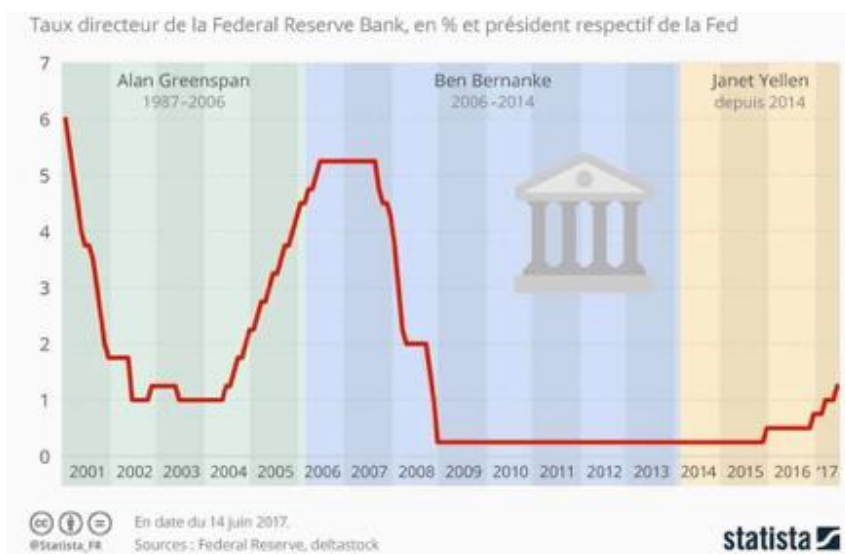




LA PROPAGATION DE LA CRISE DES SUBPRIMES DANS LE MONDE

1^{er} mai 2020

Le journaliste économique Martin Wolf écrivait « Aucune industrie n'a le même talent que la finance pour privatiser les gains et socialiser les pertes » en faisant référence aux risques que prenaient les banques avant la crise des subprimes sans penser aux retombées qu'elles pouvaient avoir sur la collectivité. Au début des années 2000, la Banque centrale des Etats-Unis (la Fed) mène une politique monétaire expansionniste pour relancer l'activité économique après l'éclatement de la bulle internet et les attentats de septembre 2001 : le taux des fonds fédéraux atteignent 1% en juin 2003. Les taux très bas pratiqués par la Fed favorisent le développement d'une catégorie de prêts immobiliers particulièrement risqués : les prêts subprime. Les banques offrent des crédits aux ménages américains les plus modestes à des taux variables. Ces prêts sont gagés par une hypothèque sur le bien immobilier du ménage qui contracte le prêt, l'idée étant que les prix de l'immobilier américain ne peuvent qu'augmenter. Les banques n'hésitent pas à prêter à ces ménages modestes qui n'ont traditionnellement pas accès au crédit car elles savent que dans ces conditions, une défaillance de l'emprunteur devrait être plus que compensée par la vente du bien hypothéqué. La mécanique à transformer les plus démunis en heureux propriétaires marche alors à plein régime : l'encours des prêts subprime passe de 400 milliards de dollars en 2004 à 1 400 milliards de dollars en 2007. La pérennité de ce système dépend de deux conditions : d'une part, des taux d'intérêt relativement stables, et d'autre part d'une appréciation régulière de l'immobilier. Or la Fed a progressivement relevé ses taux de 1 % en 2004 à plus de 5 % en 2006 pour tenir compte de l'évolution de l'inflation et de la croissance américaine, comme l'illustre le graphique ci-dessous.



Etant donné que le taux d'emprunt est indexé sur le taux directeur de la Fed, un grand nombre d'emprunteurs se retrouvent confrontés à une hausse rapide de leurs mensualités et les plus fragiles sont incapables de faire face à leurs remboursements. Les banques saisissent les biens immobiliers des ménages faisant défaut pour se rembourser. Elles remettent ensuite en vente leurs saisies immobilières. L'afflux de mises en vente des biens fait rapidement baisser les prix de l'immobilier américain et les établissements de crédit, censés pouvoir récupérer leurs fonds prêtés en vendant les habitations hypothéquées, se retrouvent sans moyen rapide de redresser leur bilan, puisque vendre ces biens ne suffit plus à couvrir leurs pertes. Il s'ensuit des faillites des organismes de crédit qui ont délivré des subprimes : c'est le début de la crise des subprimes. Cette crise est d'abord financière et touche en premier lieu les Etats-Unis. R. Goldsmith définit une crise financière comme une « détérioration brutale, brève et extrêmement cyclique d'un ensemble d'indicateurs financiers : taux d'intérêt à court terme, prix des actifs (actions, immobilier, foncier), cessations de paiement des entreprises et faillites des institutions financières ». Localisée seulement dans un pays à ses débuts, elle se répand progressivement à l'ensemble de la planète pour devenir la crise économique la plus importante du XXIème siècle.

Comment la crise des subprimes est-elle devenue une crise planétaire ?

La titrisation a rendu la crise des subprimes planétaire

Le marché du subprime a été massivement financé par la titrisation. La titrisation consiste à transformer des crédits distribués par une banque en titres de créances (obligations) qu'un investisseur peut acheter et vendre à tout moment. Les obligations correspondant à des crédits immobiliers s'appellent les MBS (Mortgage Backed Security). Par ailleurs, d'autres crédits ont fait l'objet de titrisation au même moment comme les crédits automobiles dont les obligations adossées s'appellent les ABS (Asset Backed Security). Les titres MBS et ABS sont regroupés dans des portefeuilles pour former des titres CDO (Collateralized Debt Obligations). Afin d'être équilibré, chaque portefeuille est constitué de plusieurs catégories d'obligations, appelées « tranches » : certaines sont très sûres (senior), d'autres sont plus risquées et marquées par un important risque de défaut. Grâce à cette technique, la banque peut se refinancer et mutualiser son risque (qui est reporté sur les investisseurs qui achètent ces créances). Elle n'a pas à constituer un capital en réserve au cas où des difficultés de remboursement se présenteraient (règles prudentielles concernant les fonds propres), et peut plus facilement consentir de nouveaux crédits. Cependant, à cause de la titrisation, il est devenu très difficile de savoir qui détient les crédits subprimes et à quelle hauteur. Les établissements du monde entier ont pu en acquérir. Par ailleurs, des agences de notation comme Moody's et Standard & Poors ont attribué la meilleure note (« AAA ») à ces crédits, ce qui a incité de nombreuses banques et investisseurs à titriser ces créances, créant un engouement pour ces titres d'apparence très rentables. Certains économistes comme Paul Krugman affirment d'ailleurs que les notations irréalistes attribuées par ces agences sont en grande partie responsables de la crise. Avec les défauts de paiement des ménages subprime et l'effondrement du marché immobilier américain, les banques du monde entier ont dû passer chaque trimestre dans leurs comptes des dépréciations de la valeur de leurs actifs liées aux

subprimes. De l'été 2007 à l'été 2008, ces dépréciations ont totalisé 500 milliards de dollars, ce qui a fait chuter d'autant les capitaux propres des banques. Les analystes estiment à 300 milliards de dollars (219,29 milliards d'euros) le montant des fonds « pourris » par la crise des subprimes. La titrisation est donc responsable en grande partie de la propagation de la crise dans le monde.

La faillite de Lehman Brothers a fait de la crise des subprimes une crise systémique

Le 15 Septembre 2008, la crise prend un nouveau tournant. Lehman Brothers, quatrième banque d'investissement américaine, est en difficulté depuis plusieurs mois. En effet, la banque a accumulé 639 milliards de dollars d'actifs et une dette de près de 619 milliards de dollars à cause de son investissement massif dans les titres adossés aux crédits subprime. Elle demande dans la nuit du 14 au 15 Septembre une aide de plusieurs milliards de la part du gouvernement américain, qui refuse. Lehman Brothers se déclare officiellement en faillite et l'action dégringole de 93 % entre le 12 et le 13 septembre 2008, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous. Avant cessation définitive de la cotation, l'action valait 0,13 dollar comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous.



Le gouvernement laisse la banque Lehman Brothers déposer le bilan sans intervenir. L'Etat américain veut donner un message fort au marché. En choisissant de ne pas sauver cette banque, il annonce qu'il ne sauvera plus les grandes banques qui prennent trop de risque et cette action est aussi un exemple de non prise en charge de l'aléa moral par l'État. En effet, Lehman Brothers a été amenée à prendre beaucoup de risques financiers selon le principe du « too big to fail » (trop grosse pour faire faillite) en investissant massivement dans les subprimes qui paraissaient alors comme très lucratifs. Cette décision est pourtant lourde de conséquences. Elle entraîne une panique sur les marchés boursiers, les cours s'effondrent et tout le système bancaire se retrouve en difficulté par un effet de domino : c'est le début de la crise financière mondiale de 2008. A Wall Street, la réaction est immédiate sur les marchés : l'indice Dow Jones finit la séance à 10 917,5 points, en retrait de 4,4 %. C'est la plus forte baisse depuis sept ans. Le

titre Goldman Sachs affiche un recul de 19 % et l'action Citigroup suit de près à -15 %. Longtemps jugée « too big to fail », Lehman démontre qu'aucune banque, quelle que soit sa taille, n'est à l'abri. La crise se médiatise de plus en plus, la méfiance augmente sur les marchés et le manque de transparence accroît l'aversion pour le risque. La faillite de Lehman Brothers a ainsi fragilisé l'ensemble du système financier et bancaire mondial.

La crise de liquidité a précipité la contagion de la crise des subprimes, alors limitée à l'industrie financière, à l'économie réelle mondiale

L'effondrement des obligations liées aux crédits subprimes a suscité une crise de confiance sur le marché interbancaire. En effet, il est très difficile de savoir qui détient ces obligations et les banques refusent désormais de se prêter entre elles ou alors à des taux prohibitifs, de peur que leur contrepartie détienne des titres « toxiques » et serait insolvable. C'est la crise de liquidité. Le rationnement du crédit s'explique notamment par des problèmes d'asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs (Stiglitz et Weiss, 1981). Ce rationnement est une conséquence du manque d'information des banques sur le risque des emprunteurs. Cette information est en effet indisponible. Les banques fixent alors un niveau d'intérêt élevé et rationnent les emprunteurs qui semblent être les plus risqués. Cet engrenage a touché l'ensemble du système bancaire américain mais aussi européen parce que, dans le contexte de la globalisation financière, les banques européennes avaient également été nombreuses à acquérir des produits créés à partir des prêts subprime afin de bénéficier de la rentabilité élevée qu'ils offraient. BNP Paribas annonce par exemple en août qu'elle gèle trois fonds composés de titres adossés aux subprimes, pour deux milliards d'euros. Le montant n'est pas colossal, mais la confiance est entamée.

Pour restaurer leurs ratios de solvabilité, les banques restreignent l'accès au crédit, ce qui se répercute sur l'économie réelle : les ménages doivent réduire leur consommation et les entreprises ont plus de difficultés à investir. La crise se prolonge logiquement sur le marché du travail. De plus, la forte baisse de valeur des actifs boursiers réduit la valeur de l'épargne de ceux qui détiennent ces actifs, et les incite à épargner davantage et donc à moins consommer pour reconstituer leur épargne : c'est l'effet de richesse. Les décisions d'investissement des entreprises dépendant de leurs prévisions économiques, la demande atone les conduit à faire des anticipations pessimistes et à réduire encore leurs investissements par le jeu de l'accélérateur (Aftalion, 1913).

La croissance mondiale passe de 4,2 % en 2007 à 1,8 % en 2008, puis à -1,7 % en 2009 comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous. Dans les pays de l'OCDE, le repli est encore plus violent : de 2,5 % en 2007 à 0,2 % en 2008 puis -3,5 % en 2009.

ÉVOLUTION DU PIB MONDIAL EN TAUX DE CROISSANCE ANNUEL

EN VOLUME



Source : lafinancepourtous.com d'après Banque Mondiale



La crise des subprimes est une crise financière qui toucha le secteur des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis à partir de Juillet 2007. Elle se transforma durant l'automne 2008 en une crise bancaire et financière, et ces deux phénomènes combinés entraîneront la crise économique mondiale de 2008. La propagation de la crise des subprimes dans le monde s'explique notamment par la titrisation avec une transformation opaque et spéculative des crédits subprimes, par la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers qui a fait trembler les systèmes bancaire et financier mondiaux et enfin par la crise de liquidité qui a paralysé le fonctionnement de l'économie réelle. La crise des subprimes n'a pas fait que s'étendre dans le monde : elle a aussi entraîné d'autres crises. En effet, pour atténuer ses effets, de nombreux pays se sont lancés dans des plans de relance. Les dettes et les déficits publics européens ont explosé, conduisant à la « crise de la zone euro », dont certains pays européens ne sont toujours pas sortis aujourd'hui. Le traumatisme de 2008 est donc bel et bien encore présent dans l'esprit des gouvernements et des banques, du moins jusqu'à la prochaine crise...