

ORIGINES ET IMPACT DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Butaci Casian

Universitatea "Agora" din Oradea, Facultatea de Drept și Științe Economice, Piața Tineretului nr.8, 410526, cbutaci@univagora.ro

Badea Marius

Université d'Orléans, France, UFR Droit, Economie, Gestion, Rue de Blois, BP 6739 - 45067 ORLEANS CEDEX, marius.bodea@etu.univ-orleans.fr

Abstract. The subprime mortgage crisis was made possible by the macroeconomical evolutions of the last years. An increase of the global liquidity, massively invested in the United States, caused a drop of the interest rates and the orienteering of the savings towards riskier investments (real estate) in search of a better return. The "subprimes" were encouraged to assume mortgages by the long-term trend of rising housing prices, hoping to be able to refinance at more favorable terms later. When the housing bubble burst, refinancing became more difficult and banks begun recording high default rates. The banks have used securitization to pass the risk to third-party investors and thus the crisis was transferred to the financial markets and to the global economy, notably Europe.

Key words: subprime, securitization, mortgage

La crise sur le marché américain des prêts hypothécaires à risques (« subprimes ») est apparue en 2006. Des prêts ont été consentis à des ménages aux revenus modestes et à faibles antécédents en matière de crédit, qui n'auraient pas normalement eu accès à un prêt hypothécaire classique. Les conditions d'octroi font peser un risque de solvabilité sur ces personnes : les mensualités de remboursement sont abaissées les premières années, les prêts sont consentis à des taux d'intérêt variables et de niveau élevé. En 2006, les crédits « subprime » ont représenté 24% des nouveaux crédits immobiliers octroyés aux Etats-Unis. En fin d'année, leur encours atteignait près de 13% du total des crédits hypothécaires aux Etats-Unis (10.200 milliards de dollars), contre 8,5% en 2001³⁷.

Le crédit hypothécaire, ou « mortgage », est le type de crédit le plus utilisé dans les pays anglo-saxons. Le bien acheté à crédit est hypothéqué auprès du prêteur, ce qui veut dire qu'en cas de défaut de paiement, la banque peut se payer en vendant la maison. Avec ce système, le pouvoir d'achat des ménages dépend très largement de la valeur du bien immobilier. Ainsi, lorsque la valeur de la maison chute et que les taux d'intérêt augmentent, les ménages voient leurs revenus diminuer car ils doivent rembourser plus.

1. L'éclatement de la bulle immobilière et la hausse des taux

Taux d'intérêt de la Fed



fixation des taux.

La hausse des taux d'intérêt directeurs de la Réserve Fédérale³⁸ (Fed) a entraîné celle des taux des crédits immobiliers outre-Atlantique. Confrontées à un coût de l'argent plus élevé pour financer leurs besoins, les banques ont répercuté ces conditions plus sévères sur leur clientèle. Parallèlement, l'assèchement de la demande de biens immobiliers a tiré les prix de ces derniers vers le bas, entraînant du même coup une

crise. Les Echos, 26/12/2007

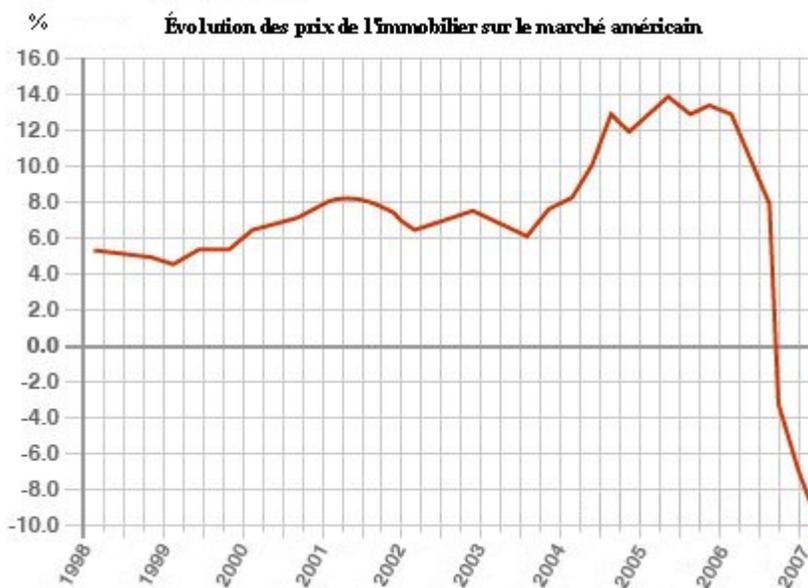
ain après une hausse continue des prix de la Banque centrale dans sa politique de

diminution de "l'effet richesse" des ménages - la valeur de leurs

Evolution du taux d'intérêt directeur de la Fed³⁹ appartements et maisons ayant baissé, leur richesse potentielle s'est amoindrie. La conjonction de ces deux évolutions défavorables a conduit à une hausse des défauts de paiement voire, dans certains cas, des situations d'insolvabilité de foyers.

Les ménages à faible revenu sont beaucoup plus sensibles à la hausse des taux. Comme ceux-ci ont donc augmenté, et comme, dans le même temps, les prix de l'immobilier ont chuté, les ménages les plus pauvres ont dû vendre, augmentant encore plus la baisse des prix sur le marché immobilier. Le résultat est que les banques ne peuvent plus se dédommager avec la vente de la maison d'où les problèmes voire les faillites de certaines banques.

La baisse des prix du marché de l'immobilier (graphique⁴⁰) et le non remboursement par les particuliers de leurs prêts immobiliers ont provoqué la crise du marché immobilier américain qui après s'est diffusée au marché du crédit « subprime ». Le véhicule de transmission de la crise vers les marchés financiers à risque a été la titrisation. La titrisation est une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides (ou les risques de crédit y afférents) et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides. Par ce biais on réalise le plus souvent un transfert total ou partiel des risques de certaines institutions à d'autres.



La titrisation, véritable courroie de transmission de la crise

Les banques n'avaient pas donc de soucis pour intervenir sur ce segment de clientèle risqué car elles externalisaient leur risque grâce aux produits de titrisation. Ces créances risquées ne figuraient pas dans leur bilan. Elles étaient achetées par des agents ayant une faible aversion pour le risque comme les hedge funds.

La titrisation donne lieu à une émission de titres sur les marchés de capitaux, adossés aux actifs sous-jacents (crédits hypothécaires, par exemple) et regroupés par « tranches ». Certaines de ces tranches incluaient des crédits touchés par des défaillances ou défauts de paiement de ménages. Les investisseurs se sont alors retirés de ces produits qu'ils considéraient comme trop risqués. Conséquence : certains fonds n'ont plus pu être cotés. L'absence de demande pour certains titres contenus dans ces fonds a en effet empêché de calculer la valeur liquidative de ceux-ci - la valeur liquidative résultant de la confrontation de l'offre et de la demande.

Arrivés à ce point, il faut mentionner le rôle joué dans la crise par les agences de notation. Ces sociétés ont pour rôle d'évaluer le risque des placements grâce à une note. Les agences sont accusées d'avoir donné de trop bonnes notes aux « subprimes » et sont soupçonnées de conflit d'intérêt du moment où elles sont payées par les entreprises qu'elles notent et non pas par celles qui utilisent leur système.

³⁹ Hoffmeister, Paul. The Supply-Side Conundrum: Rising Gold and Higher Interest Rates. Realclearpolitics, 17/09/2007

⁴⁰ Source : Center for Responsible Lending/OFHEO/NAR

La crise de liquidité et l'intervention concertée des banques centrales

Plus grave, la crise des « subprimes » a atteint aussi le marché monétaire avec une forte crise de liquidité, car les banques, ne sachant quelles institutions sont réellement exposées à des pertes liées aux subprimes, ne se font plus confiance et ne se prêtent plus entre elles.

La défiance vis-à-vis des produits de titrisation s'est propagée à d'autres segments de marché, notamment celui des « commercial paper » - titres de créances négociables émis par les entreprises sur le marché monétaire donc de court terme -, qui représentent d'énormes montants. Les investisseurs n'ayant plus confiance dans ces actifs, ils s'en sont retirés - pour se reporter sur des instruments qu'ils jugeaient plus sûrs. Conséquence : cette chute de la demande a entraîné un assèchement de la liquidité sur les marchés. D'où une crise de liquidité, une flambée des taux interbancaires, et un risque de durcissement généralisé des conditions de crédit, qui a contraint les banques centrales, en particulier la Fed et la BCE, à injecter massivement des liquidités sur le marché monétaire. Au cours de la seule première semaine d'août 2007, par exemple, les instituts d'émission américain, européen et asiatiques ont mené des actions concertées au cours desquelles elles ont fourni plus de 330 milliards de dollars aux marchés. Les autorités monétaires n'avaient pas autant infléchi leur stratégie de concert depuis les attentats du 11 septembre 2001. Elles avaient alors baissé leurs taux très rapidement de façon coordonnée tout en inondant les banques de liquidités.

La réserve fédérale américaine a pris une série de mesures pour augmenter la liquidité sur les marchés du crédit. Entre septembre 2007 et mars 2008, le taux directeur de la Fed a baissé de 5,25% à 2,25%. La banque centrale américaine a annoncé la création d'une nouvelle procédure qui va lui permettre de prêter jusqu'à 200 milliards de dollars de titres du Trésor à un groupe restreint de grandes banques. Elle a également annoncé qu'elle ferait passer de 10 à 30 milliards de dollars la ligne de crédit ouverte à la BCE.

Certains observateurs jugent qu'en réagissant aussi fortement, les autorités monétaires jouent un rôle de « pompier pyromane », et récompensent les investisseurs ayant pris des risques excessifs, en préparant ainsi la crise suivante.

Des conséquences à l'échelle mondiale

Les grandes banques européennes subissent l'effet de la crise

Les premiers trois pays les plus touchés par la crise des subprimes relativement à leur taille sont la Suisse, les Etats-Unis et l'Allemagne. Les banques américaines paient dans l'absolu le plus lourd tribut à la crise avec 47% de l'ensemble des dépréciations, 17% pour les banques suisses et 15 % pour les allemandes ; mais comparativement à leur taille et à leur capitalisation, les banques suisses sont de loin les plus touchées avec près de 40% de leurs actifs dépréciés quand les banques américaines et allemandes n'ont du déprécier « que » 15 à 20% de leurs actifs.

Pour la première banque suisse, UBS, la crise s'est aggravée en 2008 avec une perte nette de 7,6 milliards d'euros pour le seul premier trimestre en raison de dépréciations d'actifs de 12 milliards d'euros. Les banques allemandes ont été particulièrement touchées avec la Deutsche Bank, qui a annoncé 2,5 milliards d'euros de dépréciation sur le premier trimestre 2008, soit plus que sur l'ensemble de l'année dernière. Les banques britanniques, sauf le cas particulier de Northern Rock, nationalisée provisoirement par le gouvernement, n'ont procédé qu'à moins de 5% de dépréciations de leurs actifs, mais la situation pourrait se renverser avec le retournement du marché immobilier anglais. Les banques françaises résistent mieux même si, d'après Citigroup, elles devraient passer 4,2 milliards d'euros de dépréciations sur l'année 2008.

L'impact sur l'économie américaine

Les dépenses des ménages américains ont été extrêmement soutenues ces dernières années grâce à plusieurs facteurs positifs. Toutefois, l'un après l'autre, ces facteurs disparaissent. Tout d'abord, l'importance des gains enregistrés par les marchés d'actions et du logement ont accru la richesse des ménages et ont été utilisés afin de financer leurs dépenses : plus de 5 % des dépenses des ménages aux Etats-Unis au cours des deux dernières années provenaient des extractions hypothécaires. Toutefois, suite à la baisse actuelle des prix des logements, cette source de revenu n'est plus aussi facilement disponible.

Deuxièmement, les consommateurs ont augmenté leur endettement à des niveaux sans précédent en raison de la faiblesse des taux d'intérêt et de la disponibilité du crédit. Il est déjà devenu plus difficile pour les

ménages les moins solvables sur le marché subprime d'accéder au crédit et ce durcissement des conditions d'accès devrait se généraliser à tous les types de prêts.

Troisièmement, la vigueur du marché de l'emploi a soutenu la confiance des ménages à l'égard de la sécurité de l'emploi, de même qu'elle s'est traduite par de solides hausses des salaires. Ce dernier facteur à l'origine du boom des dépenses des ménages reste dynamique, mais il montre néanmoins des signes de détérioration avec la récente modeste progression du chômage (en dépit d'un niveau qui reste faible) et la décélération de la croissance des salaires.

L'économie américaine semble donc sur le point de connaître des difficultés du fait d'un consommateur plus réticent

L'impact sur l'économie mondiale

Les taux de croissance au niveau mondial vont probablement ralentir si les ménages américains capitulent, mais les Etats-Unis ne constituent cependant plus le moteur de la croissance mondiale qu'ils furent autrefois. Selon les dernières données du FMI, c'est la Chine qui devrait désormais le plus contribuer à la croissance mondiale en lieu et place des Etats-Unis.

Ailleurs, les « nouvelles économies » d'Asie affichent certains des taux de croissance les plus élevés et les plus robustes au monde, soutenues en grande partie par l'évolution de leurs modèles commerciaux. Ces marchés sont aujourd'hui moins dépendants de la demande américaine afin de pérenniser leur développement et trouvent dans le commerce intra-asiatique le principal facteur de contribution à leur croissance économique. Les consommateurs asiatiques sont, de plus, beaucoup moins endettés et connaissent une hausse de leur revenu disponible.

Conclusion

La crise est en grande partie la conséquence de la politique monétaire de la Fed : entre 2001 et 2004 elle a procédé à une baisse de ses taux directeurs et à une injection massive de liquidité dans le système monétaire globale (notamment suite aux événements de 2000 – chute des valeurs technologiques du Nasdaq – et 2001 – les attentats terroristes).

Les investisseurs ont profité des taux bas pour spéculer sur le marché immobilier, ce qui a mené à une hausse des prix de l'immobilier. Les banques, elles aussi, ont prêté généreusement en prenant un risque soutenu car les prêts étaient gagés sur la valeur de l'immobilier. Les ménages américains à risque, les « subprimes », ont bénéficié des conditions d'octroi de crédit favorables : taux bas les premières années, mais puis indexé sur les taux du marché.

Après 2004, suite à une inflation devenue galopante, la Fed a procédé à un durcissement de la politique monétaire et à la hausse des taux, qui ont passé de 1% à 5,25% en quelques années. Sur le marché immobilier, les prix commencent à chuter, à partir de 2006. Les prêts étant à taux variable et l'immobilier ayant baissé sous sa valeur de garantie, les ménages les plus fragiles font défaut. Les banques saisissent les biens des emprunteurs insolvables et les stocks de logement augmentent, avec un impact sur le prix de l'immobilier qui continue de baisser.

La contagion de la crise des subprimes aux marchés financiers, à l'économie américaine et à l'échelle mondiale s'est produite par le biais de la titrisation. Le marché monétaire et obligataire a été frappé par une grave crise de liquidité : les investisseurs en quête de liquidité et ne pouvant revendre ses actifs titrisés se sont tournés vers le marché des Commercial Papers. D'ici la crainte que les emprunteurs sur le marché monétaire soient détenteurs d'actifs titrisés.

La baisse du moral des ménages, de l'activité du secteur financier et le resserrement des conditions de crédit en termes de prix et de qualité ont mené à une baisse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises qui n'ont plus les financements nécessaires et, en suite, à la baisse de la croissance et ralentissement de l'économie américaine.

Les impacts les plus importants à l'échelle mondiale se sont fait ressentir dans les pays développés, notamment en Europe. Toutefois ils restent limités du fait que les moteurs de croissance de l'économie mondiale ne sont plus les Etats Unis, mais les pays émergents comme la Chine et l'Inde, qui ont joué un rôle d'amortisseur dans la crise.

Bibliographie :

1. Lardeau, Thomas et Strassel, Christophe. Comment la crise de l'immobilier américain peut se propager – 06/08/2007 ;
2. Cherif, Kaysser. Le tribut des banques américaines aux crédits “subprimes” continue de s'alourdir. L'Agefi, 08/11/2007 ;
3. Vilaine- D. et Pellecuer J. Pourquoi le crédit « subprime » fait-il paniquer les marchés ?. Le Figaro, 24/10/2007 ;
4. Lorenzini, Frédéric. La contagion du « subprime » américain, 01/08/2007 ;
5. www.lesechos.fr. Comprendre la crise subprime, 10/08/2007 ;
6. Guttman, Robert. The Global Credit Crunch of '07, 2008 ;
7. Lucchetti, A. et Ng, S. Credit and Blame: How Rating Firms' Calls Fueled Subprime Mess. Wall Street Journal, 15/08/2007 ;
8. Tett, G. et Davies, P. What's the damage? Why banks are only starting to uncover their subprime losses. Financial Times, 04/11/2007.