financière friande d'innovation et de produits à rendements élevés.

En effet, les « *subprimes* » sont ces prêts hypothécaires attribués à des populations peu solvables, à des taux d'intérêt élevés. Ces taux élevés sont justifiés par le risque de défaut spécifique à ces populations. Ces prêts, une fois titrisés, se transforment alors en obligations à haut rendement. Le dosage dans un même portefeuille de prêts hypothécaires *primes* – c'est-à-dire à faible risque – et de *subprimes* permet de constituer des titres de divers rendements et de divers niveaux de risque. Réciproquement, la structuration d'un portefeuille donné par tranches de risques permet d'isoler la partie risquée et à haut rendement du portefeuille d'une partie plus classique et plus proche par ses niveaux de risque et de rendement des obligations classiques. En période de faibles taux d'intérêt, la partie la plus risquée de ces portefeuilles a attiré de nombreux investisseurs à la recherche de rendements plus élevés ; ces produits se sont alors trouvés naturellement et très largement diffusés au sein des portefeuilles de banques, sociétés d'assurances, fonds de pension, fonds de gestion, etc. Sans ce mécanisme, les prêteurs n'auraient jamais pu trouver les fonds nécessaires pour financer la demande de prêts hypothécaires de populations certes à faible solvabilité, mais avant tout désireuses d'accéder à la propriété. Les marchés financiers ont rendu, là, le service qui est au cœur même de leur mission : faire se rencontrer demandeurs et offreurs de liquidités et de risques, et agréger et redimensionner les produits de telle sorte que chaque intervenant puisse trouver le produit qui lui convient.

Le revers de la médaille, nous l'avons vu, est que la crise est loin d'être résorbée. La titrisation des produits rend la traçabilité des risques plus complexe, l'afflux d'offre de monnaie conduit les courtiers en prêts les moins scrupuleux à chercher des populations à la solvabilité de plus en plus douteuse et à la compréhension des produits financiers de plus en plus approximative. C'est sur ces populations les plus défavorisées, et les moins cultivées, que se sont acharnés un grand nombre de courtiers ; ils leur ont fait

miroiter l'accession à la propriété profitant de leur naïveté pour leur proposer des produits souvent acceptables dans le court terme, mais conduisant irrémédiablement vers des taux d'endettement difficilement supportables et, de là, à la faillite.

C'est de la multiplicité de ces faillites individuelles et du cercle vicieux qui en a résulté (faillite, vente immobilière, chute des prix de l'immobilier, diminution de la valeur des hypothèques et donc de la solvabilité, faillite…) qu'est née la crise des *subprimes*. En ce sens, c'est probablement la première crise résultant des risques des particuliers.

Bien sûr, les particuliers ont systématiquement été touchés par les différentes crises financières qui ont secoué les dernières décennies ; cependant, l'origine même de ces crises était industrielle (bulle internet), spéculative (crise de 1929, krach de 1987) ou financière (mauvais adossement actif/passif dans le cas de la crise des *savings and loans*). Jusque-là, le comportement des particuliers a pu engendrer, déclencher, renforcer les crises par l'optimisme excessif de ces investisseurs, leur sur-confiance ou leur mimétisme. Mais le risque, matière première du marché, résultait de l'activité industrielle et financière. Au contraire, la crise actuelle se nourrit directement des risques des particuliers même si le mécanisme de la crise implique bien évidemment de nombreux autres acteurs. C'est parce que la titrisation a progressivement fait perdre la trace des risques initiaux, parce que le marché s'est peu soucié des conditions d'attribution de ces prêts hypothécaires, parce que les investisseurs se sont peu souciés de la durabilité de ces obligations à rendements miraculeux que la crise a pu naître. En d'autres termes, c'est parce que les marchés des particuliers sont individuellement trop petits, trop méconnus, trop peu suivis et trop peu analysés, que rares sont ceux qui ont vu arriver cette crise.

La crise des *subprimes* marque donc l'entrée des particuliers dans la sphère financière et ils sont appelés à y jouer un rôle grandissant. La modélisation et l'analyse des comportements individuels vis-à-vis du risque (en un sens très large) vont, dans les années à venir, être au cœur de la réflexion financière. C'est pour cette raison que la finance des particuliers (*household finance*) connaît un essor grandissant. La Fondation du risque, nouvellement créée, a consacré à ce thème l'une de ses toutes premières chaires.

Note

1. 1998 : professeur de Finance à New York University ; 2000 : professeur de Mathématiques à l'université Paris Dauphine ; 2005 : prix du Meilleur Jeune Économiste ; 2007 : titulaire de la chaire Dauphine/Ensaé/Groupama de la Fondation du risque.