
NOTE ET DOCUMENT

LA CRISE DU SUBPRIME

Sylvie TACCOLA-LAPIERRE *

Résumé - *Un excès de crédit conjugué à une mauvaise gouvernance dans l'industrie bancaire peuvent générer des défaillances porteuses d'un risque systémique. Les dernières turbulences intervenues sur les marchés financiers depuis l'été 2007 trouvent leur origine dans le comportement fortement spéculatif des banques de second rang, dans un contexte de finance libéralisée. Partie des Etats Unis, cette crise s'est propagée aux marchés financiers mondiaux et fait redouter une récession économique. En dépit d'une forte réglementation des marchés financiers, la crise des crédits hypothécaires à risque a révélé les pratiques abusives de certains établissements et l'opacité d'opérations d'ingénierie financière qui, par une forte dispersion du risque et un effet de contagion, continuent d'affecter la sphère financière.*

Mots-clés - CRISE BANCAIRE, RISQUE, CONTAGION, CRÉDIT, DÉFAILLANCE.

* Université du Sud Toulon-Var.
Courriel : sylvie.taccola@univ-tln.fr

INTRODUCTION

Les banques sont souvent au cœur du système de propagation des crises financières et le rôle joué par le crédit dans le déclenchement des crises est primordial. Les dernières crises financières ont été caractérisées par les phases d'euphorie et de déprime liées au comportement pro cyclique des agents qui prennent beaucoup plus de risques en phase de bonne conjoncture et moins en situation de marasme économique.

D. Llewellyn (2002) s'est intéressé aux dernières crises bancaires et soutient la thèse que ces crises ont des origines microéconomiques qui se révèlent à l'occasion de chocs macroéconomiques. Ces crises sont en partie expliquées par le comportement de l'industrie financière, caractérisée, selon l'auteur, par une gestion inadéquate orchestrée dans un contexte de contrôle et d'analyse du risque inefficaces. La crise de l'été 2007 constitue une illustration de la thèse de L. Miotti et D. Plihon (2001) sur les effets du comportement spéculatif¹ des banques dans un contexte de finance libéralisée et sur le rôle du crédit dans le déclenchement des crises (Minsky, 1982 ; Kindleberger, 1994).

Délaissant leurs activités traditionnelles pour investir dans des fonds spéculatifs plus rentables, certains établissements ont contribué à créer une crise de défiance qui s'est généralisée à l'ensemble de la sphère financière. Dans un contexte d'industrie bancaire traditionnelle en déclin (innovations financières et dérégulation des marchés), les banques perdent leurs avantages d'intermédiation financière traditionnelle (« decline of banking »). Afin de conserver un niveau de rentabilité élevé, les banques ont cherché de nouvelles sources de profit et se sont engagées dans des opérations spéculatives comme les opérations de marchés, les investissements boursiers, les marchés en devises ou les financements d'opérations risquées. La course effrénée à la rentabilité, initiée par les actionnaires et les dirigeants, conduit à une prise excessive de risque dans le but de valoriser au mieux l'entreprise. Ce type d'activité éloigné de l'activité traditionnelle de prêteur constitue des sources de profits non négligeables mais augmente corrélativement les expositions aux risques (Stiglitz 1998). Ainsi, cette crise a démarré sur le marché de l'immobilier américain, puis s'est propagée au marché du crédit à risque pour atteindre les marchés boursiers et le marché monétaire avec une crise de liquidité. Ces récentes turbulences sont expliquées par la crise du marché des crédits hypothécaires à risque aux États Unis appelés « subprime loans » par opposition aux crédits moins risqués dits « prime » ou A.

¹ Les comportements spéculatifs appliqués à la sphère financière sont définis par D. Plihon (1996) par quatre caractéristiques : une prise de risque, c'est-à-dire des prises de position sur les taux d'intérêt, les prix des actifs ou les taux de change, l'espoir de plus values liées aux variations anticipées des prix des actifs, des opérations « pures » ou « sèches » c'est-à-dire autosuffisantes et sans contrepartie directe sur la sphère réelle de l'économie et des opérations effectuées le plus souvent à crédit c'est-à-dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs qui cherchent à faire jouer des effets de levier.

1. DÉFINITION DES CRÉDITS « SUBPRIME »

Dans un contexte de faibles taux d'intérêt (jusqu'en 2006), certaines banques américaines et courtiers en crédit ont endetté une catégorie de ménages particulièrement vulnérables à un retournement de conjoncture ou financièrement peu solides. Profitant de l'envolée du marché immobilier, ces sociétés ont, par le biais de techniques de vente agressives, incité des ménages à se lancer dans la spéculation immobilière ou ont prêté sans véritable exigence en matière de solvabilité. La stratégie employée fut celle du «no income, no asset» qui permet d'endetter un ménage sans véritablement étudier sa situation financière ; elle s'est adressée essentiellement aux minorités ethniques et aux couches les plus défavorisées de la population et touche plus particulièrement cinq Etats américains (Californie, Floride, Michigan, Ohio et Georgie).

Les crédits furent très souvent octroyés, pour les deux premières années, à un taux d'appel fixe maintenu bas (près de 1,5% dans certains cas) puis à un taux variable indexé notamment sur le taux d'intérêt de la Réserve Fédérale pour la durée restant à courir. L'exposition au risque des établissements financiers était particulièrement forte car ces crédits étaient le plus souvent consentis sur de longues durées (jusqu'à trente ans). Le principe de l'hypothèque rechargeable fut aussi largement commercialisé : il permet à un ménage déjà endetté de souscrire un nouvel emprunt adossé sur la valeur nette du bien immobilier qu'il peut offrir en garantie. Dans un contexte de prix immobiliers surévalués, les ménages bénéficient alors artificiellement d'une hausse de leurs patrimoines directement indexée sur la valeur hypothécaire de leur bien.

Tous ces crédits hypothécaires à haut risque appelés «subprime mortgage» ont connu un fort développement ces dernières années pour atteindre entre 500 et 600 milliards de dollars par an depuis 2004. Cet engouement illustre la phase ascendante du cycle des affaires décrite par C. Kindleberger et H.P. Minsky. Avant eux, C. Juglar situe l'origine des crises dans la sphère monétaire et décrit le climat «d'euphorie des affaires» caractérisé par la demande insatiable de prêts et le sur-crédit. Cependant, le prêt hypothécaire à risque peut paraître très éloigné à la fois de l'intérêt du client et de celui de la banque.

Du côté des emprunteurs, le seul intérêt de ce type d'opération est un accès prétendu : facilité à l'accession à la propriété ou à des biens de consommation. L'illusion que chacun pouvait faire fortune dans l'immobilier fut entretenue par les campagnes publicitaires, confortant ainsi le maintien d'une bulle spéculative. Or, en relevant ses taux d'intérêt, la FED a généré un retournement de tendance. Quand les taux montent et que les crédits sont à taux variables, les populations les plus fragiles ne peuvent plus assumer la charge de leur dette. Elles font défaut, leur bien est vendu, accélérant encore la baisse des prix immobiliers. Le risque de crise bancaire généralisée voit alors le jour quand les défaillances se multiplient et que la valeur des collatéraux ne suffit plus à rembourser les dettes.

Du côté du prêteur, octroyer des prêts à des emprunteurs risqués et *a fortiori* sur de longues durées peut s'avérer extrêmement rentable. Le coût du risque est alors compensé par de solides marges et le risque de défaillance reste supportable tant qu'il ne se généralise pas et que la valeur des collatéraux suffit à rembourser les crédits des ménages devenus insolubles.

Il se produit aussi un phénomène de sélection adverse. Les emprunteurs avec des projets d'investissement très risqués sont les agents qui ont le plus à gagner si leurs projets sont couronnés de succès et sont donc les plus motivés pour emprunter. Conscients de leur probable incapacité à honorer leur dette, ils acceptent de payer des charges financières plus élevées. Les projets les plus risqués et les moins économiquement profitables peuvent alors être financés. Pourtant, ce type d'emprunteur présente un fort risque de contrepartie et expose la banque à un risque de non remboursement de la dette.

Ce phénomène décrit par F. Mishkin (1992, 1999) peut accentuer la vulnérabilité financière et conduire à une crise si, face à un choc, les établissements financiers ne sont plus en mesure d'agir avec discernement et de distinguer les bons des mauvais emprunteurs. La qualité moyenne des emprunteurs peut se trouver réduite car les banques sélectionneront les emprunteurs acceptant de payer des charges financières élevées et présentant le plus de risque de défaillance.

Selon la Réserve Fédérale, les banques commerciales américaines ont dégagé collectivement un bénéfice avant impôt de 189,3 milliards de dollars en 2006, contre 165,9 milliards en 2005 (+14,10%). Sur ce montant, plus d'un quart provient des commissions liées à la titrisation² des crédits hypothécaires.

Par ailleurs, en titrisant ces créances, les banques peuvent transférer les risques à d'autres établissements voire masquer des risques avérés. D. Diamond (1984) a dénoncé très tôt le risque que les cessions de prêts n'amoindrissent l'incitation d'une banque à sélectionner et surveiller adéquatement les emprunteurs. Dans le cas de la crise du *subprime*, le recours aux obligations de

² La titrisation est une opération qui consiste à transformer des créances en titres négociables sur un marché financier. Ces titres sont émis par un fonds commun de créances, assimilable dans ses grandes lignes à un OPCVM. Les banques peuvent ainsi proposer à des investisseurs d'acheter en quelque sorte, via des produits structurés, les crédits qu'elles ont accordé à leurs clients. Soit les créances sont cédées à un fonds commun de créances et l'on parle de « titrisation cash ». Dans ce cadre, les banques mettent en place des lignes de liquidité au profit du fonds, qui garantissent le risque encouru par les investisseurs sur la bonne fin des paiements issus des flux de revenus produits par les créances sous-jacentes. Soit les créances ne sont pas cédées, mais seulement le risque de crédit qu'elles représentent : le cédant verse alors une prime régulière au fonds commun de créances, qui lui vend une protection *via* un dérivé de crédit (« swap » de défaut) et rachètera en retour les créances en cas de non-remboursement. On parle alors de « titrisation synthétique ». Ce dernier mode de titrisation, beaucoup moins long et coûteux à mettre en place que le premier, participe de la « marchandisation » des risques bancaires dans un contexte de renforcement de la réglementation prudentielle et de développement rapide des dérivés de crédit (O. Pastré, 2006, rapport du CCSF).

dette collatéralisée ou C.D.O.³ (Collateralized Debt Obligation) a été largement utilisé. Il s'agit d'une innovation financière qui permet de transformer ces crédits en obligations destinées aux investisseurs institutionnels des Etats-Unis ou à l'étranger. Lorsque les banques effectuent une titrisation de leurs prêts à risque, ces emprunts sont regroupés avec d'autres prêts moins risqués dans un véhicule financier, ce dernier vendant à des investisseurs institutionnels des titres de créances hypothécaires. La notation globale du véhicule est effectuée par des agences de notation comme Moodys's, Standard and Poor's ou Fitch et reflète la moyenne de la notation de chaque crédit accordé. Afin de séduire les investisseurs, les banques d'affaires ont inventé la technique du C.D.O. qui permet d'assigner quatre tranches de profil rendement-risque à un même portefeuille d'emprunts globalement noté BB.

La première tranche appelée « Equity » n'est pas notée par les agences de rating, elle représente 3% du portefeuille et sert à supporter les éventuelles pertes. La seconde tranche appelée « Mezzanine » représente 7% de l'encours et est notée BBB. Viennent ensuite la tranche « senior » notée AA et représentant 20% de l'encours et la tranche « super senior » notée AAA et représentant 70% du portefeuille. De manière simplificatrice on peut dire que les crédits fortement risqués ou « subprime » se retrouvent, avec le CDO, transformés en obligations de première catégorie notées AAA ou dans des SICAV de trésorerie. Ce système de notation a encouragé le comportement des banques et leur a permis de vendre en grande quantité leurs nouveaux produits. Cette technique a rendu possible la commercialisation de crédits à des ménages modestes, d'instaurer le principe de l'hypothèque rechargeable en négligeant la capacité réelle de remboursement des emprunteurs et les éventuels aléas du marché immobilier. De plus, ce système se révèle particulièrement pervers car les agents à l'origine de l'octroi de crédit ne supportent pas la totalité des coûts induits par leurs décisions.

2. LE DÉCLENCHEMENT DE LA CRISE

Avec la crise immobilière, et l'accroissement des taux d'intérêt, les ménages ayant contracté ce type de prêt n'ont pu, ni cristalliser au bout de deux ans leur taux d'intérêt à un bas niveau, ni revendre leur bien dans le but de réaliser une plus value et se désendetter. Ainsi, les échéances de ces types de crédits à taux variable accordés entre 2004 et 2006 se sont fortement accrues allant jusqu'à

³ Les Collateralized Debt Obligations ou C.D.O. sont des produits obligataires adossés à des dettes, résultant de la titrisation. A partir d'un panier de titres de dette (de 50 à 10000 créances), l'émetteur synthétise des actifs obligataires. Les C.D.O. se distinguent selon la nature de la dette sous-jacente : s'il s'agit de produits obligataires, on parle de "Collateralized Bond Obligations" ou C.B.O. Dans le cas où le panier est constitué uniquement de titres de prêts, on parle de "Collateralized Loan Obligations" ou C.L.O. Dans le cas général, le panier est mixte. Depuis sa création dans le milieu des années 1990, le marché des C.D.O n'a cessé de se développer. Pour plus de détails sur ces produits, cf. la revue de la stabilité financière (2006), « les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? », Banque de France, n° 9, décembre.

tripler voire quadrupler dans certains cas. Dans la région de San Diego, les prix des biens immobiliers vendus aux enchères sont inférieurs de 67% à leur prix de vente initial datant généralement de 2004 ou 2005.

En 2007, deux ans après la très forte commercialisation de ces crédits à taux variable, la défaillance des ménages américains les plus modestes est survenue massivement. Selon les estimations du Crédit Suisse, le mois d'octobre 2007 est celui qui verra le plus grand nombre de ces crédits révisés à la hausse (50 milliards de dollars d'encours de prêts). Jusqu'au mois de septembre 2008, 30 milliards de prêts seraient concernés par le passage d'un taux fixe très bas à un taux révisable beaucoup plus élevé. Concomitamment, la valeur du papier qui était notée l'équivalent de AAA par les organismes de crédit a fortement diminué et, par un effet de contagion, s'est propagée aux C.D.O. de première catégorie. La défiance s'est alors propagée à l'ensemble des fonds spéculatifs opérant sur le marché de la titrisation aux Etats Unis, en générant une quasi illiquidité des actifs figurant dans le portefeuille de ces fonds, indépendamment de leur qualité ou de leur notation. Certains de ces *hedge funds*, qui avaient dans leurs portefeuilles des titres adossés à de la dette, ont vu leur valeur liquidative chuter. Goldman Sachs, la plus prestigieuse banque d'affaires de Wall Street, a dû renflouer deux de ses fonds spéculatifs en août 2007, à hauteur de 3 milliards de dollars, car ils avaient perdu 30% de leur valeur.

En outre, l'incapacité des banques centrales à déterminer précisément la masse globale des crédits immobiliers à haut risque et à fournir des renseignements sur la liste des établissements financiers touchés n'a fait que renforcer le climat de panique en rendant publique l'opacité de ce type de transactions. D'après les estimations données par la Réserve Fédérale, le montant des pertes potentielles liées à la détérioration de l'immobilier résidentiel américain devrait être de l'ordre de 100 milliards de dollars.

Ces sociétés ont eu de plus en plus de difficultés à vendre leurs prêts sur les marchés et à trouver des liquidités. L'organisme de refinancement des prêts hypothécaires aux Etats-Unis, American Home Mortgage Investment, en défaut sur ses paiements, a annoncé en août 2007 qu'il allait devoir licencier la quasi-totalité de ses 7000 employés. Il est le second plus important prêteur sur le marché immobilier à se placer en faillite pour l'année 2007 après la société californienne New Century Financial au mois d'avril. Pourtant, les activités d'American Home Mortgage Investment n'étaient pas concentrées sur le marché des crédits à risque, seule une infime proportion du total des prêts (42,8 milliards d'euros) était consentie à des ménages modestes.

3. LES FACTEURS AMPLIFICATEURS

Dans la phase ascendante du cycle des affaires, de multiples facteurs sont susceptibles d'influer sur la gouvernance d'entreprise. Dans un climat d'euphorie, les banques adoptent un comportement d'aveuglement au désastre (J. Guttentag et R. Hering, 1986) ou *disaster myopia* caractérisé par une tendance systématique à la sous-estimation des probabilités subjectives de chocs (notamment chocs de crédit résultant d'un défaut de un ou plusieurs

emprunteurs) ou à la surestimation des perspectives de croissance économique. De plus, d'autres éléments viennent exacerber les comportements des établissements financiers (L. Scialom, 1999).

3.1. Le degré de concurrence au sein de la communauté bancaire

Une concurrence exacerbée peut s'avérer destructrice et peut pousser les établissements financiers à offrir des taux bas aux emprunteurs présentant un risque et cela, afin de conserver ou gagner des parts de marché. Les banques non soumises à la myopie au désastre sont alors amenées à pratiquer des taux bas car elles sont en concurrence avec d'autres établissements opérant de telles pratiques. La prime de risque, qui a pour fonction la rémunération du coût du risque de défaillance de l'emprunteur, est alors fortement réduite et peut devenir quasiment nulle.

3.2. Le raccourcissement de l'horizon temporel des décideurs favorisé par leur mobilité professionnelle et certaines modalités de rémunérations

La mobilité professionnelle et le changement d'employeur peuvent permettre à certains employés de ne pas justifier leurs choix ou pratiques une fois qu'ils auront quitté leur établissement d'origine. Les modalités de rémunérations aléatoires (primes, bonus, parts variables) peuvent générer des comportements allant à l'encontre d'une politique de risque clairement définie par l'établissement financier et privilégier une politique « court-termiste » préjudiciable à la santé financière de l'établissement. Ces comportements peuvent s'avérer rentables à très court terme (encaissement d'agios et de commissions par la banque) mais dangereux à long terme (défaillance d'emprunteurs pouvant mettre en péril la santé financière de l'établissement).

3.3. L'anticipation par les banques d'un soutien implicite des Autorités publiques

Les banques de second rang sont conscientes des conséquences économiques de leur éventuelle défaillance, des coûts sociaux associés et du risque systémique qu'elles peuvent engendrer. Il se produit alors un phénomène d'aléa de moralité de la part des banques qui prennent des risques démesurés en comptant sur le soutien quasi obligé du Prêteur en dernier ressort (PDR). C. Bastidon, P. Gilles et N. Huchet (2007) proposent un schéma de sélectivité du renflouement, opéré par le Prêteur international en dernier ressort (PIDR), qui s'appuie sur des systèmes d'information fiables et sur le *rating* des banques et des pays candidats. Sur l'intervention du PIDR, deux niveaux d'intervention sont indissociables : un niveau macroéconomique de l'éligibilité des pays en crise et un niveau microéconomique de l'éligibilité des banques de second rang solvables et appartenant aux pays récipiendaires.

4. L'EFFET DE CONTAGION

Partie du marché immobilier, la crise a affecté le marché monétaire avec la crainte d'un assèchement des liquidités, l'industrie financière, et s'est propagée à l'économie réelle.

4.1. Crise de liquidité sur le marché monétaire

Sur le marché interbancaire, les banques ne se faisant plus confiance et refusant de se prêter mutuellement de l'argent ont dû se refinancer auprès de la Banque centrale. Il peut se produire un assèchement des liquidités sur le marché interbancaire et le refus des consoeurs d'une banque de prêter des liquidités. Il suffit que ces dernières n'acceptent pas de renouveler, par exemple, des certificats de dépôts à un établissement jugé « suspect » pour générer des problèmes de liquidités (Lacoue-Labarthe, 2005).

En Europe, la BCE a dû injecter durant le mois d'août 2007, près de 275 milliards d'euros au taux marginal de 4,08% pour permettre aux banques de faire face à une pénurie subite de liquidités consécutive à l'inquiétude des investisseurs et pour éviter une paralysie du marché du crédit (*credit crunch*). En effet, après une phase d'expansion du crédit, et conjointement une augmentation des débiteurs défaillants, les banques adopteraient un comportement plus frileux et seraient amenées à réduire la quantité de prêts octroyés. Le comportement des banques est guidé par une recherche de profits compatible avec des ratios d'endettement acceptables en terme de risque. Lorsque le seuil de ce ratio est atteint, les banques sont capables de rationner la quantité de crédits octroyés et donc de peser sur la liquidité de l'économie ou d'augmenter les taux de ces crédits dans le but de protéger leur propre rentabilité et leur solvabilité. Si les banques n'ont pas suffisamment de fonds propres et ne peuvent pas respecter les ratios de solvabilité, elles peuvent alors procéder à un rationnement du crédit bancaire (Artus, 2002). Le montant record injecté par la BCE durant l'été 2007 et supérieur à celui injecté après les attentats du 11 septembre (109,6 milliards d'euros), a eu des effets contradictoires car, voulant soulager le système bancaire, il a aussi souligné la gravité de la crise en augmentant ainsi l'inquiétude.

Aux Etats-Unis, la réserve fédérale américaine (FED) a dû injecter, dans un premier temps, 88 milliards de dollars pour enrayer le mouvement de panique et diminuer dans un second temps son taux d'escompte de 0,5 point. Une seconde intervention massive a eu lieu le 1^{er} novembre 2007 pour calmer les tensions sur le marché du crédit avec une injection de 41 milliards de dollars, démontrant ainsi que la crise est loin d'être terminée. Au Japon, ce sont quelque 1.600 milliards de yens (10,7 milliards d'euros) qui ont dû être apportés aux banques de second rang pour pallier le manque de liquidité à court terme.

La Banque d'Angleterre a dû jouer le rôle de PDR et renflouer la huitième banque britannique, Northern Rock, spécialiste du crédit immobilier devenue illiquide à cause de la crise du *subprime*. Un tel sauvetage est exceptionnel et sans précédent depuis les années 1970. L'illiquidité de cet établissement a été provoquée par la défiance des banques de second rang qui n'ont plus voulu lui prêter de liquidités, s'inquiétant de sa possible exposition au marché des crédits hypothécaires à risque. Pourtant cet établissement était peu exposé au marché du subprime (0,25% de ses actifs). Cette banque était surtout réputée pour ses pratiques commerciales agressives, elle avait consenti des crédits à hauteur de

125% de la valeur hypothécaire d'un bien et se refinançait essentiellement par recours au crédit interbancaire. La panique s'emparant des clients, la banque a du faire face à une ruée bancaire de type Diamond et Dybvig (1983), des centaines de clients sont venus former des files d'attente devant les soixante dix succursales de la banque afin de retirer leurs économies ou ont tenté d'effectuer des opérations par internet. Par ailleurs, le système d'assurance des dépôts ne fonctionnant que pour un montant de 46200 euros⁴, la Banque d'Angleterre s'est trouvée dans l'obligation de garantir les dépôts pour enrayer le mouvement de panique. L'effondrement du cours de bourse de la Northern Rock (sa valeur boursière ayant chuté de plus de 75% depuis le début de l'année 2007), conjuguée à l'effet de réputation de la banque *via* les files d'attentes des clients inquiets, peuvent générer une crise de défiance généralisée et alimenter les craintes que d'autres établissements financiers soient impactés par la crise du *subprime*.

4.2. Contagion et effet domino dans l'industrie financière

La crise du subprime a connu un effet de contagion *via* les banques ou les fonds spéculatifs (hedge funds) qui étaient fortement exposés sur le marché des prêts hypothécaires à risque, avaient investi directement ou indirectement dans des produits structurés et titres spéculatifs adossés à de la dette et, plus globalement, avaient effectué des opérations financières de ce type aux Etats-Unis.

S'il est possible d'estimer les pertes liées directement au *subprime*, il est beaucoup plus difficile de chiffrer les dépréciations des produits dérivés. Par un effet domino, la crise affecte progressivement tout le marché du crédit et de la titrisation, contaminant aussi les produits n'ayant aucun lien avec le *subprime*. En Allemagne, certains établissements se sont tournés vers le marché du *subprime* car ce dernier est plus rentable que l'activité traditionnelle bancaire exercée dans un contexte fortement concurrentiel. La banque IKB, en quasi faillite, a fait l'objet d'un plan de sauvetage de 3,5 milliards d'euros orchestré par des banques privées et les pouvoirs publics. En France, le 7 août 2007, la BNP Paribas s'est vue dans l'obligation de suspendre temporairement la cotation de trois fonds spéculatifs opérant sur le marché de la titrisation, incapable d'évaluer leur valeur liquidative et victime de la panique et de la contagion. Toutes les autres grandes banques comme la Caisse d'Épargne et la Société Générale ont multiplié communiqués et déclarations pour souligner leur faible exposition à la crise et un impact limité sur leurs résultats financiers. A New York, la banque d'affaires Goldman Sachs a annoncé qu'elle était contrainte de renflouer un de ses fonds d'investissements qui aurait perdu

⁴ La Grande Bretagne fait, pour l'instant, partie des pays les moins protecteurs en matière d'assurance des dépôts. Si l'on met à part la Norvège (250000 euros), les niveaux d'indemnisation fluctuent entre 20000 euros (le minimum fixé par le droit communautaire) pour les régimes les moins disants (Belgique, Pays bas, Autriche) et 100000 euros pour les pays les plus protecteurs (Italie par exemple). La France, depuis 1999 et après les déboires du Crédit Lyonnais possède un régime d'indemnisation fixé à 70000 euros. L'Allemagne fait également partie des meilleurs élèves européens.

jusqu'à 1,5 milliard de dollars suite à la crise. Les effets sur les performances financières de certains établissements sont rendus publics avec l'annonce des résultats trimestriels. En Europe, les pertes ont été limitées, seule la Deutsche Bank, très implantée outre atlantique a été la plus affectée par la crise du *subprime* et a dû passer une provision de 2,2 milliards d'euros.

En revanche, dans l'industrie financière américaine, les dépréciations d'actifs et les pertes de courtage ont réduit considérablement les bénéfices des établissements ayant opéré des investissements directs ou indirects dans le secteur des crédits immobiliers. La banque d'affaires Merrill Lynch, surexposée au *subprime*, accuse au troisième trimestre une perte de 2,3 milliards de dollars en raison d'une charge de 7,9 milliards de dollars pour créances douteuses. Elle a déprécié 8,4 milliards de titres adossés à des créances de mauvaise qualité, sa valeur boursière a chuté de 30% depuis le début de l'année.

La première banque mondiale, City Group, accuse une dépréciation d'actif de 11 milliards de dollars dans son portefeuille de crédits hypothécaires à risque et son résultat net au troisième trimestre a reculé de 60%. Elle s'est trouvée dans l'obligation, avec l'accord du trésor américain, de créer un fonds de 75 milliards de dollars pour faire face aux échéances de prêts impayés et aller ainsi au devant d'un effondrement boursier. Toutefois, cette initiative pourrait s'avérer insuffisante au regard des défaillances à venir, les crédits « subprime » ayant été commercialisés aux ménages financièrement fragiles à compter de 2005 et jusqu'en janvier 2007.

Selon l'économiste Mark Zandi de l'agence de notation Moody's un quart des 2450 milliards de prêts hypothécaires à risque sont détenus par des ménages non solvables ou en difficulté et les pertes globales du secteur bancaire pourraient s'élever à 225 milliards de dollars. Une récente étude de la Deutsche Bank est plus pessimiste et évalue ces pertes à 400 milliards de dollars. Sur ce montant, entre 150 et 250 milliards seraient directement liés au subprime alors que 150 milliards proviendrait de la chute du prix des produits dérivés. La gestion de certains établissements est ouvertement mise en cause et une série de départs au sein des états majors a sanctionné ces contre performances. Une rumeur de tentative de dissimulation des pertes par Merrill Lynch n'a fait qu'amplifier le climat de défiance généralisée qui règne à Wall Street. La banque est soupçonnée d'avoir transféré à un fonds d'investissement pour une durée d'un an, au deuxième trimestre 2007, ses créances dépréciées afin de dissimuler ses pertes et d'afficher des résultats satisfaisants.

Cette contagion a affecté le marché boursier à la fois au niveau des valeurs bancaires mais aussi au niveau d'autres titres pouvant être impactés par le comportement des fonds d'investissements. Le marché craint surtout que des fonds d'investissements, impuissants à recouvrer des créances en raison de la crise du *subprime*, ne cherchent à compenser ces pertes en vendant massivement d'autres valeurs faisant ainsi chuter les titres de nombreuses sociétés. La crise du crédit immobilier s'est étendue à l'ensemble de la sphère financière, sur les marchés boursiers, le recul des cours des valeurs bancaires se propageant à l'ensemble des bourses mondiales. Les marchés sont devenus plus

volatils sous l'effet du comportement des investisseurs inquiets quant à l'étendue de la crise.

4.3. Les effets sur l'économie réelle

Cette crise a eu aussi des répercussions sur la sphère réelle de l'économie, la crainte d'une restriction mondiale du crédit a pesé, dans un premier temps, sur les cours du pétrole, de nombreux fonds exposés aux difficultés des *subprimes* cherchant à couvrir leurs pertes en liquidant leurs positions sur les marchés des matières premières. Il se produit alors un effet de contagion : ce qui se passe sur les marchés boursiers et des capitaux cause un assèchement des liquidités, obligeant plusieurs acteurs comme les *hedge funds* à quitter le marché de l'énergie et à liquider leurs positions.

Le marché de l'immobilier américain connaît actuellement une forte détérioration consécutive à la crise du *subprime*. Le durcissement des conditions d'accès au crédit et d'obtention des prêts immobiliers a fait chuter de 19,1% les ventes de logements depuis un an et le nombre de mise en chantier aux États-Unis a reculé de 31%. Les grands perdants de cette crise, à court terme, sont les emprunteurs devenus défaillants et les employés du secteur des *subprime*. Selon les estimations du président du comité bancaire du Sénat américain, 1 à 3 millions de personnes pourraient perdre leur logement. Depuis le début de l'année 2006, les procédures de saisie ont cru de 60%. Ces ménages se retrouvent aujourd'hui défaillants parce que, encouragés par les établissements de crédit, ils se sont lancés dans des montages financiers trop risqués eu égard à leur solvabilité et qu'ils n'ont pas la possibilité de réaménager leur dette. Nombre d'établissements bancaires redoutent que ces ménages se déclarent en situation de faillite personnelle, les anticipations de défaut de paiement sur cette catégorie d'emprunteurs (mesurées par l'indice ABX) ont encore grimpé.

Une vague de licenciements dans le secteur de la finance a vu le jour suite à la faillite et à la fermeture de sociétés de crédit (84 établissements de crédit hypothécaire ont déjà fait faillite) et 35000 emplois ont été supprimés en août 2007 dans le secteur de la finance). Certains analystes estiment que 60000 postes ont été supprimés depuis cet été et un emploi sur dix serait menacé dans les firmes de Wall Street.

CONCLUSION

S'il est certes encore trop tôt pour mesurer tous les impacts de la crise et en tirer des conclusions, ces turbulences démontrent que la gouvernance peut être une source de risque, que le crédit joue un rôle central dans le déclenchement des crises bancaires et que la qualité de l'endettement est essentielle. Il est difficile de mesurer totalement aujourd'hui les incidences et la durée de cette crise financière qui fait craindre un resserrement des conditions d'accès au crédit, une diminution de la consommation et plus généralement une récession économique. De plus, la sophistication financière, qui a accompagné ces dernières années le marché de la titrisation, a introduit dans le même temps une nouvelle dose d'opacité, mettant les investisseurs dans l'impossibilité de

mesurer l'étendue des risques et d'identifier précisément les porteurs des risques finaux. La régulation bancaire est un moyen de prévenir les crises sans toutefois les éviter. Une meilleure transparence de la dispersion du risque crédit associée à un contrôle des agences de notation paraît aujourd'hui indispensable.

RÉFÉRENCES

- Artus P., 2002 « Comment réagir à un rationnement du crédit bancaire ? », *Revue économique*, vol 53, n° 1, p 63-82
- Bastidon C., Gilles P., Huchet N., 2007, « A selective bail out ILORL model », colloque « Opening and innovation on financial emerging markets », CEFI, CEPII, CNCE, IXIS, corporate and investment bank, Macrofi, *Revue économique*, Pekin, 27-28 mars 2007.
- Brossard O., 1998, « L'instabilité financière selon Minsky : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ? », *Revue économique*, vol 49, n° 2, 407-435.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., 1998, « Financial liberalisation and financial fragility », International Monetary Fund Working Paper, n° 83, Washington DC, juin (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9883.pdf>)
- Diamond, D., 1984, « Financial Intermediation and the Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, 51, July, 393-414.
- Diamond D.W., Dybvig P. H., 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, June, vol. 91, no. 3, 401-419.
- Gilles P., 1992, « Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers », *Revue française d'économie*, vol 2, printemps 1992, 55-115.
- Guttentag J., Herring R., 1984, « Credit Rationing and Financial Disorder », *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 5, 1359-1382.
- Kindleberger C., 1994, *Histoire mondiale de la spéculation financière de 1700 à nos jours*, Paris, édition P.A.U. (titre original: manias, panics and crashes, 1978)
- Llewellyn D., 2002, « An analysis of the causes of recent banking crises », *The European journal of finance*, 8, vol. 2, 152-175.
- Minsky H. P., 1992, « The financial instability hypothesis », *Working Paper* n° 74, may.
- Minsky H.P, Bordes C., Hautcoeur P-C., Lacoue-Labarthe D., 2007, *Monnaie, banque et marchés financiers*, Person Education France, 8^{ème} édition.
- Miotti L., Plihon D., 2001, « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie Internationale*, n° 85, 1er trimestre.

- Nasica E., 1997, « Comportements bancaires et fluctuations économiques, l'apport fondamental d'H.P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers », *Revue d'économie politique*, 107 (6), 854-873.
- Orlean A., 1992, « Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers », *Revue économique*, vol 43, n° 4.
- Pastré O., 2006, Rapport sur les défis de l'industrie bancaire, sous l'égide du Comité Consultatif du Secteur financier (www.banque-France.fr/ccsf/fr/publications/autres/defis_industrie_bancaire.htm)
- Revue de la stabilité financière, 2006, « Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? », Banque de France, n° 9, décembre.
- Scialom L., 1999, *Economie bancaire*, Paris, La Découverte.
- Stiglitz J.E., 2002, *La grande désillusion*, Paris, Fayard.
- Stiglitz J.E., Weiss A., « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, juin 81, Vol. 71, 393-410.
- Stiglitz J.E., Weiss A., « Credit Rationing: reply », *American Economic Review*, mars 87, Vol. 77, n° 1, 228-231.

THE SUBPRIME CRISIS

Abstract – *Excess credit along with bad management in the banking industry may bring about default likely to result in a systemic risk. The turmoil experienced by financial markets since mid 2007 stems from the highly speculative behaviour of second rank banks in a context of liberalized finance. Originating in the United States, this crisis has fanned out across global financial markets and portends an economic recession. In spite of the strict regulation of financial markets, the subprime crisis has revealed the improper behaviour of some establishments and the shadiness of financial engineering that continue to affect the financial world because of the spread of risk and a contagion effect.*