

LA CRISE DU « SUBPRIME » ET SES RÉPERCUSSIONS

PHILIPPE D'ARVISENET

Directeur des études économiques, BNP Paribas

La crise du « subprime » n'est pas sans rappeler à maints égards les crises du passé : un accès facile au crédit, l'augmentation de la dette, la quête de rendements élevés et son corollaire, une prise de risque toujours plus grande, une inflation des prix des actifs et l'introduction d'innovations pas toujours maîtrisées¹. On va alors d'excès en excès (dette, prix...) ; puis, au déni (« le monde a changé... les problèmes... le cas échéant... sont limités... ») succèdent enfin la prise de conscience et le retour de bâton.

De la récession immobilière à la crise du « subprime »

Dans la première moitié des années 2000, l'immobilier résidentiel a connu un réel essor. Avec la flambée des prix de l'immobilier, l'accessibilité au logement s'est quelque peu restreinte. Cette évolution a néanmoins été compensée temporairement par la baisse des taux d'intérêt, l'allongement de la durée du crédit et le développement de prêts à l'égard d'une clientèle qui ne présentait pas les critères habituels de solvabilité (prêts immobiliers à risque dits « *subprimes* » ; Alt-A catégorie intermédiaire entre les prêts de qualité et les prêts « *subprimes* »). Mais la capacité d'achat de logements ne s'en est pas moins nettement dégradée, entraînant un plongeon des ventes, une explosion des stocks de logements invendus et une baisse notable des prix, tandis que l'activité dans la construction résidentielle reculait sensiblement. Les mises en chantier se situent actuellement à 60 % en deçà de leur sommet. Depuis le deuxième trimestre 2006, la

construction résidentielle a coûté environ un point de la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB). Le niveau des stocks, le resserrement des conditions de crédit et les incertitudes économiques qui pèsent sur la situation financière des ménages montrent que la correction n'est pas terminée.

Les prêts dits « *subprimes* » visaient initialement à permettre l'accession à une clientèle qui ne pouvait souscrire des crédits classiques. Ces prêts étaient en général assortis de conditions plus onéreuses qu'il s'agisse des coûts initiaux (commissions...) ou des coûts supportés durant la vie du prêt (intérêts, assurance, frais de renégociation...). Ils étaient distribués sur la base de ratios élevés montant du prêt/valeur du bien, les taux étaient souvent révisables (les deux tiers environ des prêts « *subprimes* ») après une période initiale de deux ou trois ans (exemple : les prêts à taux ajustables ARM 2/28 ou 3/27), avec parfois des solutions « exotiques » tels les « *interest-owl* », prêts *in fine* à amortissement différé, ou les prêts à amortissement négatif.

Certes, l'encours du crédit « *subprime* » ne représente que 1 200 millions de dollars (13 % de l'encours des prêts hypothécaires) mais ces prêts n'en ont pas moins

été pour l'essentiel octroyés, au cours des trois ou quatre dernières années, à des ménages à la solvabilité fragile et sans tenir suffisamment compte de leur aptitude à faire face aux échéances, intérêts ou principal.

Comme il fallait s'y attendre, les premières révisions des intérêts et l'alourdissement consécutif de la charge de la dette se sont traduits par une augmentation du taux de défaut ².

Crise de la titrisation

L'essor des prêts « *subprimes* » tient, en premier lieu, à leur distribution largement réalisée par des organismes non bancaires (courtiers hypothécaires), non assujettis aux ratios de solvabilité et de liquidité applicables aux banques. Cet essor résulte, en second lieu, de la possibilité pour les prêteurs de céder le risque sur le marché par le biais de la titrisation. Il convient de noter à cet égard que les prêts présentant une note à peine supérieure à la limite, leur permettant d'être aisément titrisés, affichent des taux de défaut plus élevés que ceux dont la note est à peine inférieure à cette limite : dans le cas de ces derniers, les organismes prêteurs se sont montrés plus vigilants à l'égard de la solvabilité des emprunteurs et ont recueilli davantage d'informations à leur sujet ³. Il est également important de souligner que le crédit immobilier a augmenté plus rapidement dans les localités où la demande de crédit non satisfaite était particulièrement élevée au début de la décennie en raison d'un fort taux de refus. Or, les revenus, comme les créations d'emplois, n'y ont pas particulièrement augmenté ces dernières années ⁴. En d'autres termes, la solvabilité ne s'y est pas améliorée. La titrisation a, sans aucun doute, assoupli les contraintes qui pesaient sur la distribution du crédit et l'idée sous-jacente selon laquelle les prix allaient continuer à augmenter a amplifié le phénomène.

Les taux de défaut ont considérablement augmenté depuis deux ans. Bien sûr, la diminution récente des taux de marché (les révisions se font en général sur la base du LIBOR 6 mois) rend moins préoccupante la montée en puissance des ajustements de taux de

l'automne 2007 à la fin 2008. Cependant, la chute des prix de l'immobilier – inhérente au niveau élevé des stocks – contribue naturellement à accroître le nombre de cas où la valeur du collatéral devient inférieure au principal restant dû, et à encourager les défauts.

La multiplication des saisies et le resserrement des critères d'octroi des prêts hypothécaires (qui freine la demande de crédit déjà faible) renforcent les pressions à la baisse sur les prix des logements.

La crise financière remet en cause le modèle actuel d'externalisation des risques

Contrairement aux attentes de beaucoup, la diffusion du risque sur un large éventail d'investisseurs n'a pas contribué à renforcer le système financier.

En fait, la dispersion des risques est allée de pair avec une montée des interrogations du type « Qui détient quoi ? » renforçant les incertitudes sur le niveau réel des risques intégrés dans les ABS (*asset backed securities*) ou titres adossés à des actifs (à commencer par les RMBS, *residential mortgage-backed security*). L'asymétrie d'information, qui caractérise classiquement la relation débiteur/emprunteur, a été diffusée sur les marchés. Et comme d'habitude, lorsqu'une situation devient à ce point incertaine, on assiste à un accroissement de l'aversion pour le risque.

Le marché des RMBS s'est asséché comme en témoigne par exemple le repli massif des indices ABX : les créances titrisées « *subprimes* » ont été amputées de la majeure partie de leur valeur initiale. Le mouvement est allé bien au-delà de ce que suggérerait un calcul fondé sur des hypothèses – même très pessimistes – de taux de défaut et de taux de récupération en cas de défaut.

La situation n'a pas tardé à toucher le segment de l'*Asset backed commercial paper* (ABCP) et les véhicules *ad hoc* (conduits ou SIV). Ces véhicules hors-bilan étaient censés bénéficier non seulement du

rendement des actifs titrisés mais également d'une marge de transformation dans la mesure où la maturité de leurs passifs était bien plus courte que celle de leurs actifs. À l'exposition au risque de taux d'intérêt, s'est ajouté un risque de liquidité.

Lorsque ce dernier se matérialise, les financements ne peuvent être reconduits : avec la montée des incertitudes, les investisseurs perdent confiance ; ils ne souhaitent pas renoncer à leurs liquidités et se tournent vers les bons du Trésor. Le financement par le biais de papier commercial adossé à des actifs devient ainsi impossible du fait du désengagement des investisseurs. Dans ces conditions, les véhicules *ad hoc* sont incités à céder leurs actifs à prix cassés sur un marché perturbé. Les *conduits* peuvent recourir à une ligne de crédit de substitution, éventuellement accordée par la banque « sponsor », auquel cas une réintermédiation se met en place avec des conséquences évidentes sur les bilans des banques gonflés par des actifs dont les marchés se sont asséchés et, partant, sur leur aptitude/disposition à accorder des prêts.

Retombées

On observe le même phénomène sur le marché interbancaire où l'écart entre les taux monétaires et les taux interbancaires à trois mois demeure anormalement élevé depuis l'été dernier. Une situation peut-être moins imputable à l'absence de confiance – souvent invoquée – entre les banques qu'au renforcement de la contrainte de liquidité consécutive à l'arrêt du financement par le marché à court terme.

La crise s'est répercutée sur les rehausseurs de crédit, dits « assureurs *monoline* ». Dans leur rôle traditionnel, ces derniers font bénéficier les émetteurs publics (essentiellement des collectivités locales...) de la qualité de leur *rating*. Ils ont étendu leur activité à l'apport de garantie à des tranches *senior* de structures de titrisation (CDO par exemple), d'où les interrogations sur leur aptitude à résister à une crise de grande ampleur et sur leur solidité financière : la confiance a été ébranlée.

Autant de facteurs qui ont contribué à un resserrement global des conditions du crédit sur le marché, comme dans le secteur bancaire.

S'agissant du marché, l'élargissement récent des *spreads* de crédit en constitue une bonne illustration. Ainsi qu'il ressort de l'indice CDX (titres présentant la qualité d'un bon placement à cinq ans), le coût d'une protection pour une position de 10 millions de dollars, qui s'élevait à 50 000 dollars au printemps dernier, atteint désormais 170 000 dollars. Même évolution pour l'indice CDX *crossover* : la protection pour 10 000 000 de dollars d'obligations *corporate* à haut rendement s'est significativement renchérie ces derniers mois, passant de 150 000 dollars US au printemps dernier à 425 000 dollars US à présent.

Quant au crédit bancaire, la dernière enquête de la Fed (la Réserve fédérale américaine) auprès des *Senior Loans Officers* fait état d'un durcissement des critères d'octroi de crédit dans un large éventail de segments : prêts résidentiels – comme il fallait s'y attendre – mais aussi cartes de crédit, crédit automobile, prêts hypothécaires non résidentiels, prêts commerciaux et industriels. Alors que les intentions de resserrement n'ont pas atteint un niveau comparable dans la zone euro, l'enquête trimestrielle de la Banque centrale européenne (BCE) reflète la même tendance.

Il n'en fallait pas davantage pour entraîner une augmentation du coût du capital, avec un impact négatif sur les bilans... et une hausse des *spreads*... Les éléments d'un cercle vicieux se sont ainsi réunis. À cet égard, on peut établir un parallèle avec la crise de la dette souveraine des années 1980. Avec l'accroissement de la dette, les *spreads* s'élargissent, la dette se renchérit, l'économie ralentit, les recettes publiques diminuent et les déficits se creusent, d'où une augmentation de la dette, un élargissement des *spreads* et ainsi de suite...⁵

Tout récemment, en mars, la crise faisait de nouvelles victimes : plusieurs *hedge funds* et courtiers, après la dépréciation des actifs pris en garantie par leurs organismes prêteurs, ont dû faire face à des appels de marge. Pour éviter une nouvelle vague de liquidations sur des marchés en déroute et la matérialisation d'un risque de système, la Fed a mis en place un dispositif d'échange d'actifs de bonne qualité

(mais peu liquides) contre des *Treasuries* apportées en garantie (à l'instar de liquidités). La Fed a par ailleurs apporté son appui au sauvetage de Bear Sterns en couvrant le risque pris par l'acquéreur JP Morgan à hauteur de 29 milliards de dollars.

Soulignons enfin que l'application de la comptabilisation en valeur de marché s'est révélée être déstabilisante (méthode IAS/IFRS, *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standard*). Elle a largement contribué aux pertes enregistrées sur des actifs cotés sur un marché en crise. Sans doute la méthode a-t-elle pour but d'accroître la transparence et de répondre au souci d'éviter l'apparition soudaine de pertes, mais elle pose problème lorsque la valorisation comptable des actifs s'écarte de leur valeur fondamentale. Elle entraîne des niveaux de provisionnements dont l'annonce renforce la dévalorisation des actifs. Les dépréciations d'actifs (comptabilisées en pertes de *trading*) ont en fait aggravé les turbulences, fragilisant les bilans et exerçant des pressions à la hausse sur les *spreads*, alors qu'elles n'avaient bien souvent rien à voir avec des pertes économiques et aucun lien avec le segment « *subprime* ». On peut imaginer quelles auraient été les conséquences de la crise de la dette souveraine en 1982 (défaillance du Mexique et de nombreux autres États) si les règles de l'évaluation au cours du marché avaient été appliquées (le marché des *Brady Bonds* n'est apparu que plus tard).

Quid des origines véritables de la crise actuelle ⁶. Au début des années 2000, les craintes de déflation ont poussé la Fed à abaisser les taux à un niveau extrêmement bas. Les rendements des obligations du Trésor ont connu la même évolution à la faveur de la forte demande des pays émergents amenés à investir des réserves de change en gonflement rapide. Cette situation a contribué à maintenir les taux longs à un niveau bas alors même que la Fed avait engagé sa politique de normalisation (le fameux « *conundrum* ») et à renforcer la liquidité. Tous ces facteurs constituaient, d'une part, une invitation à emprunter toujours plus et, d'autre part, un encouragement à rechercher des rendements plus élevés, autrement dit

à accepter davantage de risques. Il s'en est suivi une hausse des prix des actifs et un effet de richesse positif qui a ainsi soutenu la demande intérieure et les importations, d'où une aggravation des déficits et un accroissement des afflux de capitaux... qui ont à leur tour déprimé les rendements. Par ailleurs, la part des importations en provenance de pays à faibles coûts de production a augmenté par rapport à la demande intérieure, exerçant des pressions à la baisse sur l'inflation domestique ; la politique monétaire a dès lors pu rester accommodante, encourageant ainsi la demande, les importations.

Mais cet épisode de « mondialisation heureuse » est arrivé à son terme. En effet, avec la forte croissance des marchés émergents, les prix des matières se sont envolés, aggravant les inquiétudes à l'égard de l'inflation ; la politique monétaire est devenue légèrement restrictive aux États-Unis et les taux du marché ont augmenté : la fête était finie.

Résoudre la crise financière est naturellement une priorité absolue pour la Fed et le Trésor. L'argent public est indirectement (pour l'heure) mis à contribution. La Fed a accepté de s'exposer au risque de crédit en élargissant la gamme des collatéraux qu'elle a acceptés et en portant secours à un *broker*. Les agences (Fannie Mae et Freddie Mac) sont appelées à étendre leur activité. Des adaptations réglementaires touchant les exigences en capital, le hors-bilan, etc., sont à prévoir.

Le coût de la crise, si l'histoire peut servir de guide, pourrait largement dépasser l'estimation officielle de la facture des « *subprimes* » (quelque 400 milliards de dollars US). Les cinq grandes crises financières qui ont touché les pays industriels depuis la Seconde Guerre mondiale ont coûté entre 4 (Norvège en 1987) et 20 points de PIB (Japon dans les années 1990) selon les pays concernés ⁷.

L'extériorisation rapide des pertes, la solidité financière des entreprises et la réactivité de la Fed mettent les États-Unis à l'abri d'une situation « à la japonaise ».

Mais, si la baisse des taux d'intérêt n'est pas la solution *ad hoc* pour répondre à la crise financière, cette baisse paraît appelée à devoir aller plus loin afin d'éviter que la récession actuelle ne se transforme en dépression.

Notes

1. Voir sur ce point A. Krishnamurthy : « Financial innovation and stability », Colloque international de la Banque de France, 7 mars 2008. Des innovations, qui sont bénéfiques à long terme, sont fréquemment à l'origine de chocs lorsqu'elles ne sont pas acclimatées. Le défaut de Penn Central Railroad en 1970 sur un encours de 85 millions de dollars, à une période où les ratings n'étaient pas très précis et où les lignes de support n'étaient pas développées, a créé un climat d'incertitude comparable à celui qui a suivi l'éclatement de la crise du « subprime » dans le domaine des CDO, instrument à la fois récent et complexe qui manque de transparence. Cela a conduit à une vague de défiance qui a poussé les investisseurs à se retirer du marché du papier commercial (CP). Le défaut de Mercury Finance en 1997 sur un encours de CP de 500 millions de dollars n'a pas eu de conséquences sur le marché. On peut aussi évoquer le krack boursier d'octobre 2007, l'incertitude qui touchait à l'incidence des nouvelles stratégies de couverture de portefeuille a eu le même effet, l'ampleur de la chute a été surprenante, les intervenants se sont retirés du marché. La faillite du hedge fund LTCM a provoqué un choc considérable, les hedge funds étaient alors dans leur phase de décollage avec un encours géré d'une centaine de milliards de dollars, leurs stratégies étaient peu diversifiées. A contrario, le défaut du fonds Amaranth en octobre 2006 suite à de mauvaises anticipations sur le prix des contrats sur le gaz naturel (qui l'avaient conduit à prendre des positions courtes sur certaines échéances et longues sur d'autres, avec un fort effet de levier) s'est soldé par des pertes de 6 milliards de dollars, les conséquences sur les marchés ont été limitées.

2. Voir Philippe d'Arvisenet : « Du subprime à l'économie réelle », Societal, 1^{er} trimestre 2008 ; « Getting worse before getting better, coucher de soleil sur la conjoncture américaine », Societal, 2^e trimestre 2008 ; Finance internationale, 2^e édition, chapitre 4, Dunod, à paraître août 2008.

3. A. Mian, A. Sufi – « The consequences of mortgage credit expansion : evidence from the 2007 mortgage default crisis », University of Chicago, Graduate School of Business, Working

Paper n° 45, janvier 2008 – montrent que la titrisation conduit à un relâchement dans l'appréciation du risque dès lors qu'une demande de crédit bénéficie d'un score adéquat (sur la base du critère des Agencies), facilitant sa titrisation, la collecte d'informations sur le débiteur est limitée, les prêts qui ont été consentis avec un score juste inférieur au benchmark ont fait l'objet d'une étude plus poussée de la part du prêteur et présentent ex post des taux de défaut inférieurs à ceux consentis avec un score juste au-dessus du benchmark.

4. B. Keys, T. Mukhejee, A. Seru, V. Vig – « Did securitization lead to lax screening ? Evidence from subprime loans, 2001-2006 » – montrent que l'essor du crédit a été particulièrement élevé dans les localités qui présentaient dans la deuxième moitié des années 1990 une forte demande latente (taux de refus élevé). La titrisation a débouché sur un desserrement des critères de distribution de crédits, en dépit du fait que les localités concernées n'aient pas particulièrement bénéficié des effets de la reprise de la première moitié des années 2000 sur le plan des revenus ou de l'emploi.

5. Selon H. Rey : « Globalization, assets prices and the recent turmoil », communication au Colloque international de la Banque de France, 7 mars 2008. L'exposition des grandes banques américaines au risque souverain (250 % du capital des neuf Money center banks de New York) en 1982 aurait pu les conduire au défaut si la valeur de leurs créances avait été précisée au marché. La hausse des primes de risque, liée au mouvement général de repricing du risque, a augmenté le coût de la protection et affaibli la situation financière des assureurs. La montée des spreads de crédit signifie que les investisseurs exigent des rendements plus élevés, d'où une hausse du coût du capital, une fragilisation des bilans... et une nouvelle montée des spreads.

6. Pour plus de détails, voir Philippe d'Arvisenet : « Everybody else's fault : the roots of the crisis », Ecoweek, BNP Paribas weekly n° 08-08, Feb. 22nd, 2008.

7. Voir C. Reinhart, K. Rogoff : « Globalisation and monetary policy, overview of recent issues », à paraître dans American Economic Review, 2008.

