

## **La crise des subprimes**

### **Introduction :**

Les banques perdent leurs avantages d'intermédiation financière traditionnelle « *decline of banking* » pour s'engager dans des opérations spéculatives plus rentables comme les opérations de marchés, les investissements boursiers, les marchés en devises ou le financement d'opérations risquées par conséquent elles ont contribué à créer une crise de défiance qui s'est généralisée à l'ensemble de la sphère financière.

En effet, la crise des surprises qui sévit les marchés en février 2007, pour prendre toute son ampleur durant l'été, trouve son origine dans le comportement fortement spéculatif des banques, dans un contexte de finance libéralisées. Partie des états unis, cette crise s'est propagée aux marchés mondiaux touchant le secteur immobilier bancaire et financier et dépassant le cadre de l'économie américaine, elle a très vite pesé sur l'économie mondiale et font redouter un risque systématique.

## **Section1 :La crise des subprimes, origine, déclenchement**

### **1.1. Définition des crédits subprime :**

Un « subprime » est un crédit hypothécaire (immobilier) à risque accordés à une clientèle peu solvable et qui ne présente pas toutes les garanties nécessaires et suffisantes pour bénéficier des taux d'intérêts préférentiels. Ce crédits, apparue au état unis, est gagé sur le longuement de l'emprunteur en cas de défaut de paiement<sup>1</sup>, les crédits furent très souvent octroyés, pour les deux premières années, à un taux d'appel fixe maintenu bas puis à un taux variable indexé notamment sur le taux d'intérêt de la réserve fédérale pour la durée restant à courir.

Le principe de l'hypothèse rechargeable fut aussi largement commercialisé : il permet à un ménage déjà endetté de souscrire en nouvel emprunt adossé sur la valeur nette de bien immobilier qu'il peut offrir en garantie. Dans un contexte de prise immobiliers surévalués, les ménages bénéficient, alors artificiellement d'une hausse de leurs patrimoines directement indexée sur la valeur hypothécaire de leur bien. Par ailleurs, le risque de non remboursement limité par la garantie hypothécaire prise sur le logement de l'emprunteur ; si l'emprunteur ne pouvait plus faire face aux échéances de remboursement de son crédit immobilier, le prêteur se remboursait sur la revente du logement.

Cette opération présente des intérêts aussi bien pour l'emprunteur que pour les prêteurs ;

- Du côté des emprunteurs, le seul intérêt de ce type d'opération est un accès prétendu. Elle leurs donne la facilité à l'accession à la propriété ou à des biens de consommation.

- Du côté du prêteur, octroyer des prêts à des emprunteurs risqués sur de longues durées peut s'avérer extrêmement rentable. Le cout du risque est alors compensé par de solides marges et le risque de défaillance reste supportable tant qu'il ne généralise pas.

Le double mouvement de baisse des prix de l'immobilier aux état unis depuis 2006, et de hausse des taux d'intérêt mène au défaut de paiement de nombreux emprunteurs à risque a déclenché la vague de turbulences financières et par la suite à la mise en situation de faillite, ou de quasi faillite, des établissement spécialisés aux état unis et un grand nombre de ménages se sont vus dépossédés de leurs logements.

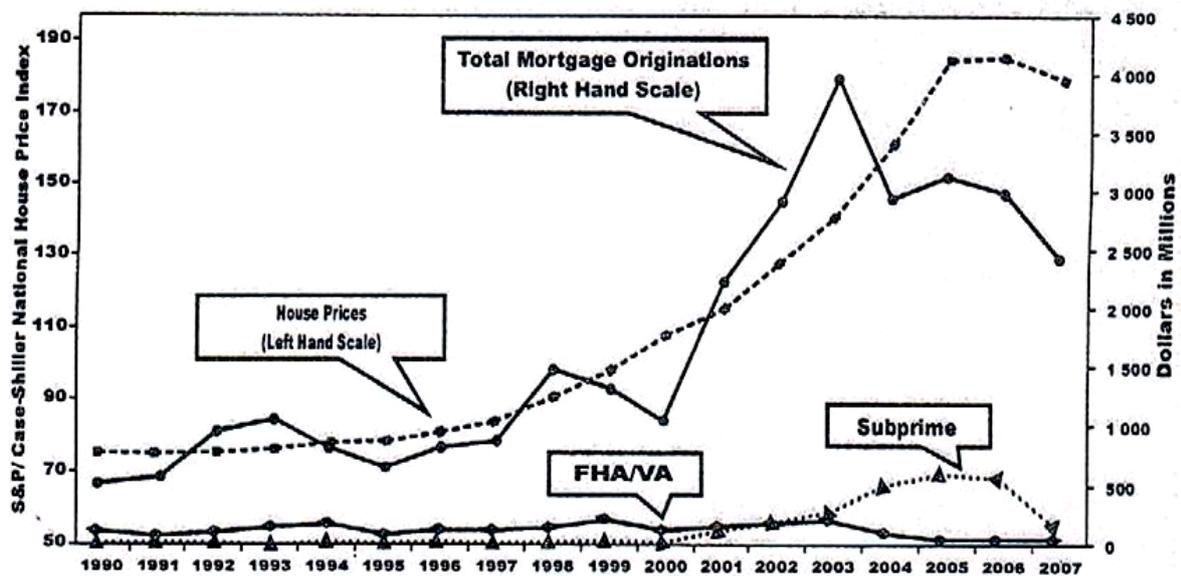
---

<sup>1</sup> LACOSTE Olivier, Comprendre les crises financières, Op.cit, p 29.

Le crédit « subprime » est un crédit octroyé selon des normes qui ne sont pas conformes à celles établies par les entreprises de refinancement, appelées G.S.E (*Gouvernement Sponsored Entreprise*), pour les crédits « prime » le crédit « sub-prime » a une probabilité de recouvrement des créances très faibles, alors que le taux de défaillance des crédits « prime » est négligeable. Les critères les plus importants utilisés par G.S.E sont d'abord l'historique du postulant « *crédit scoring* » le rapport Dette/Revenu disponible (D.T.I) et le rapport Prêt/Valeur (L.T.V).

L'emprunteur qui a obtenu un score faible », un DTI dépassait les 55% et un LTV supérieur à 85% tombe dans la catégorie « subprime ». Le crédit a été lancé au milieu des années 1950 afin de permettre aux ménages à revenu faible, en relaxent bien sur certain critères utilisés par le crédit « prime » a été jugé trop restrictif ne favorisait pas l'accession à la propriété à certaines classes de revenu.

**Figure 2-1 :** Les prix de l'immobilier et organisation des hypothèques



Source : BELTAS Abdelkader, 2009, la crise de subprime et le déclenchement de la crise financière Internationale, Édition légende, p175.

Les crédits subprimes étaient jugés excessifs par les banques activant dans le crédit « subprime » et préféraient continuer à travailler sans la garantie FHA en assurant un nouveau risque plus élevé contre une prime plus importante. La première crise de subprime dut déclenchée en 1998/1999 mais d'un impact limité<sup>1</sup>.

## **1.2. Les facteurs à l'origine de la crise subprime :**

Plusieurs études ont examiné les différents facteurs qui ont contribué à la crise de crédit hypothécaire des subprime ont dévoilé que deux facteurs interdépendants étaient essentiellement à l'origine de la crise ; d'une part les facteurs d'ordre externe et d'autre part les facteurs d'ordre interne propres aux Etat unis.

### **1.2.1. Les facteurs d'ordre externe : contexte mondial :**

#### **1.2.1.1. La globalisation et les politiques de libération financière excessive et mal maîtrisées :**

Depuis la fin de la vingtaine siècle, la plupart des pays du monde ont entamé des processus de libération de leur économie imposée par mondialisation et par conséquent ils ont été entrains de libérer leur système financier dans une économie de libre.

La globalisation n'est pas le fruit du hasard, selon Dominique, les principaux moteurs qui ont permis son développement apparaissent sous forme d'une règle de trois « d » désintermédiation, décroisement et déréglementation.

#### ***-La désintermédiation :***

Elle signifie que les agents économiques ont plus en plus la possibilité de faire appel à des financements directs sans être obligé de passer systématiquement par des intermédiaires financiers. Par exemple, les entreprises pour financer leurs activités, recourent à l'émission d'action ou obligations sur le marché boursier en vue de réduire leur cout d'endettement, de même le ménage recourent aux marchés financiers qui offrent des rémunérations plus avantageuses.

---

<sup>1</sup>BELTAS Abdelkader,2009, La crise de subprime et le déclenchement de la crise financière internationale, Edition Légende, p 175.

### ***-Le décloisonnement :***

Le décloisonnement des marchés désigne l'abolition des frontières entre les différentes spécialisations bancaires. Aujourd'hui, les banques opèrent sur un marché comprenant les activités bancaires classiques ainsi que les métiers d'assurance et la participation aux activités très boursières.

Au niveau national, c'est la suppression de la barrière entre marché monétaire (argent au court terme), marché financier (capitaux à long terme) et le marché des changes. Au niveau international, c'est l'ouverture des marchés nationaux des bourses nationales et des titres de l'état aux financements étrangers.

### ***-La déréglementation :***

Elle se définit par opposition à la réglementation qui consiste à lever ou à assouplir les contraintes réglementaires imposées aux activités bancaires et les remplacer par d'autre réglementation plus efficace. Elle a pour objet de donner plus liberté aux banquiers de diversifier leur activité et d'acquérir de nouveaux marchés dans ce système concurrentiel.

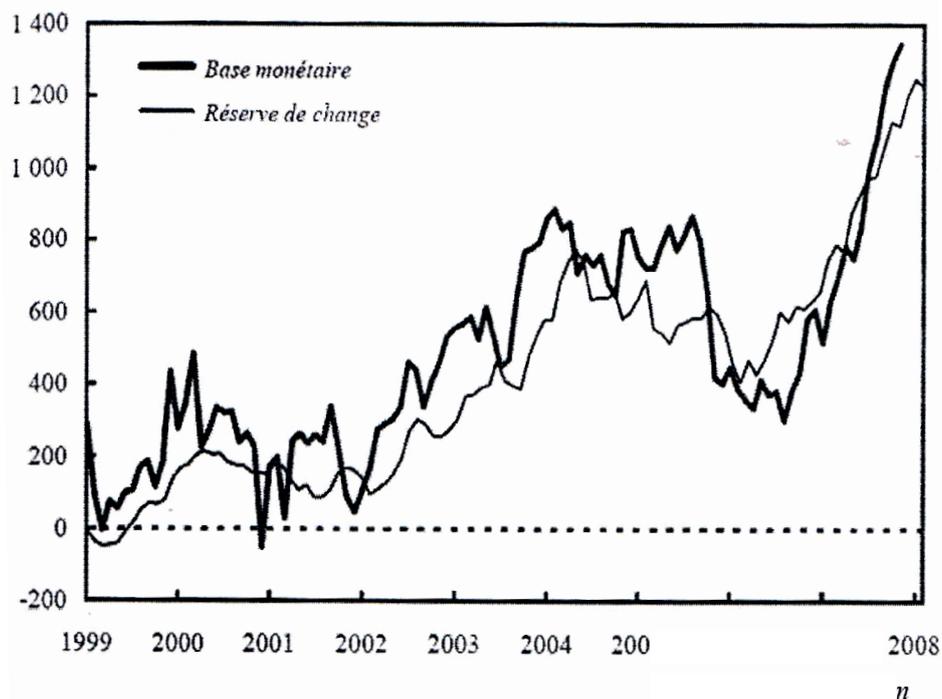
La déréglementation des marchés financiers a permis aux différents établissements de créer de nouveaux produits et d'exercer tous les métiers de la forme, ce qui a provoqué des crises tel que le cas de la crise « subprime ».

Cette libération a revêtu de nombreux aspects, mais ce qui nous intéresse par rapport à la crise des subprimes est surtout la déréglementation des taux d'intérêt créditeurs, qui a engendré une course aux dépôts et qui a mis en difficulté de nombreuses institutions financières.

### 1.2.1.2. Une ampleur de liquidité globale :

Le facteur essentiel du déclenchement de la crise est l'excès de liquidité au niveau mondial.

**Figure 2-2 :** Réserve de change et base monétaire mondiale variation sur un an, en MAS de dollars



**Source:** HOLDEBRAND Philipp, 2008, Subprime crisis, a Central banker's Perspective journal of financial Stability, p28.

Le graphe 2, montre que la liquidité (base monétaire) mondiale progresse d'une extrême rapidité et c'est essentiellement dû à l'accumulation de réserve de change dans les pays émergents et exportateurs de matières premières.

Cette liquidité mondiale, très abondante et fluide, permet à toute banque centrale d'acheter des titres en devises pour accroître ses réserves de change tout en fournissant de la liquidité au vendeur de ces titres. La présence d'un excès de liquidité qui alimente initialement la liquidité des banques, conduit à la possibilité d'un excès de crédit et d'achat de titre, donc de bulles sur le prix des actifs.

La croissance du volume de liquidité est due à des facteurs externes et d'autres internes.

Les facteurs externes se traduisent par la progression des réserves de change des banques centrales dans certains pays émergents, comme la chine, et dans les pays reste en partie stérilisée, provient essentiellement des excédents commerciaux et du taux d'épargne relativement fort.

Quant aux facteurs internes, ils se traduisent par l'accroissement du volume des crédits qui sont générateurs de la liquidité mondiale. Mais, dans tout état de chose, l'abondance de liquidité pourrait sucrier des risques inflationnistes.

### **1.2.1.3. Evolution excessives des prix du pétrole, des matières premières et des produits alimentaires :**

Selon le prix Nobel d'économie Joseph STIGLITZ « la crise pétrolière est liée à la situation de la guerre en Irak. Celle des subprimes, une conséquence de la guerre et e la hausse du baril. La crise alimentaire, via l'essor des biocarburants, résulte de la crise pétrolière ».

Le prix des matières premières ont connu un éclatement à partir de 2000 après une période de prix bas entre 1980-2000. A partir de 2007.

Prix des produits de base notamment le pétrole et les produits alimentaires ont connu une forte accession. En effet, au début de l'année 2008, le prix de baril de pétrole a dépassé 100 Dollars pour la première fois son histoire, et atteint 147\$ en juillet 2008.

Les prix des produits alimentaires ont progressé de plus de 50% durant cette même période. Ces hausses s'expliqueront notamment par la spéculation. Le marché financier étant orienté à la baisse, des spéculateurs se sont nichés dans le commerce des matières premières, notamment le pétrole et les produits agricoles, amplifiant artificiellement la hausse des cours.

### **1.2.2. Les facteurs d'ordre interne : propre aux Etats-Unis :**

A ces déséquilibres externes, il faut en outre, ajouter les dysfonctionnements d'ordre interne propres aux Etat Unis : la croissance du marché subprimes et le dégonflement de la bulle immobilière des prêts, les défaillances des emprunteurs à risque ainsi que les innovations financières à haut risque.

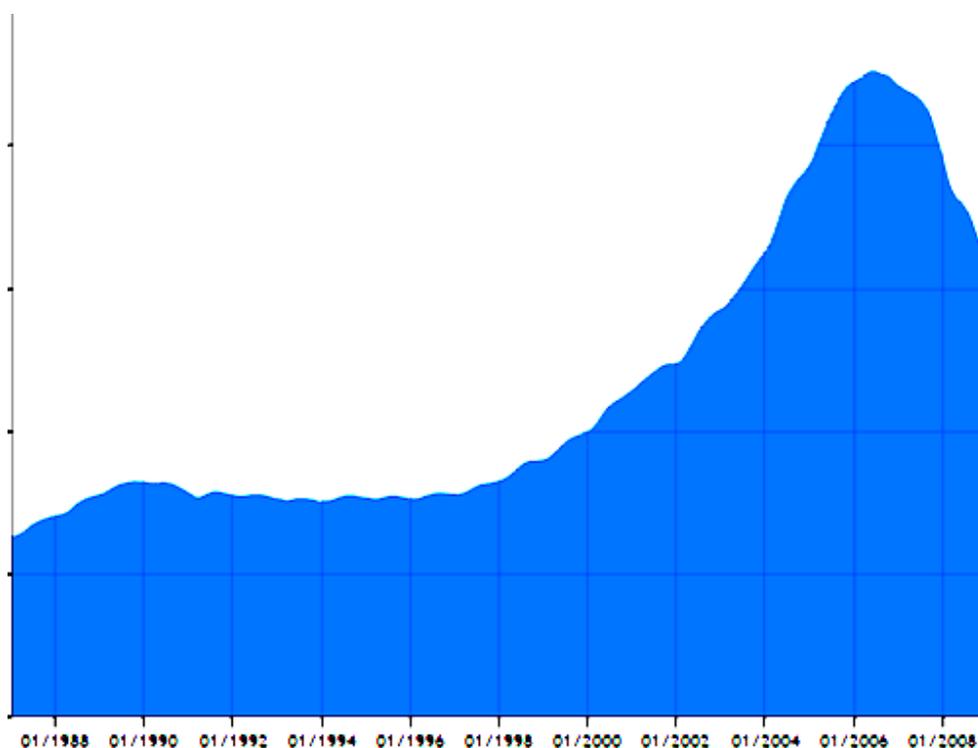
### 1.2.2.1. La bulle immobilière américaine :

Aux Etats Unis, après la seconde guerre mondiale 40% de la population étaient propriétaires de leur logement 1970, cette proportion monta à 60%.

A partir de là, le président George w Bush a mis en place un projet portant le nom d'Américain « *Dream downpayment initiative* » « initiative d'apport personnel du rêve américain », qui vise à généraliser du logement en permettant à chacun d'accéder à cette propriété en bénéficiant des subventions gouvernementales.

Les encouragements des pouvoirs publics américains dans cette optique prennent une double forme, d'une part la déduction d'impôt dont bénéficient les flux d'intérêt associés au remboursement d'un prêt hypothécaire, ainsi que les taxes financières locales et le produit de la revente d'un logement (plafonné à un million de dollars) et d'autre part l'aide au financement par *Federal Housing Administration* (F.H.A) et par les deux organismes Fannie Mac et Freddie Mac.

**Figure 2-3 :** L'évolution du prix de l'immobilier résidentiel américain (1987-2008) *Case-SchillerIndex*.



Source : [www.abcbourse.com](http://www.abcbourse.com)

Le graphe 3, si dessus, montre l'évolution du prix l'immobilier résidentiel américain tel que l'exprime l'indice case Shiller, dit « indice d'appréciation du prix ».

La racine des crises financière retournent à au moins une décennie. Depuis le début des années 90, l'environnement macroéconomique a été exceptionnellement favorable marqué par la croissance du système bancaire globale, et à partir début du XXI<sup>ème</sup> siècle, il y a eu une croissance de la bulle technologique et de même, les marchés immobiliers dans le monde entier (et particulièrement aux Etats Unis) ont vécu une hausse des prix très excessive.

De même, les augmentations des prix sur l'immobilier aux Etats Unis ont été en pratique justifiées par l'évolution démographique. Mais, ils ont certainement été alimentés par la politique monétaire adoptée par l'état américain, sur laquelle nous reviendrons ultérieurement.

Notons que, lors d'une hausse des prix de l'immobilier, les propriétaires en profitent les bailleurs de fonds y trouvent aussi l'occasion de prêter encore plus et les promoteurs de construire davantage. Ces conditions ont créé un terrain favorable à l'apparition d'une bulle immobilière.

Ce phénomène est expliqué par l'économiste R. Shiller autrement dit, les mouvements spéculatif, trop éloignés des réalités objectives, provoquent une hausse des prix et débouchement sur une correction brutale du marché.

#### **1.2.2.2. Croissance du marché subprime aux Etats Unis :**

Après l'explosion de la bulle spéculative sur les nouvelles technologies en 2001, le marché immobilier américain a connu une période d'essor spectaculaire. La croissance a été portée en partie par le marché des subprimes.

Après Ackermann : « les innovations financières ont facilité la croissance du marché immobilier et par conséquent l'explosion du marché du logement aux états unis. Une de ces innovations a été l'émergence des crédits hypothécaire subprimes, ces crédit ayant générer une crise bancaire et financière internationale ».

Tout d'abord, on doit signaler qu'aux Etats Unis, les prêts immobiliers sont ventilés en deux catégories, prime et subprime.

Les crédits « primes », sont des prêts qui étaient accordés à des emprunteurs fiables qui présentaient les garanties suffisantes pour bénéficier des taux d'intérêt préférentiel.

A l'inverse, les crédits « subprimes » sont les prêts associés à un historique de crédit très mauvais. Pour cette raison, les taux d'intérêt des prêts pratiqués sur le marché subprime sont bien élevés que sur le marché prime, un écart de 2 ou 3 point et fréquent.

Le marché subprime est considéré comme une niche, mais entre 2007 et 2006 les montants ont été multipliés par 7 pour passer de 94 à 685 milliard de dollars<sup>1</sup>

Ces prêts sont accordés par un institut de crédit spécialisé ou par une banque commerciale. Ils sont garantis par une hypothèque moyennement un taux d'intérêt révisable généralement indexé majoré d'une prime de risque qui varie en fonction du degré de solvabilité de l'emprunteur, leur remboursement se fait souvent sur une période de 30 ans et sont très faible pendant les deux premières années.

Néanmoins, deux conditions étaient nécessaires à la stabilité du marché immobilier hypothécaire à risque ; d'une part, une hausse régulière des biens immobiliers, d'autre part une stabilité des taux de réserve fédérale (FED).

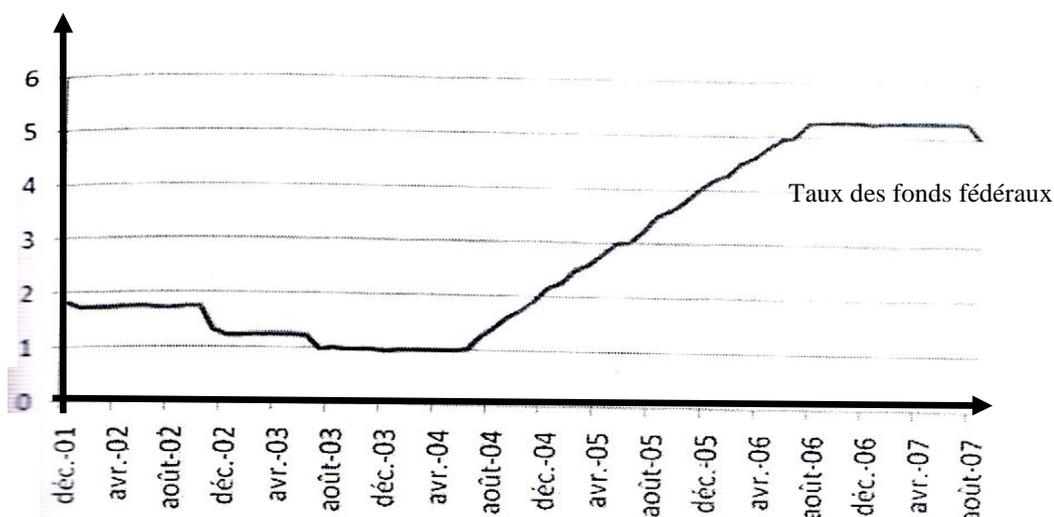
### **1.2.2.3. La défaillance des emprunteurs subprime :**

Ce type de prêt « subprime » ayant été accordé en 2005, marque en 2007 pour les souscripteurs du crédit, le moment de vérité du passage proportionnel aux taux effectif (ce taux a été relevé pour rémunérer les risques pris par le créancier et indexé sur le taux directeur de la FED). Donc, dans la seconde période et lorsque le taux effectif était appliqué, les mensualités allaient jusqu'à parfois doubler, et comme il s'agissait d'emprunteurs à revenus faibles, incapables de rembourser l'emprunt, voir même de verser les intérêts, la banque récupérait alors les maisons pour les revendre.

---

<sup>1</sup> HOULEY Sami & FEHRI Hamid, 2009, Théorie de la politique monétaire, manuel de cours de masters, Recherche en sciences économiques, Système LMD, Edition. Publication de l'Imprimerie officielle de la République Tunisienne, p 132.

**Figure 2-4 :L'évolution du taux directeur de la FED**



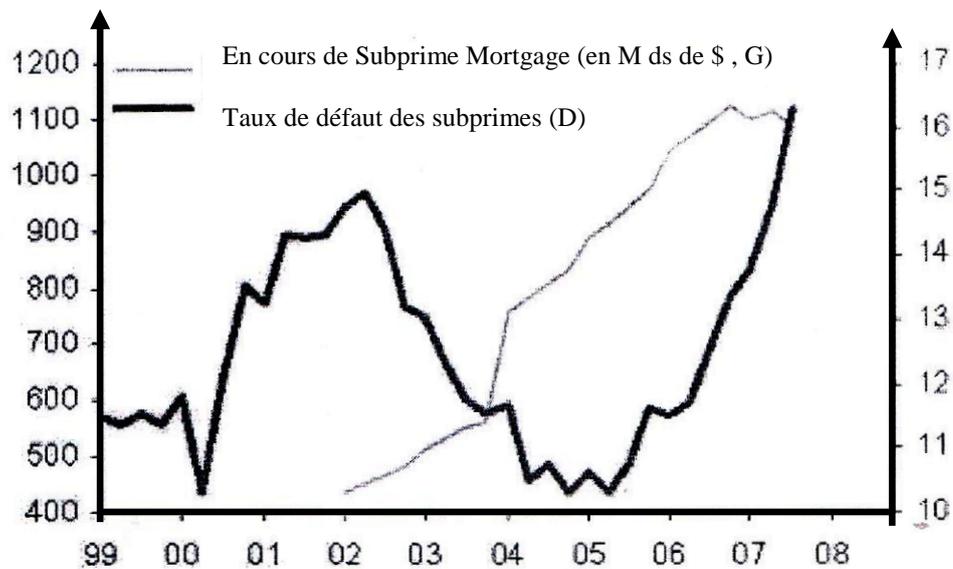
Source : FED

Comme l'indique le graphe n°3, ci-dessus la réserve fédérale des Etats-Unis a progressivement relevé son taux directeur de 1% à 2.25% entre 2004 et 2006, augmentant d'autant les taux des prêts « subprimes » variables et indexés sur les taux de la FED. Cette hausse du taux a coïncidé avec l'explosion de la bulle immobilière.

Dans une telle situation, les banques ont normalement eu recours à une vente des biens afin de récupérer le capital, mais l'éclatement de la bulle immobilière a réduit la valeur du bien et les banques perdent l'argent sur vente.

Les conséquences, sont graves, non seulement pour les institutions bancaires et financières, mais également pour les emprunteurs qui ont vu leur mensualité, basée sur les taux d'intérêt révisable. Augmenter la valeur de leur bien diminuer du moment où la valeur du marché de l'habitation devient inférieur au montant du prêt restant à rembourser.

**Figure 2-5 :L'évolution du taux de défaut des emprunteurs.**



Source : F.O.F. *Mortgage banking association of america*

Il faut noter également que les emprunteurs des prêts « prime » se sont trouvés aussi en difficulté de remboursement à cause de la baisse accélérée des prix de l'immobilier américain.

#### **1.2.2.4. Innovation financière et progrès technologiques à haut risque :**

Le dernier facteur, qui a contribué à l'amplification de la crise financière de 2007, est l'émergence d'ingénieries financières sophistiquées à haut risque.

En effet, les nouvelles technologies de l'information et de la communication (N.T.I.C) et leur utilisation généralisées dans le processus de collecte, de traitement et de transmission de l'information ainsi que dans l'aide à la décision, ont favorisé la baisse des coûts et l'amplification de la mobilité des capitaux et la substituabilité des actifs en rendant plus facile les transferts et les montages financiers internationaux.

De même, l'innovation financière a connu un développement rayonnant ces dernières années, avec un élargissement considérable du menu des instruments financiers mis à la disposition des acteurs, où les produits dérivés sont devenus de plus en plus répandus sur les marchés financiers. Elle a ainsi permis la décomposition du risque en plusieurs composantes et de les échanger sur le marché.

Toutefois, il s'est avéré que les innovations financières, sous forme de création de nouveaux instruments tels que la titrisation et les produits dérivés ont assurément donné lieu à l'émergence de nouveaux risques bancaires et par conséquent de nouvelles crises.

#### **1.2.2.4.1. La titrisation :**

La titrisation est une technique financière qui consiste à revendre des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), ou d'autres actifs, à des investisseurs sous forme de titres financiers susceptibles d'être traités sur un marché secondaire fluide.

Cette technique s'effectue généralement en regroupant, sous forme de lots des créances de natures identiques que l'on cède alors à un véhicule qui en finance le prix d'achat, en plaçant des titres auprès des investisseurs. Les titres représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées, et les investisseurs, qui achètent ces titres, perçoivent en contrepartie les revenus (intérêts et remboursement du principal) issus des prêts.

Donc, la titrisation des créances bancaires est une opération financière, qui vise à transformer des actifs peu liquides en valeurs mobilières facilement négociables à travers une société ad hoc. Le plus souvent, la banque à l'origine des prêts les cède à un véhicule spécifique FCC (fond commun de créance en France) ou S.P.V (*Special pour chase vehicule chez les anglo-saxon*).

Le F.C.C financent l'achat des créances titrisées par l'émission de parts ayant le statut de valeurs mobilières cotées en bourse. Les S.P.V se financent à eux par l'émission de tous types de titres, papier commercial (billet de trésorerie, euro commercial papier) ou papier à plus long terme (euro medium term notes, euro obligations).

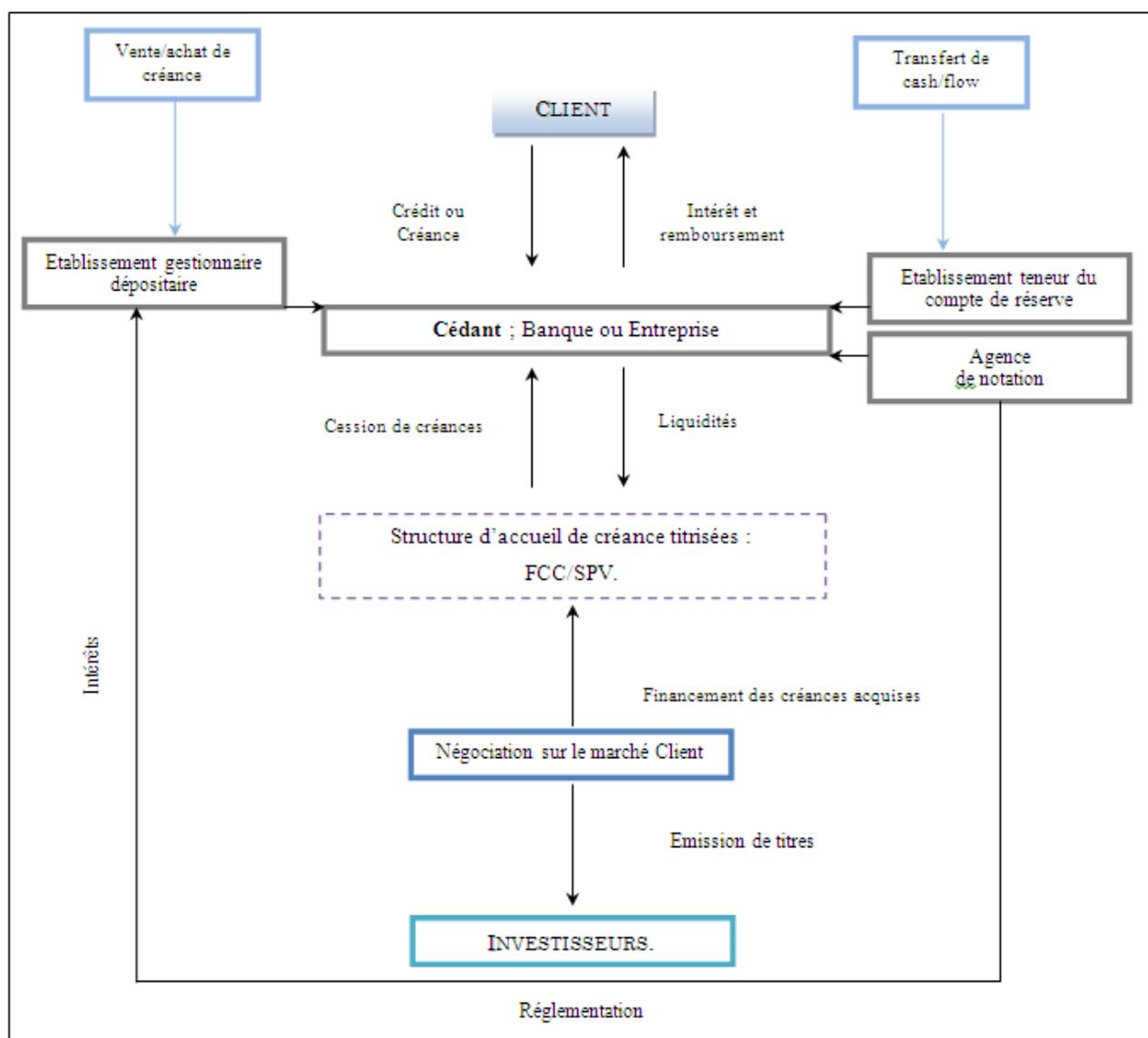
Selon Choudry et Fabozzi le marché des capitaux sur lequel des titres sont émis négociés est composé de trois principales catégories, les titres adossés à des actifs (ABS), les titres adossés à des obligations et dettes C.D.O et titres adossés à des prêts hypothécaires (M.B.S). S'il s'agit des biens immobiliers résidentiels on parle de RMBS, lorsqu'il s'agit des biens d'entreprise on parle de C.M.B.S<sup>1</sup>.

Pour une meilleure assimilation de la technique de titrisation, le schéma suivant synthétise le déroulement d'une telle opération.

---

<sup>1</sup> KARYOTIS Catherine, 2009, La crise financière en 40 concepts clés, revue banque, Paris, pp 15-16.

**Figure 2-6 : Opération de titrisation**



**Source :** KARYOTIS Catherine, la crise financière en 40 concept clés, Op.cit,p16.

Les deux premiers organismes spécialisés dans les titres adossés à des crédits hypothécaires sont des organismes américains parapublics à savoir la « *Federal National Mortgage Association* » (Fannie MAE), créée en 1938 et la « *Federal National Mortgage Corporation* » (Freddie MAC) créée en 1960. Ces sociétés ont réalisé de profitables résultats sur le marché de titrisation en matière d'acquisition et de détention des crédits hypothécaires ainsi que la transformation des titres. Ces accomplissements ont encouragé les grandes institutions financières et les sociétés privées à s'y mettre. En 2003, les organismes parapublics étaient en possession de 76% du total des émissions des titres adossés contre 24% seulement pour les titres privés. En mai 2006 les émetteurs privés ont gagné du terrain soit 57% du total des titres contre 43% pour les parapublics.

Comment vendre de titres de créances si mal cotés ? Les principaux acheteurs de titres adossés à des crédits hypothécaires de premier ordre étaient les investisseurs institutionnels, mais leur règles et directives d'investissement limitaient le montant qu'ils pouvaient engager en titres de classés.

Selon Dodd (2007), la solution pour vendre les créances hypothécaires à risque sur le marché a consisté à séparer les risques en divisant le pool de créances en segments à risque faible et à risque élevé (moins cotés). Pour cela la bourse de *Wallstreet* a fait appel au dispositif d'obligations structurées adossés à des emprunts appelés *Collateralized Debt Obligations* (C.D.O).

Les crédits hypothécaires à risque sont réunis en un pool de C.D.O liés à l'explosion des subprimes, qui ont vu leur encours progresser considérablement au cours de ces dernières années, ce qui est fortement développé et jouer un rôle majeur dans l'explosion du crédit.

Ainsi, les créances titrisées sur le remboursement des crédits du pool étant divisées en plusieurs tranches ou catégories de risques.

Les C.D.O payaient le principal et les intérêts prenons un exemple simple à trois tranches ; la priorité de remboursement sur le pool revient à la tranche de moins risqué ou senior. Celle-ci affiche donc la cote de crédit, la plus élevée, jusqu'à AAA dans certains cas, est assortie d'un taux d'intérêt inférieur. Une fois les paiements de cette tranche effectuée, c'est la tranche intermédiaire ou mezzanine qui est remboursée. Elle correspond à un risque beaucoup plus élevé, se voit généralement attribuer une cote inférieur à la catégorie investissements et un taux de rendement supérieur.

Concernant la tranche inférieur ou equity, ne reçoit de paiement que si les tranches sénior (AAA/AA) et mezzanine (BBB) sont intégralement remboursées. Ainsi cette tranche supporte les premières pertes sur le pool, est assortie d'un risque très élevée et n'est généralement pas cotée. Elle offre sur le pool également le plus haut taux de rendement en raison du risque. Chaque catégorie de titre est vendue séparément, et elle est négociable sur les marchés secondaires, de sorte que les prix peuvent être déterminés pour chaque degré de risque.

Autrement dit, la titrisation a contribué au développement d'un vaste système bancaire non contrôlé, qui a joué un rôle déterminant dans la crise.