

LA CRISE DU SUBPRIME ET L'EFFET PAPILLON

O. DERRUINE – CSC, SERVICE D'ÉTUDES
18 FÉVRIER 2008

Au cours des années 90, la croissance soutenue des dépenses de consommation des ménages américains était un des moteurs de la première puissance mondiale. Bien que le fossé entre les mieux nantis (en particulier le pourcent de la population le plus riche) et les autres ne cessait de s'élargir suite notamment à une stagnation du salaire réel médian, la quasi-totalité des ménages participaient à la vigueur économique. L'un des rouages de ce dynamisme était l'augmentation continue des prix immobiliers. La valeur des maisons utilisées comme collatéral augmentait sans cesse, ce qui augmentait le pouvoir d'achat des ménages et leur permettait de racheter leur prêt en contractant de nouveaux prêts. Ils se laissaient endetter parce qu'ils avaient foi en une hausse ininterrompue du marché. Ainsi, l'endettement des ménages américains s'élevait à 93,4 % de leur revenu annuel en 1995 mais avait grimpé à 138,1 % en 2006. Les prêts hypothécaires crurent également de manière non maîtrisée, de 63,2 à 103,1 % (source : OCDE).

Or, parmi les ménages grevés de dettes, beaucoup présentaient un risque de non-remboursement élevé en raison de la précarité de leurs revenus. Cependant, les banques leur octroyèrent des prêts, les désormais fameux *subprime*, car en cas de non-remboursement, elles prendraient possession de leurs maisons et s'imaginaient déjà réaliser des gains plantureux dans un contexte de hausse du marché qui ne semblait pas finir. Elles pensaient également avoir le beurre et l'argent du beurre en se débarrassant du risque de défaut grâce à la titrisation. Cette technique consistait à rassembler les *subprime* pour ensuite les convertir en de nouveaux produits financiers qui seraient à nouveau échangés sur des marchés. Ces marchés sont essentiellement non réglementés car ces actifs « sur mesure » répondaient à des demandes de rendements-risques bien définies par les acquéreurs. Parmi ceux-ci, on compte nombre de hedge funds et de fonds de pension qui imprudents, ignoraient souvent le risque réel qu'ils détiendraient en achetant de tels produits, risque que la titrisation donnait l'impression d'avoir fait disparaître.

Les *subprime* finirent par représenter quelque 20 % de l'encours des prêts hypothécaires américains qui totalisent pas moins de 10.000 milliards \$.

L'EFFET PAPILLON

Cependant, au début 2006, une baisse des prix des maisons US s'est enclenchée, suivie rapidement par une forte augmentation du taux de personnes incapables d'honorer le service de leur dette.

Dans un premier temps, les marchés boursiers et financiers ne réagirent pas réellement à ce revirement du marché immobilier. En témoigne la progression de +24 % du Bel20 en 2006 qui se poursuivit jusqu'à atteindre le record historique de 4652,82 points le 23 mai 2007.¹ L'indice de Morgan Stanley donnant une vue d'ensemble des marchés boursiers adopta le même profil.

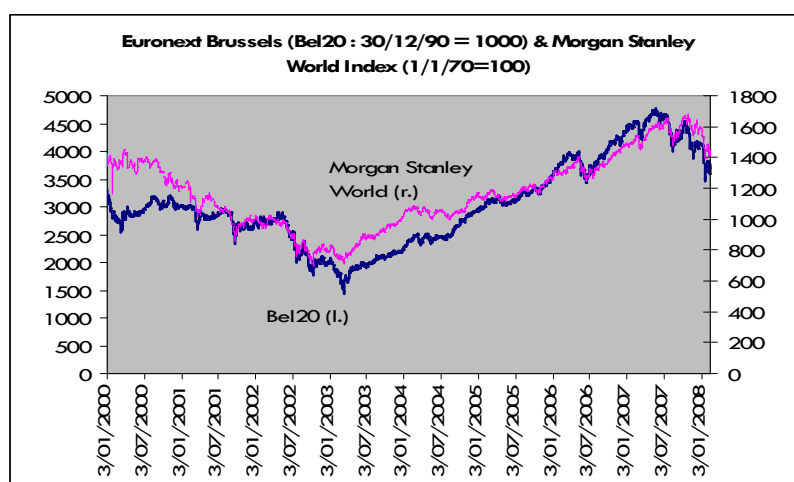
Dans un deuxième temps, les choses se sont gâtées. Le taux de défaillance des emprunteurs-*subprime* passa de 7,36 % en 2003 à 13 % en 2006 et 25 % en 2007 (celui des autres emprunteurs de meilleure « qualité » est resté à moins de 2 %). Certes, il y avait toujours eu un défaut de paiement dans le chef des emprunteurs-subprime mais ce qui inquiétait était que la défaillance intervenait de plus en plus rapidement² et que ces problèmes se manifestaient

¹ A titre de comparaison, au sommet de la bulle technologique, le record était de 3681,92 points le 6 janvier 1999.

² En 2002, 20 % des emprunteurs rencontraient un problème de remboursement après 2,5 ans et en 2007 après 6 mois seulement.

alors que l'économie américaine était en pleine croissance et ne montrait pas de signes de ralentissement. Dès lors, la panique s'installa auprès des consommateurs et des marchés qui étaient rongés par la question suivante : quid si la crise s'amplifiait de manière à ce que les répercussions affectent également l'économie réelle et les emprunteurs de bonne qualité ? Cette crainte sera justifiée par les développements ultérieurs car la crise des *subprime* ne cessera de déborder le marché hypothécaire risqué (et relativement limité) pour infecter l'ensemble des marchés financiers en raison de l'incertitude quant à l'exposition des banques à la crise, au resserrement du crédit. De proche en proche, c'est l'ensemble de l'économie réelle qui entrera dans l'œil du cyclone, ainsi que cela se marquera dans les révisions à la baisse des perspectives de croissance émises par les grandes institutions internationales. Ainsi, depuis le record de mai 2007 en Belgique, la Bourse a dégringolé de manière presque continue (-23 %) jusqu'au début février, effaçant du même coup les gains de 2006 ! Selon une étude de l'agence de notation Standard & Poor's, les marchés boursiers ont vu disparaître en fumée 5.200 milliards de dollars (3.500 milliards d'euros) de capitalisation au cours du seul mois de janvier.

Les 26 marchés de pays développés ont tous fini le premier mois de l'année en territoire négatif, dont seize avec une perte d'au moins 10% (perte moyenne de 13,09% sur trois mois, mais limitée à 0,35% sur douze mois). Assez paradoxalement, le marché boursier américain qui a perdu -6,07 % n'a pas été le plus malheureux en janvier. La France (-12,27 %) et l'Allemagne (-13,72 %) ont subi la crise qu'il n'y a pas si longtemps, certains qualifiaient pudiquement de « turbulences financières » de plein fouet. En Belgique, le Bel20 tiré par les grandes banques du pays (KBC, Dexia, Fortis et ING)³ a plongé de -9,7 %. Cela n'est guère étonnant dans la mesure où depuis le début de la crise l'ensemble du secteur bancaire a d'ailleurs perdu 10 à 20 %^{4,5} quant par chance, elles n'ont pas dû fermer leur porte comme la banque britannique Northern Rock. « Le Japon est le grand pays qui s'en sort le mieux, avec des pertes de 4,47%. Parmi les marchés des pays émergents, seuls le Maroc et la Jordanie ont échappé à la lame de fond. A l'inverse, la Turquie a été la plus durement touchée pendant ce mois, en perdant 22,7%, suivie de la Chine (-21,40%), de la Russie (-16,12%) et de l'Inde (-16,00%). »⁶



³ Les quatre institutions bancaires représentent 67 % de la capitalisation boursière des firmes entrant dans le Bel20.

⁴ Source : Thomson Datastream

⁵ Parce que les titres adossés aux *subprime* figurant hors bilan, les banques ignorent exactement à quel point elles sont exposées à la crise et ne le découvrent que progressivement. Elles ne se font plus confiance entre elles et ne se prêtent plus ce qui crée des tensions sur le marché et oblige les grandes banques centrales telles que la BCE, la FED, etc. à injecté temporairement des liquidités sur le marché.

⁶ Standard & Poor's, février 2007

SORTIE DU TUNNEL COMPROMISE

Un changement de cap est loin d'être imminent car plusieurs risques sérieux pèsent toujours sur les développements économiques. Le plus grave serait que les Etats-Unis subissent une récession et qu'il résulte de cette période la détérioration tant attendue du dollar qui ébranlerait d'autant plus les entreprises exportatrices de la zone euro car c'est bien la monnaie unique qui souffrirait finalement le plus d'un tel ajustement. L'ensemble des entreprises européennes pourrait également pâtir à terme du resserrement du crédit et partant, la croissance serait remise en question car la reprise de l'économie européenne en 2006-7 s'explique en bonne partie par une hausse des investissements (de +5 % contre +2,45 sur la période 2000-7 !).

En définitive, parce que la comptabilité des entreprises serait dégradée ou parce qu'elles se retrancheraient pernicieusement derrière l'alibi de la crise⁷, celles-ci pourraient exiger des travailleurs un regain de modération salariale pour rester à flot.

Le pouvoir d'achat serait alors pris en ciseaux par ces exigences et par la hausse des prix énergétiques et des produits alimentaires qui ont poussé l'inflation à des niveaux plus observés depuis des années. (L'inflation pour la zone euro a atteint en janvier un taux annuel de 3,2 %, soit le niveau le plus élevé depuis que cette donnée a été calculée pour la zone euro pour la première fois en janvier 1997). Alors que les investissements seraient comprimés et les exportations fragilisées, il en découlerait une atonie de la demande intérieure qui prolongerait les difficultés de la zone euro.

A travers leurs placements dans les produits liés aux *subprime* et dans des actions dont les cours ont chuté (effets directs) et/ou d'autres fonds de d'investissement qui ont investi dans tous ces titres (effets indirects), les fonds de pension ont également été affectés par la crise. En Belgique, cela concerne finalement 1,2 million d'individus qui ont souscrit des fonds d'épargne-pension et dont l'encours moyen avoisine les 10.000 euros. La crise n'a toutefois pas été ressentie de manière égale par les différents fonds. L'ampleur de la perte dépend de la combinaison actions-obligations des placements des fonds. Les 9 fonds belges dits « dynamiques » (70 % d'actions et 30 % d'obligations) ont reculé d'entre 6 et 9 % suite à la chute des cours boursiers en janvier. Les 2 fonds « équilibrés » (50 %- 50 %), la perte se situe à -5 %. Les 4 fonds à profil défensif (30 %-70 %) ont limité la casse à -2 %.⁸

Ces chiffres doivent être pris avec un certain recul car la performance des fonds de pension doit s'évaluer sur le long terme. Or, le rendement annuel moyen brut des fonds créés il y a 20 ans oscille entre 6 et 10 %.

Ceci dit, cette débâcle contraste avec l'annonce faite par le Ministre Dupont le 8 février de relever les pensions de 2 %. Un geste nécessaire, surtout quand les prix augmentent rapidement et que les tarifications de certaines maisons de repos progressent de quelque 20 % ! Initialement programmé pour le Conseil des Ministres du 15 février, ce point a été reporté par la chancellerie du Premier ministre qui fixe l'ordre du jour.

Par conséquent, « en bout de chaîne », ce seraient les travailleurs et les petits épargnants qui pourraient être amenés à payer la facture laissée par (1) les grandes banques qui se sont engagées dans des activités lucratives mais risquées parce que la victoire remportée sur l'inflation implique des taux d'intérêt plus bas que précédemment et donc moins rémunérateurs ; (2) les courtiers américains qui ont fait preuve de laxisme en permettant à des ménages d'accéder à la propriété bien qu'ils n'en aient objectivement pas les possibilités ;

⁷ Dans son Bulletin mensuel du 14 février 2008, la BCE note que « la rentabilité des entreprises est [toujours] élevée », ce qui ne justifierait pas pour cette raison précise de nouvelles réclamations envers les revendications des travailleurs. (Cependant, la BCE soutient la modération salariale pour une autre raison : sa crainte quant aux pressions inflationnistes induites par les « effets de second tour », la spirale prix-salaires dont il n'y a à ce jour aucune évidence).

⁸ Le Soir, « Sombre début d'année pour les fonds d'épargne-pension », 9-10 février 2008

(3) les managers de fonds d'investissement qui, par avidité, ont agi sans discernement ; (4) des agences de notation, juges et parties, qui non seulement aidaient à « repaqueter » les *subprime* en nouvel actif mais étaient chargées de les coter ; (5) l'utilisation abusive de la titrisation qui, à l'origine, est une technique offrant des perspectives intéressantes ; (6) une supervision européenne impuissante car restée fragmentée alors que la liberté de circulation des capitaux ignore toutes frontières.

L'année 2008 pourrait donc bien être une année de tous les dangers marquée par une résurgence des troubles sociaux qui obligeront les décideurs (dans les Etats membres, à la Commission européenne, du côté de la Banque Centrale européenne) à assumer leurs responsabilités, faute de quoi l'UE retournera rapidement à la crise de méfiance qu'elle a eu tant de mal à surmonter avec l'adoption par les Vingt-Sept du Traité de Lisbonne. On peut malheureusement présumer qu'ils en seront incapables comme semblent l'annoncer les réponses asymétriques apportées des deux côtés de l'Atlantique en début d'année. D'un côté, l'administration Bush a débloqué 150 milliards \$ (1 % du PIB) et la Federal Reserve a réagi complémentirement en baissant ses taux d'intérêts à quatre reprises (de 5,25 % à 3,50 % entre juillet 2007 et janvier 2008 où il fut décidé une baisse brutale de 75 points de base quatre jours après l'annonce du Président Bush). D'un autre côté, en Europe, il est impossible de décider d'une telle mesure en raison de la coordination laborieuse des politiques budgétaires et de la primauté reconnue au respect du Pacte de Stabilité. Ensuite, la BCE reste cramponnée à la stabilité des prix et refuse d'abaisser les taux qu'elle maintient à 4 %. Pourtant, l'inflation pose également problème aux Etats-Unis (supérieure à 4 %). La seule (timide) évolution est qu'en février, elle semble renoncer à augmenter son taux directeur. Entretemps, le différentiel de taux avec les Etats-Unis s'élargit ce qui contribue à l'appréciation de l'euro et à l'étranglement de l'économie européenne... Ensuite, il fut opposé une fin de non-recevoir aux Etats-Unis qui avaient demandé une action concertée des grandes économies de ce monde pour soutenir la croissance, leurs partenaires justifiant leur réaction par leur volonté mesquine de mettre les Etats-Unis en face de la crise à l'origine de laquelle ils sont. Face à ces divergences, la déclaration du G7 réuni à Tokyo le 9 février mentionnera poliment que ces pays « continueront à regarder de près les développements [économiques] et à prendre des mesures appropriées, individuellement et collectivement, dans le but de garantir la stabilité et la croissance dans nos économies ». Bien entendu, aucune de ces mesures n'est précisée.

LES PAYS ÉMERGENTS À LA RESCOUSSE DU CAPITALISME OCCIDENTAL

L'agitation sur les marchés financiers et au-delà ne s'explique pas uniquement par la diffusion des titres dont les *subprime* sont les sous-jacents à différents opérateurs et parfois à leur insu. Pour comprendre la contagion, il faut prendre en compte les interrelations que ceux-ci entretiennent entre eux et avec d'autres acteurs. Ainsi, par exemple, 24% du capital levé en 2005 par les fonds de private equity qui, via leurs placements, emploient entre 4,7 et 6,7 millions de travailleurs européens provenaient des fonds de pension, 18% des banques commerciales et d'investissement, 11% des assurances⁹. En 2006, les banques centrales asiatiques, les hedge funds, les fonds de private equity et les fonds souverains riches en pétrole et/ou en matières premières représentaient une puissance de feu de 8,7 trillions¹⁰ \$ dont 300 milliards consistaient en placements croisés.¹¹ L'investissement d'un fonds souverain chinois, la China Investment Corporation dans Blackstone, le 1^{er} fonds de private equity pour 3 milliards \$ a ainsi fait couler beaucoup d'encre. Ces fonds étatiques ont traditionnellement investi en obligations d'Etats mais depuis quelques années, diversifient leur portefeuille et augmentent la part d'actions et

⁹ M. Aglietta "The surge in private equity", 2007.

¹⁰ A titre de comparaison, les fonds de pension géraient pour près de 21,6 trillions d'actifs en 2002.

¹¹ Mc Kinsey, "The new power brokers", octobre 2007

d'investissements alternatifs tels que les fonds de private equity et hedge funds. Leur force de frappe est redoutable : huit d'entre eux se classent dans le top 20 des plus grands gestionnaires d'actifs

Pour résister à la tempête des passages par pertes-et-profits consécutifs à la crise des *subprime*, au moins six grandes banques d'envergure internationale ont dû faire appel au secours financier de fonds souverains.¹²

Un halo de mystère entoure ces fonds étatiques car ils ne répondent pas aux mêmes normes de gouvernance que les autres gros investisseurs.¹³ Outre l'opacité qu'ils partagent avec les hedge funds et les fonds de private equity, les fonds sont majoritairement localisés dans des pays hors OCDE si bien qu'ils ne sont pas tenus par les lignes directrices sur la gestion d'actifs et comme il ne s'agit pas d'entreprises au sens classique du terme, ils échappent de plus aux lignes directrices de l'OCDE sur les entreprises multinationales et à celle sur la gouvernance d'entreprises publiques. Ils se situent dans une espèce de vide juridique et conceptuel.

Comme ils sont liés au pouvoir politique et que l'on ignore quels sont les facteurs qui président aux décisions de placement, on est finalement en droit de se demander si la crise des *subprime* n'est pas l'occasion pour les élites politiques de ces pays de mettre un pied dans la porte derrière laquelle se trouve un capitalisme à l'occidental affaibli et si tel est le cas, d'utiliser ce nouveau pouvoir à des fins plus géostratégiques...

¹² Il s'agit de Citigroup (fonds souverains de Singapour, Koweït, Arabie Saoudite et Abou Dhabi), Merrill Lynch (Singapour), UBS (Singapour, Moyen-Orient), Barclays (Chine, Singapour), Morgan Stanley (Chine), HSBC (Dubai).

¹³ Le plus grand fonds souverain est celui de la Norvège qui contrairement aux autres, pratique la transparence.