

LA CRISE DES *SUBPRIMES* AUX ÉTATS-UNIS : CRISE PONCTUELLE OU FIN D'UN CYCLE ?

MARC-ANTOINE LACROIX*

Depuis l'apparition des premiers défauts des emprunteurs immobiliers à risque courant 2006, les effets de la crise *subprime* se sont progressivement approfondis et élargis. Selon le Trésor, près de 2 millions d'emprunteurs *subprime* pourraient voir leur maison saisie en 2008. Le taux de défaut de paiements sur les prêts *subprime* distribués début 2007 atteint 26 %. Sur les marchés financiers, les tensions interbancaires se sont partiellement atténuées grâce aux interventions massives des banques centrales mais n'ont pas complètement disparu. Des signes de tension sont apparus sur de nouveaux segments du marché, comme celui des obligations municipales. Les banques américaines continuent d'annoncer des pertes historiques, lesquelles totalisent déjà plus de cent milliards de dollars. Elles ont commencé à durcir leurs

conditions de crédit, au risque d'accroître le ralentissement économique, voire de précipiter l'économie américaine en récession.

Le travail d'autopsie de la crise sera long. Schématiquement, trois causes principales sont mises en avant :

- les acteurs immobiliers non régulés. Ces nouvelles entités ont exercé des fonctions de prêteurs jusqu'ici dévolues aux banques mais sans les exigences prudentielles correspondantes, ce qui aurait favorisé un certain laxisme dans l'octroi du crédit et la multiplication de pratiques abusives, en particulier depuis 2004 ;
- les excès de l'innovation financière : les prêts immobiliers à risque ont servi de collatéraux à des produits de dettes complexes, parfois peu transparents, dont le risque réel aurait été largement sous-estimé par les investisseurs dans ces produits ;

* Conseiller financier, bureau de New York. Agence Financière aux États-Unis.



- les conditions macroéconomiques accommodantes de la période 2001-2006, en particulier le faible niveau des taux d'intérêt, dans un contexte de recours généralisé au crédit : ces conditions particulières auraient favorisé la formation d'une bulle immobilière, la crise *subprime* n'étant que le début de l'explosion de cette bulle.

Au-delà du débat sur les causes de la crise, celle-ci soulève trois interrogations fondamentales.

La première porte sur l'ampleur et la durée de la correction du secteur financier nécessaires pour « purger » la crise immobilière. Contrairement aux précédents cycles immobiliers, la comptabilisation en valeur de marché (*mark-to-market*) incite les banques à tenir compte plus rapidement de la hausse des défauts immobiliers sur la valeur de leurs actifs, ce qui devrait favoriser en théorie un ajustement plus rapide de leur bilan. Toutefois, au risque sur la situation financière des banques s'est ajoutée une *incertitude* plus générale sur la robustesse du système financier, notamment les produits titrisés, qui a entraîné une illiquidité sur une part croissante du marché obligataire privé. Cette situation d'illiquidité pèse en retour sur le prix de certains actifs bancaires et expose ainsi les banques à des pertes supplémentaires. Dans un tel contexte, le risque est que le mode de comptabilisation en *mark-to-market*, supposé accélérer l'ajustement des bilans, ne devienne au contraire un facteur d'exacerbation de la crise de confiance, et donc de prolongation de la crise financière.

La deuxième porte sur les consé-

quences de la crise *subprime* sur le reste de l'économie américaine. Au cours des dernières années, la croissance américaine a été largement soutenue par le recours généralisé au crédit, notamment immobilier. Tant que les prix montaient, les ménages pouvaient extraire une partie de leur richesse immobilière pour financer en partie leur consommation. La forte baisse des prix immobiliers pourrait stopper ce processus, au risque d'un affaiblissement de la consommation des ménages américains. Un scénario extrême, qui n'est pas à exclure, serait l'enclenchement d'un scénario « à la japonaise », dans lequel baisse des prix des actifs des ménages et pertes des banques s'auto-entretiendraient dans une spirale négative.

C'est sans doute la crainte à l'égard de ce scénario extrême qui explique l'activisme récent des autorités américaines. La FED a baissé de manière agressive ses taux directeurs et n'a pas hésité à organiser le sauvetage de la banque Bear Stearns, la cinquième banque d'investissement américaine. Un plan de soutien à l'activité, négocié de manière bipartisane, a été voté en début d'année par le Congrès et devrait permettre d'injecter 1 point de PIB dans l'économie. Sous les pressions politiques croissantes du Congrès et même des banques, un plan de sauvetage public du secteur immobilier n'est désormais plus à exclure.

La troisième interrogation porte sur les enseignements qui seront tirés des événements récents par les autorités de régulation américaines. La crise a mis en lumière les certaines insuffisances du système de régulation financier, notamment à l'égard des nouveaux



prêteurs immobiliers (*mortgage bankers*) et de certains acteurs de la chaîne de la titrisation, au premier rang desquels les agences de notation. Même si le Trésor en affiche l'ambition dans le « *Blueprint* » qu'il vient de rendre public, réformer le système financier de régulation est une tâche difficile qui risque de se heurter à l'extrême complexité de l'architecture actuelle du système et au poids des lobbys. Le risque est que le législateur américain ne se focalise sur la gestion à court terme des conséquences de la crise, en éclipsant les mesures structurelles pour prévenir l'apparition de la prochaine crise financière.

LA CRISE *SUBPRIME* : SIMPLE DÉFAUT D'INGÉNIERIE CONTRACTUELLE OU DÉBUT D'EXPLOSION DE LA BULLE IMMOBILIÈRE ?

L'essor du *subprime*, un phénomène récent

Les prêts immobiliers *subprime* sont des produits financiers relativement récents dans l'histoire financière des États-Unis. Ils ne sont devenus légaux qu'à la suite des changements législatifs intervenus au cours des années 1980, qui ont déplaçonné les taux d'intérêt imposés par les lois étatiques (lois sur l'usure), puis autorisé les prêts immobiliers à taux variables. Ce n'est qu'à la fin des années 80 que les banques ont été incitées à développer leurs prêts hypothécaires à destination des ménages à faibles revenus. Le cadre

fiscal a également joué un rôle important, la réforme fiscale adoptée en 1986 ayant restreint la déductibilité des intérêts d'emprunts du revenu imposable aux seuls emprunts immobiliers résidentiels. Les ménages ont alors privilégié les prêts immobiliers sur les prêts à la consommation pour financer leurs dépenses courantes. À la fin des années 90, les prêts *subprime* ne représentaient toutefois qu'un peu moins de 10 % de l'ensemble des prêts immobiliers. À la suite du ralentissement économique de 2001-2002, une première montée des taux de défauts des prêts *subprime* avait même conduit à un recul de leur part à moins de 8 % du total des prêts immobiliers.

Ce n'est qu'à partir de 2003 qu'a lieu le véritable décollage de l'industrie du *subprime*. La croissance annuelle de cette industrie a alors atteint 26 % en moyenne sur la période 2003-2006, portant sa part de marché à 20 % du total des prêts (ce qui en stock, représente de l'ordre de 1 200 sur 6 000 milliards de dollars). En 2006, plus de la moitié des prêts émis ne satisfaisaient pas le critère « prime » fixé par les *Government Sponsored Enterprises* (GSEs), les agences fédérales de garantie hypothécaire. En 2007, sur l'ensemble des propriétaires, 10 % des ménages, avaient contracté un prêt *subprime* pour l'achat de leur maison. Entre 2003 et 2007, le taux de propriétaires aux États-Unis est passé de 64 % à 69 %, soit l'un des plus élevés des pays industrialisés. Cet essor sans précédent du *subprime* coïncide avec une accélération sans précédent des prix de l'immobilier (voir graphique ci-dessous). D'après l'indice Case-Shiller, qui mesure l'évolution des prix dans les

vingt plus grandes métropoles américaines, les prix ont doublé entre 2000 et 2006 (voir graphique en annexe).

Un essor favorisé par le développement d'un secteur bancaire non régulé

Le développement du *subprime* doit beaucoup aux mutations du secteur bancaire au cours des années 1980 et surtout 1990, avec l'essor du modèle dit « d'origination distribution » et le développement d'intermédiaires immobiliers fortement spécialisés.

Avant cette période, le marché du prêt hypothécaire était en effet dominé par les banques commerciales et les caisses d'épargne (*thrifts*), dans une logique « sell and hold » (vendre et garder au bilan). La faillite des *savings and loans* au début des années 80 a favorisé l'apparition de nouveaux intermédiaires spécialisés tout au long de la chaîne du crédit immobilier :

- les établissements qui originent le prêt immobilier (*mortgage bankers*). Ne recevant pas de dépôt, ils n'ont en général pas les ressources nécessaires en termes de fonds propres pour conserver les prêts qu'ils initient. Ils revendent donc l'essentiel de leurs actifs aux agences de refinancement, aux banques ou aux caisses d'épargne, ou encore aux marchés de capitaux ; ces *mortgage bankers* jouent également un rôle important dans le service aux prêts¹. Les principaux acteurs de ce marché sont New Century Financial (avant sa mise en faillite et son rachat par Bank of America), et Countrywide Financial ;
- les courtiers immobiliers (*mortgage brokers*), dont le rôle consiste à mettre

en contact l'emprunteur et l'établissement de crédit en proposant au premier les meilleures conditions possibles. Ils interviennent aujourd'hui dans plus de 50 % des transactions hypothécaires et sont en général rémunérés par le prêteur ;

- les émetteurs de titres de dette adossés à des prêts immobiliers (*mortgage-backed securities issuers*), qui utilisent le prêt comme collatéral à des produits de dette qu'elles vendent sur les marchés financiers à des investisseurs (*hegde funds, mutual funds, pension funds ou banques*) ;

- les banques d'investissement (*investment banks*) qui ont structuré autour des MBS des produits de dette plus complexes ;

- les assureurs de crédit hypothécaires (*mortgage guarantors*), qui assurent l'investisseur contre le risque de défaut de l'emprunteur.

À la différence des banques et des caisses d'épargne qui détiennent des dépôts, les *mortgage bankers* ne sont pas soumises aux règles fédérales en matière de régulation et de supervision bancaire. Ils ne sont soumis qu'à une procédure de licence (*chartered*). Certains originateurs se sont organisés pour éviter la licence bancaire : New Century était une société civile immobilière. Le développement des *mortgage bankers* a ainsi joué un grand rôle dans la diffusion des prêts *subprime* : en 2006, environ 63 % des prêts *subprime* provenaient de ce type d'entité.

Le rôle joué par la titrisation

La particularité de ces originateurs est qu'ils ne gardent qu'une petite



partie des prêts qu'ils distribuent dans leur propre portefeuille, la plus grosse part étant vendue sur le marché secondaire hypothécaire, où ils sont regroupés en *pool*, repackagés et utilisés comme collatéral pour des produits de dette vendus sur les marchés financiers.

À l'origine, la complexité d'un prêt *subprime* n'en faisait toutefois pas un actif idéal pour la titrisation. Les agences fédérales n'intervenaient d'ailleurs que très peu sur ce segment du marché jugé trop risqué. De fait, à la fin des années 1990, seulement un gros tiers (37 %) des prêts *subprime* était titrisés. En 2005, cette part était passée à 80 %.

Plusieurs facteurs ont, entre-temps, favorisé la titrisation à grande échelle du *subprime*.

L'industrie du financement spécialisé immobilier a connu un très fort mouvement de concentration entre 2003 et 2006. Sur 1 000 établissements spécialisés dans les prêts non-prime en 2006, 17 d'entre eux (soit moins de 2 %) concentraient ainsi près de 50 % du marché². Cette évolution, conjuguée au recours croissant à la souscription automatisée, a permis de standardiser progressivement les contrats *sub-prime*, et d'extraire à grande échelle les informations nécessaires pour assurer le suivi de leurs performances respectives.

Sur le plan juridique, une certaine dérégulation a également été favorisée par les régulateurs (*Controller of Currency et Office of Thrift supervision*), ces derniers ayant préempté à partir de 2004 les lois étatiques sur les prêts abusifs pour le contrôle des entités bancaires opérant sur le territoire américain. Certains observateurs comme le

professeur Krugman considèrent que la crise du *subprime* a ainsi été suscitée en partie par la dérégulation. Les agences de notation elles-mêmes ont favorisé une certaine dérégulation de l'industrie du *subprime* en édictant leurs propres « *guidelines* » destinées à lutter contre les pratiques abusives, et en faisant du respect de ces documents un critère d'éligibilité pour l'obtention d'un rating³.

Une dégradation continue de la qualité des prêts *subprime* depuis 2001, longtemps masquée par la hausse des prix de l'immobilier

Les difficultés du marché immobilier américain ont commencé en 2004 par une tension sur les conditions d'accessibilité à la propriété. Pour faire face au risque de contraction de la demande, les prêteurs hypothécaires ont alors multiplié les financements dits « innovants » : prêts à taux variables, souvent avec des options des seuls intérêts (*interest only*), c'est-à-dire d'échéances initiales sans amortissement, ou même d'amortissement négatif, prêts secondaires pour remplacer l'apport personnel (40 % des crédits en 2006), abandon des clauses d'assurances etc. Les clients les plus attirés par ces offres « exotiques » ont été soit des spéculateurs (achat pour revente rapide) soit des groupes à faible revenus, à haut risque de crédit, souvent parmi les minorités ethniques. L'option d'amortissement négatif, créé initialement pour les revenus élevés et cycliques, a été distribuée à des emprunteurs fragiles de Détroit

et de Nouvelle-Orléans (reconstruction *post-Katrina*). En 2006, 80 % des prêts *subprime* étaient à taux variables et 50 % d'entre eux étaient sans apport personnel, substitué par un prêt latéral. La pression de marché a amené les prêteurs à relâcher leur discipline professionnelle : alors qu'en 2001, 80 % des prêts *subprime* étaient à documentation complète, cette part était passée à 50 % en 2006, illustrant une politique du « *don't ask, don't tell* ».

Ces pratiques ont fini par faire peser un risque très important sur les emprunteurs du fait de la période dite de « *reset* », lorsque les taux d'appel artificiellement bas (*teaser rates*) doivent se réajuster. Dans la plupart des cas, ces périodes se traduisent en effet par des chocs de paiements considérables, pouvant aller jusqu'à doubler les mensualités des emprunteurs. Tant que les prix immobiliers augmentaient, une pratique largement répandue par l'ensemble des emprunteurs à taux révisables pour éviter le seuil des « *reset* » consistait en effet à refinancer leur premier emprunt grâce à un nouvel emprunt (emprunt de second lien) en profitant de la hausse de la valeur du bien immobilier intervenue entre-temps. La hausse des prix entre 2001 et 2006 aurait ainsi poussé à une amélioration apparente du crédit.

Le ralentissement puis la baisse des prix immobiliers en 2006 ont mis un terme à cette possibilité de refinancement, ce qui a entraîné une forte montée des taux des défauts. Celles-ci ont débuté fin 2006 avec l'augmentation des défauts de paiement à 60 jours (*delinquencies*) et des saisies immobilières (*foreclosures*), notamment pour

les prêts émis en 2005 et 2006. Le taux de défaut sur les prêts *subprime* émis début 2006 est passé de 7 % après 12 mois à 20 % après 18 mois, à comparer à un taux de 8 % après 18 mois pour les prêts *subprime* émis début 2003.

Cet impact dominant de la baisse des prix immobiliers sur les taux de défaut des emprunteurs à risque a été récemment mis en évidence par des économistes de la FED de Saint-Louis⁴. Ces derniers ont en effet cherché à quantifier le rôle respectif joué par les caractéristiques des emprunteurs et celui joué par les prix de l'immobilier dans la performance des prêts *subprime* sur la période 2001-2006. Leur conclusion est qu'en 2006, même dégradées, les caractéristiques des emprunteurs ne semblent pas avoir été suffisamment éloignées de leur moyenne historique pour expliquer la montée observée des taux de défauts. En revanche, les auteurs estiment que c'est le retournement des prix de l'immobilier qui a été fatal pour la solvabilité des emprunteurs *subprime*.

Il n'y a donc pas eu crise brutale du *subprime*, mais plutôt révélation des taux de défauts à mesure que les prix de l'immobilier ont baissé, révélant ainsi le levier excessif contracté par les ménages américains durant la période du boom immobilier.

Nourrie par la baisse des prix de l'immobilier, la crise immobilière s'étend désormais à l'ensemble des emprunteurs, comme l'illustre la montée de leur taux de défaut à la fin de l'année 2007. Le taux de défaut sur l'ensemble des prêts immobiliers a augmenté à 5,8 % à la fin du quatrième trimestre 2007, soit le plus



haut point observé depuis 1985. La hausse est encore plus prononcée pour les emprunts à taux variable. Fait nouveau, elle n'épargne désormais plus les emprunts à taux fixe.

DE LA CRISE *SUBPRIME* À LA CRISE FINANCIÈRE : LES AMBIVALENCES DE LA TITRISATION

Comment est-on passé d'une crise d'un segment du marché immobilier à une crise générale sur les marchés financiers et bancaires ? Il y a un an, il aurait été particulièrement difficile de prévoir que les pertes sur les investissements hypothécaires *subprime* pouvaient entraîner une crise financière de l'ampleur de celle observée actuellement. Pour comprendre le mécanisme de transmission de la crise immobilière à la sphère financière, il est utile de rappeler que les pertes qui touchent aujourd'hui les différents acteurs du système financier sont de trois types.

Les pertes financières directes liées aux défauts constatés ou prévus sur les prêts *subprime*

Ces défauts ont causé des pertes pour tous ceux qui assumaient, directement ou indirectement (à travers la titrisation), le risque de contrepartie associé à ces prêts.

Même si une majeure partie a été titrisée, environ 20 % du stock des prêts *subprime* en circulation ont été conservés dans les bilans des banques

de dépôts traditionnelles. Lorsque les ménages ont fait défaut sur ces crédits, les banques concernées ont dû enregistrer dans leurs portefeuilles les pertes correspondantes. À titre illustratif, mi-2006, le total des provisions globales bancaires pour pertes atteignait 70 milliards de dollars, à mettre en regard, à cette date, de 170 milliards de prêts à risque en situation de défaut.

On peut s'étonner de cette insuffisance de provisionnement initial, par ces établissements, du risque *subprime*. La profession l'explique par le fait que contrairement aux précédents cycles immobiliers, les défauts sur les prêts immobiliers sont survenus brutalement, sans signe de tension préalable sur les autres segments de comptes de leur clientèle (crédits à la consommation, crédits pour l'achat d'automobiles par exemple). La profession met en avant la surprise de la baisse des prix pour expliquer ce phénomène : à partir d'une certaine baisse du prix des maisons, il devient rationnel pour des emprunteurs à risque de choisir la faillite plutôt que de chercher une solution de refinancement, compte tenu de l'impossibilité d'escompter un effet de richesse positif (reflété par l'écart négatif entre la valeur de la maison et le montant de l'emprunt). Le dernier rapport du FDIC (l'organisme d'assurance des dépôts bancaires) signale des banqueroutes d'une dizaine de banques régionales au 4^{ème} trimestre 2007.

À travers la titrisation, le risque associé aux défauts des emprunteurs à risque s'est toutefois diffusé bien au-delà des banques.

La baisse des rendements entre 2001 et 2004 et l'aversion au risque qui a suivi l'éclatement de la bulle internet

avait en effet généré une demande croissante pour des produits de taux longs à haut rendement. Cette exigence a conduit à incorporer au sein des MBS (*mortgage backed securities*) une part croissante de *subprime*. Ces MBS ont été largement souscrits par les investisseurs institutionnels traditionnels (fonds de pension, mutual funds) mais aussi, de façon croissante, par le secteur de la gestion alternative (*hedge funds*). Le développement des MBS s'est accompagné d'un développement parallèle des produits dérivés, comme les CDO (*collateral debts obligations*), et même de dérivés de dérivés (comme les *CDO squarred*).

Lorsque les premiers défauts sont apparus, les investisseurs dans ces produits ont, dans un premier temps, été protégés par les clauses de reprise : dans 50 % des contrats, il était en effet prévu une obligation pour l'originateur primaire de reprendre un prêt tombé en défaillance pendant la période initiale de remboursement. C'est l'activation de ces « *repurchase agreements* » qui explique d'ailleurs la faillite d'un grand nombre de *mortgage bankers*. Fin 2007, on comptait 230 mises en faillites de ces établissements.

La montée croissante des défauts *subprime*, combinée au fort levier d'endettement utilisé par les fonds, a toutefois fini par mettre certains d'entre eux en difficulté. La déconfiture de la banque Bear Stearns en juin 2007 à travers la faillite de deux de ses *hedge funds*, puis de la banque elle-même en mars dernier avant son rachat par la banque JP Morgan, donne la mesure du niveau du risque atteint par le jeu de l'effet de levier (de 30

contre une moyenne, toutes stratégies confondues inférieures à 5).

Les pertes liées à l'arrêt brutal des activités de titrisation pour les banques d'investissement

Au cours des dernières années, les maisons de titre de Wall Street, en particulier celles traditionnellement spécialisées dans les produits de taux (Bear Stearns, Merrill Lynch, dans une moindre mesure Lehman Brothers et JP Morgan), ont développé leur activité d'origination de produits structurés, de titrisation (émissions de *mortgage backed assets*), notamment par intégration d'originateurs *subprime*. En tant que banques arrangeuses, ce sont principalement elles qui ont élaboré ces produits en vue de les placer auprès des investisseurs.

Ces banques d'investissement ont subi de plein fouet la brutale réévaluation à la hausse du risque de défaut associé à ces produits. À la suite de la forte montée des défauts des emprunteurs *subprime*, les agences de notation qui notaient ces produits ont dégradé leur notation, basculant certaines tranches de ces produits notées jusqu'alors BBB en « *junk bonds* » (notées CC).

Face à la réévaluation brutale de leur risque de défaut, la demande pour ces produits s'est brusquement tarie. Les banques arrangeuses se sont non seulement confrontées une baisse de leurs perspectives de revenus, mais surtout, elles se sont retrouvées contraintes de conserver dans leur bilan le stock de produits qu'elles s'apprêtaient à placer sur le marché.

À l'issue du 4^{ème} trimestre 2007, les



banques d'investissement ont ainsi déclaré plus de 100 milliards de dollars de pertes correspondantes principalement à des dépréciations d'actifs sur ces produits.

Il est important de relever que ces pertes restent encore en grande partie des pertes de nature comptable. Elles reflètent en effet la probabilité de défauts des produits dérivés mais pas leur défaut réel. A fin janvier, par exemple, sur les 250 milliards de dollars de CDOs ayant connu une baisse de leur rating par les agences de notation, « seuls » 50 milliards avaient fait défaut. Ces pertes comptables enregistrées par les banques traduisent les principes comptables de la « *fair value* », qui prévoit que les banques valorisent autant que possible les titres qu'elles détiennent à leur valeur de marché (*mark-to-market*), ou, à défaut de variables de marché directement observables, à l'aide de modèles internes (*mark to model*) et non pas à leur coût d'acquisition.

Les pertes liées à l'illiquidité du marché obligataire privé, sur fond de crise de confiance générale

Au-delà de l'immobilier, la défiance des investisseurs s'est étendue au début de l'année 2008 à un nombre croissant de marchés de dette.

Parfaite illustration de la contagion de la crise immobilière à d'autres compartiments du marché du crédit, les difficultés de financement des collectivités locales aux États-Unis deviennent un enjeu économique, et même politique, majeur.

Ce sont les inquiétudes récentes relatives à la situation des assureurs monolines qui ont, parmi d'autres facteurs, contribué de façon significative à cette situation.

Traditionnellement, ces sociétés garantissaient des titres contre le risque de contrepartie de l'émetteur, en se substituant à ce dernier en cas de défaut. Le principe est que les titres ainsi assurés bénéficient alors de la notation de crédit de l'assureur (généralement AAA), et non plus celle, plus faible, de l'émetteur. Initialement destinées à garantir les titres émis par les collectivités locales (*municipal bonds*), ces *monolines* ont garanti massivement au cours des dernières années des produits de dette plus risqués comme les CDO d'ABS. La brutale révision à la hausse du risque de défaut de ces produits par les agences de notation a brutalement révélé l'insuffisant niveau de capitalisation de la plupart des *monolines* pour conserver le rating le plus élevé.

Les dégradations des assureurs *monolines*, qui garantissent la moitié des *muni bonds*, entraînent la dégradation des titres assurés, qui bénéficient alors de la meilleure notation entre celle de l'assureur et de l'émetteur. La crainte et la réalisation de ces dégradations ont détourné de nombreux investisseurs du marché des *muni bonds* jugé jusqu'alors sans risque, pour celui des *treasury bonds*.

De nombreux *hedge funds* investis sur les *muni bonds*, qui empruntaient à court terme pour acheter des *muni bonds* de maturité longue, ont également été contraints dernièrement à des ventes massives afin de répondre aux appels de marge de leurs créan-

ciers, les *prime brokers*. De plus, les fonds monétaires risquent également de devoir revendre leurs titres à la suite des dégradations des monolines, des contraintes réglementaires (règle 2a-7 de l'Investment Company Act) les obligeant à ne détenir en portefeuille que des titres de notation supérieure à AA.

Les premiers signes de dislocation du marché sont apparus avec l'échec de nombreuses enchères d'ARS (*auction rates securities*) en février. Le nombre d'enchères annulées est depuis sans précédent, les banques qui apportaient traditionnellement de la liquidité s'étant retirées du marché. Les émetteurs doivent alors servir aux investisseurs des taux rendements élevés, tandis que les investisseurs doivent garder des titres qu'ils pensaient liquides.

Les craintes d'une déstabilisation systémique du marché des *municipal bonds* ont conduit les régulateurs des assurances de New York (il n'existe pas de régulateur fédéral du secteur des assurances aux États-Unis) à tenter de trouver des plans de sortie de crise. Fin mars, aucun d'entre eux n'avait encore abouti.

DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA CRISE ÉCONOMIQUE : LA MISE EN PLACE D'UN POLICY-MIX RÉACTIF

Au-delà de la crise financière, ce sont désormais les risques croissants de contagion de la crise immobilière au reste de l'économie qui dominent désormais les inquiétudes des investisseurs, mais également des autorités américaines.

Ces risques de contagion et d'amplification de la crise immobilière à la sphère réelle reposent sur trois mécanismes distincts :

- un premier mécanisme, d'ores et déjà visible, provient de l'extension de défaillances du groupe des emprunteurs à risque aux catégories de meilleure qualité de crédit, lesquelles représentent l'essentiel du marché. De signes de fragilité apparaissent dans la catégorie immédiatement au-dessus du *subprime*, les emprunteurs à risque moyen classés « *Alt-A* », et même au-dessus parmi la catégorie des prêts Jumbo ;

- le deuxième canal de contagion, lui aussi visible, est celui du durcissement généralisé des conditions de crédit par les banques. Les conditions d'octroi de crédit immobilier sont en voie de resserrement : exigences retrouvées d'apport personnel et de documentation complète. La question essentielle est celle de l'extension du durcissement à l'ensemble du crédit bancaire, déclenchant un *credit crunch* aux effets potentiellement dévastateurs pour les ménages en situation d'épargne quasi nulle ;

- le troisième effet pourrait jouer à travers un effet de richesse immobilier négatif. Même si les dernières estimations relativisent l'impact positif passé de cet effet de richesse, une décélération de 5 % des prix de l'immobilier conduirait à une décélération de 0,3 % de la consommation à long terme et de 0,7 % au bout de quatre trimestres⁵. Cet effet pourrait donc jouer significativement en cas de baisse profonde des prix de l'immobilier, laquelle atteint déjà plus de 10 % au niveau national.



La politique monétaire conduite par la Réserve fédérale

Face à ces risques, la Réserve Fédérale, sous l'égide de son nouveau Gouverneur Ben Bernanke, a été successivement confrontée à deux défis majeurs : garantir la stabilité financière et prévenir les risques de contagion irréversibles de la crise immobilière à la sphère réelle.

Ces deux objectifs ont donné lieu à l'utilisation d'instruments distincts.

Des injections massives de liquidités à court terme pour garantir la stabilité financière

Dans un contexte de forte incertitude sur leur exposition au risque *subprime*, les banques sont devenues réticentes à se prêter entre elles des liquidités, ce qui a conduit à une très forte hausse de la prime sur le marché interbancaire. Le *spread* entre le LIBOR USD et le T-Bills à 3 mois a significativement augmenté, passant de 38 pb en moyenne pour la période janvier-août 2007 à plus de 140 pb en moyenne pour la période août 2007-mars 2008. Après avoir baissé en début d'année 2008, les primes de risques interbancaires se sont retendues au cours de la première quinzaine du mois de mars.

Pour satisfaire les besoins en liquidités des établissements bancaires, la FED a injecté massivement des liquidités à court terme. Dans un premier temps, elles n'ont guère permis de rétablir un fonctionnement normal sur les marchés interbancaires. Ceci s'expliquait notamment par le fait que seule une vingtaine de grandes banques, les

primary-dealers, avaient accès aux opérations de refinancement de la banque centrale. Ces injections de liquidités ne parvenaient pas à irriguer l'ensemble du marché bancaire.

Afin d'augmenter l'efficacité de ses interventions, la FED a créé de nouveaux outils de refinancement : la *Term Auction Facility* (TAF) : plus souple, celle-ci s'adresse à l'ensemble des banques de dépôts et non plus aux seules grandes banques opérant sur le marché de l'*open market*, et élargit la gamme des collatéraux éligibles. À travers la *Term Securities Lending Facility* (TSLF) et la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), la FED a mis à disposition des banques d'investissement (*primary dealers*) des liquidités massives. Suite à l'opération de sauvetage de la banque Bear Stearns, elle a autorisé l'accès à la *discount windows* pour les banques d'investissement, ce qui marque un tournant historique dans le rôle de la FED à l'égard de la stabilité financière.

Les banques en besoin de liquidités se sont également tournées vers d'autres sources de financement, notamment les banques fédérales de crédit à l'habitat (*federal home bank loans*). Ces dernières ont accordé des avances aux banques les plus touchées, et ce dans des proportions parfois considérables : le montant des avances consenties par les FHBL a ainsi augmenté de 184 milliards de dollars au 3^{ème} trimestre 2007, celles-ci étant concentrées sur quelques établissements (Citibank, Countrywide, Washington Mutual).

Une baisse d'ampleur des taux directeurs

La stratégie de la FED, théorisée

notamment par l'un de ses gouverneurs Miskin, est que face à une crise immobilière comme celle du *subprime*, la politique monétaire doit être proactive pour prévenir l'enclenchement d'une spirale dans laquelle baisse du prix des maisons et baisse du patrimoine des ménages s'auto-alimentent, dans un scénario déflationniste irréversible. Les coûts pour la croissance associés à la réalisation d'un tel scénario étant jugés beaucoup plus lourds que ceux qui pourraient résulter d'un surcroît temporaire d'inflation, la politique monétaire doit donc être réactive et flexible.

Cette stratégie a donné lieu à une baisse très importante des taux directeurs de la FED, de 300 points en six mois, ce qui a eu pour effet de ramener le taux directeur de 5,25 % en juillet 2007 à 2,25 % à fin mars 2008. Une baisse brutale a notamment été décidée par le FOMC fin janvier, à la suite d'un mini-krach sur le marché actions. La FED a alors baissé ses taux de 1,25 % en huit jours, mettant ainsi fin au « gradualisme » qui prévalait sous l'ère Greenspan. L'ampleur et la rapidité de la baisse visent à montrer que la FED est désormais pleinement déterminée à lutter contre le risque de récession. Certains économistes font observer que cette politique n'est pas sans risque dans un contexte de remontée des tensions inflationnistes observée au cours du premier trimestre 2008.

La politique budgétaire : l'élaboration d'un « *stimulus package* » pour soutenir l'activité

Jusqu'en janvier 2008, le gouverne-

ment américain a plutôt adopté une posture prudente face à la crise *subprime*. Jusqu'à cette date, les initiatives prises par le gouvernement ont visé essentiellement à coordonner les acteurs du marché immobilier pour venir en aide aux ménages les plus en difficulté et retarder les saisies immobilières. Ce n'est que début 2008, face à la montée des défauts sur le marché immobilier, la poursuite des tensions sur les marchés financiers et surtout les premiers signes de ralentissement de l'économie américaine (notamment la hausse du taux de chômage) qu'un tournant s'est opéré, le Gouvernement adoptant alors une approche beaucoup plus proactive.

Les initiatives du gouvernement ont d'abord visé à coordonner les acteurs privés pour éviter la montée des saisies immobilières. Mi-décembre, le président Bush a annoncé le lancement d'un plan visant à geler, pendant une durée de 7 ans, les réajustements de taux concernant certains prêts *subprime* à taux variables émis entre janvier 2005 et juillet 2007. Ce plan devrait concerner entre 700 000 et 1,2 million de ménages. Il a toutefois été jugé insuffisant et très difficile à mettre en place, compte tenu de la forte dispersion des acteurs et de leur faible volonté à coopérer. Selon les dernières données communiquées par le Trésor américain, environ 370 000 ménages, soit moins d'un tiers des ménages potentiellement concernés, avaient été contactés par leurs banques à fin janvier pour étudier un éventuel gel de leur « *reset* ». Toutefois, même lorsque les ménages sont contactés, cela ne signifie pas que les prêts sont modifiés en ce sens. Légalement, il n'est pas



possible en effet de modifier les termes d'un contrat en dehors de la volonté tacite des cocontractants.

De son côté, la Chambre des représentants contrôlée par les démocrates a adopté plusieurs textes destinés à renforcer le cadre législatif contre les pratiques abusives et à étendre le régime de responsabilité des brokers immobiliers. Certaines de ces règles ont néanmoins été interprétées dans un sens moins restrictif par la FED, soucieuse d'éviter une restriction excessive du crédit.

Le Président Bush a ainsi annoncé début janvier 2008 la mise en œuvre d'un paquet fiscal (*stimulus package*) de 150 milliards de dollars, soit environ 1 point de PIB, destiné à soutenir les ménages en difficulté et à enrayer le risque de récession. Les démocrates ont accepté de discuter avec le Gouvernement sur une base bi-partisane d'un paquet fondé sur la logique des « 3 T » (*timely, targeted, temporary*). Ce plan de relance prévoit notamment des rabais d'impôt pouvant aller jusqu'à 600 dollars pour les célibataires et 1 200 dollars pour les couples, à quoi s'ajoutent 300 dollars par enfant. Ces rabais seront dégressifs et leur montant diminuera à partir d'un seuil de 75 000 dollars de revenus imposable pour les célibataires, 150 000 dollars pour les couples. Ce plan de relance prévoit également des incitations à l'investissement pour les entreprises pour 45 milliards de dollars. Après une intense phase de négociations et quelques concessions de la part de l'exécutif, le Congrès a finalement voté ce plan le 7 février dernier.

Au-delà des aspects fiscaux du plan, l'un des points clé de l'accord entre

les démocrates et le président Bush est le relèvement du plafond d'intervention global des *Government Sponsored Enterprises* (GSE) Freddie Mac et Fannie Mae, dans le but de faciliter la titrisation des créances de qualité d'un montant unitaire supérieur à 417 000 dollars. Le plafond d'intervention des GSE est désormais relevé à 729 000 dollars. Conjugée à la baisse des taux de la FED, cette mesure pourrait faciliter le refinancement des prêts par les ménages exposés, et éviter ainsi les mises en faillites.

Au-delà de ces premières initiatives, les pressions politiques se sont intensifiées au cours des dernières semaines en faveur d'une intervention de plus grande ampleur du Gouvernement, au point que l'idée d'un *bail-out* d'envergure du secteur immobilier n'est désormais plus à exclure.

Y AURA-T-IL UN *REGULATORY PACKAGE* ?

Il est encore trop tôt pour porter un premier jugement sur l'efficacité des mesures mises en œuvre par les autorités américaines. La crise immobilière est sévère, les banques ont fortement resserré leurs conditions de crédit de sorte qu'un effondrement de la consommation des ménages au cours des prochains mois n'est pas à exclure, ce qui serait dramatique pour la croissance américaine.

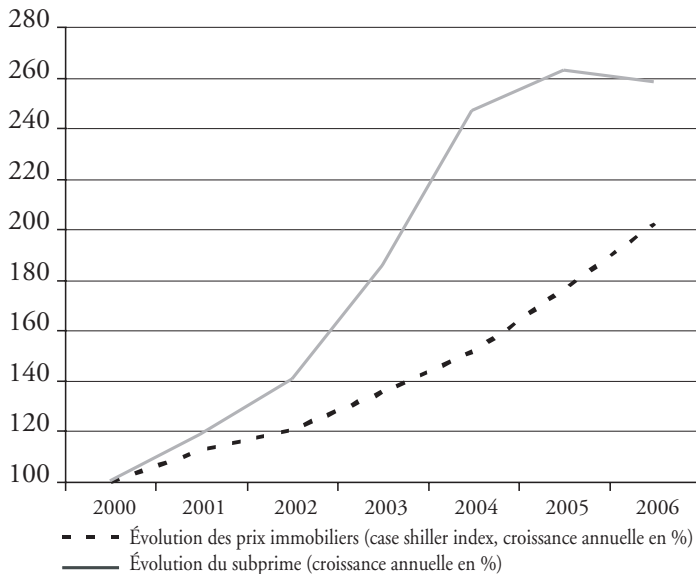
Au-delà de ses effets de court terme, la crise a mis en lumière certaines insuffisances du système de régulation notamment à l'égard des nouveaux

prêteurs immobiliers (*mortgage bankers*), mais aussi de certains acteurs de la chaîne de la titrisation, au premier rang desquels les agences de notation. Même si le Trésor en affiche l'ambition dans le « *Blueprint* » qu'il vient de publier, réformer le système financier de régulation sera une tâche de longue haleine qui risque de se

heurter à l'extrême complexité de l'architecture actuelle et au poids des lobbys. Le risque principal est que le législateur américain se focalise sur la gestion à court terme des conséquences de la crise, en éclipsant les mesures structurelles nécessaires pour prévenir l'apparition de la prochaine crise financière.

ANNEXE

Subprime et prix de l'immobilier aux États-Unis 2000-2006 base 100 en 2000)



Source : Moody's, Inside Mortgage Finance.

*NOTES*

1. Le service aux prêts consiste à encaisser les paiements effectués par l'emprunteur, à les reverser au prêteur ou aux investisseurs et à engager les procédures en cas de défaillances du contractant ; le servicer reçoit une commission qui varie entre 25 et 50 points de base du montant des actifs servis. Le principal risque encouru est le risque de paiement anticipé.
2. « *Mortgage Market Channels and fair Lending : an analysis of HMDA data* », William Apgar, Ren S; Essene, Joint center for Housing Studies, avril 2007.
3. « *Subprime standardization: how the rating agencies allow predatory lending to flourish in the secondary mortgage market* », David REISS, Brooklyn Law School, sept. 2005.
4. *Understanding the subprime crisis*, Yuliya Demyanyck, Otto Van Demert, FRB Saint-Louis, 10 décembre 2007.
5. *Les effets du ralentissement immobilier sur la consommation aux États-Unis*, Trésor -Eco, novembre 2007.

BIBLIOGRAPHIE

- Apgar William, Essene Ren S., *Mortgage Market Channels and fair Lending : an analysis of HMDA data*, Joint center for Housing Studies, avril 2007.
- Ashcraft Adam B., Schuermann Til, *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of New York and Wharton Financial Institutions Center, 17 décembre 2007.
- Bernanke, Ben, Housing, *housing finance, and monetary policy*, Speech Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, 2007.
- Demyanyck Yuliya, Van Demert Otto, *Understanding the subprime crisis*, FRB Saint-Louis, 10 décembre 2007.
- Feldstein, Martin S., 2007, *Housing, credit markets and the business cycle*, NBER working paper 13471.
- David REISS, « *Subprime standardization : how the rating agencies allow predatory lending to flourish in the secondary mortgage market* », Brooklyn Law School, septembre 2005.
- Trésor-Eco, *Les effets du ralentissement immobilier sur la consommation aux États-Unis*, novembre 2007.

