

## Crise des subprimes mortgages : quel impact ?

L'histoire financière des deux dernières décennies semble obéir à une précision de métronome. Le jeudi noir de Wall Street (1987), la crise financière asiatique (1997) et, dorénavant, la crise des subprime mortgages sont des crises financières qui affectent l'économie mondiale chaque décennie avec la même régularité.

La crise actuelle, qui est celle du dégonflement de la bulle immobilière américaine, est elle-même issue de l'explosion de la bulle Internet en 2000 et des événements du 11 septembre 2001. L'injection massive de liquidités de la part des banques centrales dans le circuit économique a constitué un énorme surcroît de liquidités au niveau mondial. Dans un contexte de taux bas jusqu'en 2006, celui-ci a favorisé l'accès au crédit immobilier pour les ménages américains, le rachat de leurs propres actions par les entreprises et le montage spectaculaire d'opérations de *leverage buy out*.

Bref, il s'agit d'un cycle d'expansion fondé sur le crédit qui a eu pour conséquence de profonds déséquilibres mondiaux avec la formation de la bulle immobilière et la surévaluation des actifs boursiers américaine. Phénomène qui réside au cœur du fameux « effet de richesse » sur lequel repose la croissance américaine.

Aujourd'hui, nous assistons aux corrections de rentrée alors que les marchés n'avaient jamais été euphoriques. En juillet, le *Dow Jones* battait tous les records à plus de 14 000 points. Même si la tendance est à l'apaisement, les marchés restent inquiets : comment vont se résorber ces déséquilibres ? Comment anticiper la réaction de la BCE ? Plus fondamentalement, la question, en cette rentrée, est de savoir si ces corrections signent la fin d'une expansion américaine reposant sur l'argent facile des années 2000 et peuvent affecter, par ricochet, une croissance européenne encore bien fragile.

## Une destruction de valeur salubre ?

D'ores et déjà, la crise des subprime mortgages aura déjà causé à son actif des dégâts d'ampleur depuis juillet : 5000 milliards de dollars de valeur boursière se sont envolés, entre 1 et 3 millions de ménages américains risqueraient de perdre leur bien immobilier, près de 84 établissements de crédits hypothécaires ont fait faillite.

### Banques centrales : pompiers-pyromanes ?

Même si les marchés semblent s'être apaisés depuis la fin août, l'avenir s'annonce incertain, sinon chaotique. Si la croissance mondiale risque d'être peu affectée par cette nouvelle crise financière, car fortement dopée par le dynamisme des pays émergents, néanmoins le ciel s'obscurcit sur le potentiel de croissance américain. La FED a choisi le statut quo en ne relevant pas son taux directeur qui reste inchangé à 5,25%. En revanche, les spéculations vont bon train sur la décision de politique monétaire qui sera annoncée le 6 septembre : la BCE va-t-elle poursuivre sa hausse de taux graduelle pour porter son taux directeur à 4,25% au risque de voir les conditions de crédit se resserrer et d'entamer de quelques dixième de point la croissance européenne ? Toujours est-il que, traditionnellement critiquées par leur décision politique monétaire (trop *hawkish* ou trop *dovish* selon les analystes), celles-ci ont procédé à des injections sans précédent de liquidités dans le circuit économique mondial : 250 milliards d'euros pour la BCE et 147 milliards de dollars pour la FED. A titre de comparaison, la BCE a injecté six fois plus de liquidités qu'au lendemain des événements du 11 septembre 2001. Les banques centrales tentent donc d'éteindre un incendie qu'elle ont elles-mêmes contribué à allumer en relevant leur taux directeur.

### Effet de richesse : une mécanique grippée.

Or, en relevant successivement ses taux directeurs, la FED a étranglé financière les 3 millions de ménages, peu aisés, ayant acquis leur bien immobilier par le biais des subprime mortgages, ces prêts à taux variable proposés aux ménages déjà endettés la plupart du temps. La mécanique huilée de l'effet de richesse sur lequel repose le dynamisme de la croissance américaine s'est grippée : la spirale favorable de l'anticipation de l'appréciation des actifs immobiliers et boursiers s'est donc enclenchée dans l'autre sens. La question à laquelle il serait imprudent de répondre pour l'heure est de savoir si cet effet de richesse est durablement affecté

### Défiance sur le marché bancaire.

Cependant, l'économie mondiale ne sera pas vraiment affectée par le ralentissement nord-américain car l'Asie et l'Europe assurent deux relais de croissance robuste, contrairement au

ralentissement américain de 2001. En revanche, la très forte dispersion du risque dans le bilan des banques et l'incapacité pour les analystes à préciser mesurer précisément ce risque menace d'entamer durablement, au moins jusqu'en 2008, de dégrader la confiance des opérateurs sur les marchés. Dans ce contexte, sur le marché domestique, les banques vont restreindre l'accès au crédit en exigeant davantage de solvabilité des emprunteurs. D'autre part, les taux Euribor, sur le marché interbancaire, vont se stabiliser à un niveau élevé entre 4% et 4,8%.

### **Retour douloureux à la réalité.**

En définitive, les corrections estivales provoquées par cette crise de crédit a détruit une valeur patrimoniale (immobilier / actions), surévaluée, générée par l'excès de liquidités en circuit dans le monde depuis le début des années 2000. Ce cycle d'expansion (6 ans), fondé sur ces excès patrimoniaux, s'est déroulé au détriment de l'investissement productif dans l'économie « réelle ». Le scénario classique de la formation d'une bulle immobilière...

## Focus sur le « subprime » :

### 1- Qu'est-ce que le « subprime » ?

Le « subprime » est un crédit hypothécaire à taux variable dont le recours est extrêmement fréquent aux USA. Il s'adresse aux ménages les plus démunis et leur permet l'accession à la propriété. L'établissement de crédit étant peu regardant sur la solvabilité de leurs emprunteurs. Ce type de crédit s'adresse aux ménages dont la notation-crédit est inférieure à 620 (notation FICO aux USA) lorsque la moyenne US est de 650. Dans 35% des cas, le subprime est utilisé pour un achat de bien immobilier mais sert de refinancement dans 45% des cas : l'emprunteur diffère le montant de ses remboursements en ne payant plus que les intérêts dans un premier temps. Ce genre de crédit est donc très rentable pour les banques : en moyenne 50% de rendement supplémentaire.

### 2- Qu'est-ce que le Collateral Debt Obligation (CDO) ?

Dans le processus de financiarisation actuel, le volume global de la dette des subprime est « titrisé » sur les marchés financiers. Autrement dit, la dette est placée sur la marché et devient négociable à l'image des états et du marché obligataire. La titrisation devient alors le CDO et est compartimentée en 4 tranches de risque distinctes, de la plus risquée, « equity », n'est pas notée par les agences de notation jusqu'à la plus sûre, « super seniors », notées AAA.

### 3- Pourquoi le marché boursier est-il affecté ?

Les resserrements successifs des taux directeurs opérés par la FED ont augmenté le coût du crédit tandis que les prix de l'immobilier US commençaient leur chute mettant fin au phénomène d'« effet de richesse » sur lequel la prospérité US des années 90-2000 s'est fondée. Etant donné que les emprunts subprimes sont à taux variable, une très grande majorité de ménages US à faibles revenus ont été dans l'incapacité de faire face à leurs échéances et se sont vus déclarés insolvable. Situation qui a fragilisé profondément les établissements de crédits hypothécaires. Dans le même temps, les agences de notation financières ont dû revoir à la baisse la notation de ces établissements et des produits à risque. Une crise de liquidité débute alors : les investisseurs voulaient se débarrasser de leur créances douteuses en même temps pour se réfugier sur des valeurs sûres. En conséquence, l'accès au crédit s'est fortement resserré et à remis en cause de nombreuses opérations de fusion-acquisitions prévues.

#### 4- Quelles seront les conséquences ?

A l'heure actuelle, l'ampleur des conséquences est encore difficile à mesurer. Toutefois, ce qui est déjà certain c'est que la consommation US risque d'être directement impactée dans les mois à venir par le coup d'arrêt brutal donné à une croissance US sur l' « effet de richesse » et un certain rationnement du crédit par les banques anglo-saxonnes et, dans une moindre mesure, par les banques européennes. La croissance US freinera à moins de 2,5% tandis que la croissance mondiale pâtira de quelques dixièmes de point, seulement, en 2007-2008. Celle-ci est tirée, en grande partie, par le très fort dynamisme des pays émergents.

Par ailleurs, une hypothèse de baisse significative de l'immobilier français est à écarter. Même si la hausse des prix ralentit depuis novembre 2006, le marché reste encore très tendu malgré un bond de 47% du stock de logements neufs au premier trimestre 2007. Toutefois, il sera intéressant d'observer les anticipations des acquéreurs potentiels si ces derniers sont convaincus d'un ralentissement à venir et souhaitent alors différer leur achat.

## La fin de « l'effet de richesse » :

### 1. La politique monétaire expansionniste de la FED

Après l'éclatement de la bulle Internet aux USA en 2000 et les événements du 11 septembre 2001, les banques centrales ont massivement injecté des liquidités sur les marchés afin de diminuer l'ampleur de la crise. Parallèlement, celles-ci ont baissé drastiquement leur taux d'intérêt directeur afin de stimuler la croissance. Ce surcroît de liquidités et la baisse des taux d'intérêt ont eu pour conséquence de faciliter l'accès au crédit, de stimuler fortement l'emprunt pour investir dans l'immobilier. Phénomène auto-entretenu par l'effet de richesse anticipé par les banques et les ménages US avec la hausse continue des actifs immobiliers.



### 2. Resserrements monétaires : la crise des subprimes

Les resserrements monétaires successifs opérés par la FED ont asphyxié ces derniers mois les ménages à faibles revenus ayant acquis leur bien immobilier par le biais des subprime. Il faut rappeler que ces derniers sont des emprunts à taux variables. Des centaines de milliers de ménages, déjà endettés, se sont retrouvés en rupture de liquidités, incapables de rembourser leurs échéances dans un contexte où les prix de l'immobilier ont ralenti, sinon baissé. Cette faillite d'emprunteur a favorisé la vente de centaines de milliers de biens immobiliers ayant pour conséquence de créer une spirale à la baisse des prix de l'immobilier : l'effet richesse, tel un mirage, se dissipe.



### 3. Extension de la crise : du marché immobilier US à la finance mondiale

Cette crise immobilière a impacté la finance mondiale par le biais de la titrisation : les banques ont transformé ces crédits en titre négociables sur les marchés financiers achetés par des investisseurs attirés par de forts rendements, aux premiers rangs desquels les hedge funds. Avec la crise, de nombreux investisseurs ont vu leurs titres devenir invendables. A l'instar de la BNP le 9 août, certains établissements ont dû geler leurs fonds entamant la confiance sur les marchés financiers. Parallèlement, les banques centrales sont intervenues massivement pour ramener le calme et la confiance en injectant dans le circuit économique des sommes supérieures à l'après 11 septembre 2001.

## Chronologie estivale :

**18 juillet** : Bear Stears annonce que la valeur de deux de ses fonds s'est effondré en raison des subprimes titrisés qui les composaient. Les bourses européennes reculent : le CAC perd 1,69% et repasse sous les 6000 points. A Londres, l'indice Footsie perd 1,38% à 6567 points.

**19 juillet** : A New York, l'indice Dow Jones bat un record historique à plus de 14 000 points en pleine euphorie des marchés nord-américains.

**26 juillet** : Après l'euphorie, déprime. Wall Street perd 2,26%, Londres 3,15%, Francfort 2,39%, Paris 2,78% et Tokyo perd 2,36% le lendemain.

**1<sup>er</sup> août** : Les bourses européennes perdent 2%. En Australie, la banque Macquarie prévoit des pertes jusqu'à 258 millions de dollars pour deux de ses fonds. Aux US, American Home Mortgage, organisme de financement de prêts hypothécaires, est dans l'incapacité de rembourser 300 millions de dollars d'échéances.

**9 août** : BNP annonce le gel de trois de ses fonds. Dans le sillage de cette annonce, les valeurs bancaires perdent entre 3 et 5% au CAC. Certains analystes évoquent le début d'une crise de liquidités. La BCE injecte 94,8 milliards d'euros sur le marché monétaire pour rétablir la confiance.

**10 août** : La BCE injecte à nouveau 48 milliards d'euros et la FED 2 milliards de dollars. Les bourses repartent à la hausse.

**15 août** : La crise s'étend à l'Asie. L'indice Nikkei recule de 2,19%.

**16-17 août** : Les critiques s'abattent sur les agences de notations, accusées d'avoir été trop bienveillantes à l'égard de certains établissements de crédits américains comptant des subprime risqués. Parallèlement, les cours du pétrole plongent : le baril repasse sous les 70 dollars.

**23 août** : La BNP annonce une réouverture de ses fonds gelés le 9 août. Elle annonce que la valeur liquidative de ses fonds n'a baissé qu'entre 2 et 5% sur la période 7-23 août.

**28 août :** Wall Street et le CAC replongent dans le rouge en raison des mauvais chiffres publiés sur l'immobilier US. Un rapport d'économistes place la menace des subprimes comme le menace n°1 de l'économie US.

**28 août :** Selon l'indice US « S&P / Case-Schiller », les prix de l'immobilier reculent Outre-Atlantique. Au deuxième trimestre, les prix reculent de 3,2% par rapport au 2T 2006. Les actifs immobiliers représentent 53% du patrimoine des ménages US au 1<sup>er</sup> T 2007.

**30 août :** Préoccupé par l'ampleur de la crise, le Premier Ministre François Fillon et la ministre de l'économie, des Finances et de l'Emploi, Christine Lagarde, reçoivent à Matignon, les patrons de onze banques françaises pour examiner les conditions de crédit à l'avenir. Un enjeu crucial pour le gouvernement : que le resserrement du crédit par les banques de détail ne viennent pas affecter la consommation des ménages et diminuer la croissance pour 2007-2008.

**30 août :** La Fed procède à une nouvelle injection de liquidités de 10 milliards de dollars portant le total de son intervention à 147,25 milliards de dollars. A titre de comparaison, la BCE a injecté 250 milliards d'euros de liquidité depuis le début de la crise.