



## Livre Vert sur les services financiers spécialisés

*D'aujourd'hui à après-demain !*

**- Note du 12 novembre 2008 sur la crise des subprimes -**

### DES PRODUITS TOXIQUES AUX PROCEDURES TOXIQUES

#### ▶▶ OBJET DU DOCUMENT

---

La crise des subprimes a fait l'objet de nombreux commentaires et analyses notamment de la part d'économistes sur les plans macro et microéconomiques.

Cette note a pour objectifs de présenter les mécanismes qui ont conduit à cette crise des subprimes à travers une analyse des produits de crédit immobilier et des procédures (octroi, recouvrement, contentieux, saisies immobilières) mis en œuvre aux Etats-Unis. Il s'agit d'en tirer **des premiers enseignements sur un plan nanoéconomique**<sup>1</sup>.

#### ▶▶ SOMMAIRE

---

	Page
Livre Vert sur les services financiers spécialisés	1
Des spécificités propres au contexte étasunien	3
Des facteurs accélérateurs de crise...	5
Quels premiers enseignements au niveau nanoéconomique ?	7
Nous contacter	9

---

<sup>1</sup> Prise en compte des pratiques (distribution, acceptation, gestion, recouvrement, etc.) et du fonctionnement des produits de crédit.

## ▶ SOURCES

---

- *AFP, Alternatives Economiques, La Tribune, Le Monde Les Echos, Problèmes économiques, Sociétal*
- *Articles, blogs, notes et ouvrages d'économistes*
- *Cahiers du Cercle des Economistes*
- *Lettres du CEPII*
- *Ministère du Commerce américain*
- *Rapport du Conseil d'Analyse Economique : La crise des subprimes*
- *Revue d'Economie Financière*
- *Site institutionnel CountryWide: [www.countrywide.com](http://www.countrywide.com)*
- *Site institutionnel de la Réserve Fédérale (Fed) : [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)*

## Des spécificités propres au contexte étasunien

### ►► UN ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE PARTICULIER

---

La crise des subprimes est le résultat d'événements corrélés qui se sont auto-alimentés et amplifiés à un rythme exponentiel sur une échelle de temps très réduite.

Tout d'abord, dès 2001, des indicateurs macro et microéconomiques ont mis à jour un risque imminent de credit crunch aux Etats-Unis, c'est-à-dire un assèchement du crédit sur le marché interbancaire, ainsi qu'à destination des particuliers et des entreprises. Durant ces sept dernières années, le paysage macroéconomique s'est traduit par une forte liquidité. Le rapport entre la masse monétaire au sens strict<sup>2</sup> et le PIB de six pays ou zones monétaires est passé de 20% en 2000, à 26% en 2002, pour atteindre **30% entre 2006-2007**. L'abondance de liquidité sur les marchés a de fait réduit les rendements obligataires et les primes de risques. A titre d'exemple, le rendement des *Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)*<sup>3</sup> à 10 ans a diminué de 62% entre juin 2000 et juin 2007, passant de 3,97% à 2,45%. Dans le même temps, l'exigence de rentabilité toujours plus élevée des actionnaires a conduit au développement fulgurant et, au final non maîtrisé, de l'innovation financière. La rentabilité moyenne des capitaux propres, c'est-à-dire la rentabilité attendue par les actionnaires, dans la Banque de Financement et d'Investissement (BFI) était de **25% en 2006**.

Ensuite, la crise des subprimes trouve réellement son origine dans la « culture » de la dette privée aux Etats-Unis. En effet, **la croissance américaine a été tirée ces dernières années par l'endettement des ménages américains** : pour atteindre une croissance de 4,7% du PIB nominal, il fallait en 2003 une croissance de l'endettement des ménages américains de 11,5% en 2003<sup>4</sup>. La dette hypothécaire résidentielle américaine atteignait 71% du PIB en 2004, contre 24,7% pour la France.

---

<sup>2</sup> L'agrégat de masse monétaire au sens strict, appelé M1, est composé des pièces et des billets en circulation, et des dépôts à vue.

<sup>3</sup> Les TIPS sont des obligations émises par le Trésor américain. Leur maturité est comprise entre 2 et 20 ans.

<sup>4</sup> Analyses Hugau Gestion.

## ▶ **DES PRODUITS DE CREDIT TOXIQUES AUX PROCEDURES D'OCTROI PEU RIGOREUSES**

---

A cela s'ajoute l'octroi de **produits de crédit toxiques**<sup>5</sup> à une population d'emprunteurs peu solvable. Il s'agissait de **prêts dont les taux étaient variables et non capés**<sup>6</sup> (leur part est passée de 1% à 13% entre 2001 et 2006), de **prêts hybrides** à taux fixe pendant 3 ans et variable ensuite, ou encore de « **prêts ballons** » pour lesquels les échéances des 2 aux 5 premières années correspondaient uniquement aux intérêts. Les mensualités de ces prêts, appelés aussi **IO (Interest Only)**, étaient complètement défiscalisées les premières années, ce qui les rendait d'autant plus inférieures aux échéances d'un prêt classique, et donc très attractifs.

Le produit phare des établissements de crédit était le **Home Equity Line Of Credit, ou HELOC**, permettant à l'emprunteur de consolider, au sein d'un même prêt hypothécaire dont la valeur de garantie était revalorisée en fonction des fluctuations des prix de l'immobilier, toutes ses dettes (prêts à consommation, prêts automobile, cartes de crédit, etc.). L'argument de vente des crédits HELOC était la facilité d'utilisation et de mise à disposition d'argent, tout en limitant le coût total du crédit pour l'emprunteur. Le taux d'intérêt appliqué était plus faible qu'un découvert sur une carte de crédit. Une déduction fiscale était appliquée, ce qui réduisait les mensualités à payer par les emprunteurs. Cependant, ces prêts étaient à durée fixe (25 ou 30 ans), et le remboursement du capital n'intervenait qu'à partir de la 5<sup>ème</sup> année. Ceci conduisait inévitablement à la **hausse des mensualités** pour les emprunteurs, même en cas de stabilité des taux d'intérêt de la Fed. De plus, la prime de risque pouvait atteindre 6,5% en fonction du risque de l'emprunteur. Cette prime de risque s'ajoutait aux taux « primes », appliqués aux emprunteurs les plus solvables, révisables mensuellement.

Enfin, les procédures d'octroi de ces produits toxiques annonçaient déjà un risque de crise à terme. **Les crédits sont octroyés sur la base de la valeur du gage (actif immobilier), et, donc, soumis à des variations de prix, et non sur la capacité de remboursement de l'emprunteur.** Les établissements de crédit n'exigeaient pas toujours de bulletin de salaire et le nombre de crédits en cours des emprunteurs n'avait pas d'incidence sur la décision d'octroi. Les populations « refusées » début 2000 s'étaient vues octroyées des prêts dans ces conditions.

Tous les ingrédients étaient réunis pour qu'en cas de retournement de marché les emprunteurs subprimes soient (encore moins) solvables.

Notons, toutefois, la mise en place de nouvelles règles en matière de crédit immobilier via la Regulation Z du 14 juillet dernier, et que des établissements tels que Citigroup ont récemment assoupli les conditions de prêts hypothécaires.

---

<sup>5</sup> Produits de crédit à risques.

<sup>6</sup> Le taux d'intérêt de ces produits n'était pas limité à la hausse.

## Des facteurs accélérateurs de crise...

### ►► L'ESSOR DES CREDITS SUBPRIMES AUX ETATS-UNIS...

C'est ainsi qu'entre 2001 et 2007, les Etats-Unis ont connu une très forte accélération des crédits subprimes avec des montants multipliés par 11, passant de **94 à 1 000 milliards de dollars** ! Dans leur recherche de profit, les banques, ont été encouragées par le *Community Reinvestment Act* selon lequel un établissement peut obtenir de l'Etat la garantie de ses dépôts, en contrepartie de prêts accordés à des ménages aux revenus modestes, sans pour autant tenir compte du risque de défaut des emprunteurs, le risque pris par les banques étant dilué par la titrisation de créances.

Par ailleurs, l'abrogation du Glass-Steagall Act en novembre 1999 par le Gram-Leach-Bliley Act a permis aux holdings financiers d'avoir des activités de banques commerciales, de banques d'investissement, de courtiers en titres et d'assureurs... facilitant ainsi la contagion des crises d'une activité à l'ensemble du secteur bancaire américain.

Graphique N°1 : Les facteurs d'avant- crises



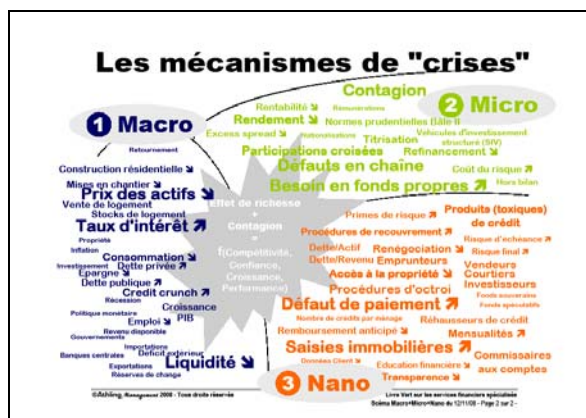
►► ... PERMIS PAR LA TITRISATION DE CREANCES

De nombreux produits financiers complexes de titrisation ont donc vu le jour. Les *Asset Backed Securities (ABS)*, *Credit Default Swap (CDS)*, *Mortgage Backed Securities (MBS)*, *Collateralized Debt Obligations (CDO)*, et autres produits dont la rémunération est garantie par le remboursement des créances sur lesquelles ils sont adossés. Ces produits constituent des véhicules de titrisation de créances qui, dans le cas des crédits subprimes, ont permis aux banques prêteuses de se dégager du risque pris en le disséminant entre institutions financières et investisseurs de tous pays. La technique de titrisation s'est développée aux Etats-Unis dans les années 1960 afin de **sécuriser les créances immobilières**. En 2007, l'encours des MBS et des ABS obligataires a atteint **10 000 milliards de dollars aux Etats-Unis, soit une hausse de 400% en dix ans**.

►► L'ELEMENT DECLENCHEUR D'UNE CRISE ANNONCEE

Le déclenchement de la crise s'est trouvé dans la hausse des taux d'intérêt de la Fed, passant de 1% à 5,25% entre 2004 et 2006, et dans la baisse des prix de l'immobilier dans certaines régions des Etats-Unis. Les emprunteurs ont dû faire face à des mensualités de plus en plus élevées, tout en ayant un effet de richesse négatif dû à la perte de valeur de leurs biens immobiliers. Les prix de l'immobilier américain a baissé de 6,1% en octobre 2008 par rapport à octobre 2007 pour les 20 premières agglomérations des Etats-Unis. Les mises en chantier de logements ont baissé de 6,1% entre août et septembre 2008, atteignant leur plus bas niveau depuis janvier 1991. De même, les permis de construire ont baissé de 8,3% en septembre, et atteignent leur plus bas niveau depuis novembre 1981. Le taux de défaut des crédits subprimes est passé de **10,8% en 2004 à 15,4% en 2007, puis à 17,3% en 2008**. Le prix des biens immobiliers sont donc devenus inférieurs aux crédits qu'ils garantissent, entraînant de ce fait une perte sèche pour les banques détentrices des créances immobilières.

Graphique N°2 : Les facteurs déterminants dans la crise financière



## Quels premiers enseignements au niveau nanoéconomique ?

Sans revenir sur les propositions déjà formulées au niveau macro ou microéconomique sur la régulation, les agences de notation, les normes comptables ou les rémunérations dans le secteur bancaire et financier, il est intéressant d'interpeller le législateur ou les gouvernements sur la conception même des produits de crédit immobilier, sujet technique qui à notre sens ne fait l'objet de débats qu'à de très rares exceptions :

- Quelle formule privilégiée (fixe, variable, in fine, renouvelable hypothécaire) pour quel type de clientèle ? Faut-il un code de bonne conduite dans ce cadre ? Légiférer ?
- Quel facteur mettre en avant à l'octroi ? La valeur de la garantie ? La capacité de remboursement de l'emprunteur ? Les deux ?
- Quelle garantie mettre en avant ? L'hypothèque ? La caution ?
- Quel est le rôle du « vendeur » ? Ses responsabilités ? Qui exerce le devoir de conseil ? Et plus globalement, qui est responsable de quoi sur l'intégralité de la chaîne crédit (de l'octroi jusqu'à l'extinction de la dette quel que soit le motif) ?
- Comment mettre en avant un crédit responsable ?
- Quel serait le rôle de l'Etat sur le crédit immobilier ? Faut-il qu'il soit plus « présent » sur les crédits aidés ?
- Faut-il une homologation des produits de crédit immobilier par une entité externe et neutre ? Faut-il fixer les conditions de simulation des produits de crédit immobilier avant leur mise en marché ?
- Faut-il définir des règles en matière de portage du risque ? En matière de maintien des créances dans les bilans des prêteurs ?
- Compte tenu de la proximité entre crédit à la consommation et crédit immobilier, quels seront les impacts de la transposition de la directive européenne sur le crédit aux consommateurs ?

- Quelles peuvent être les conséquences de ces crises sur les travaux européens en matière de crédit hypothécaire ?
- etc.

Autant de questions que nous abordons dans nos travaux d'élaboration du Livre Vert sur les services financiers spécialisés.

## Nous contacter

### ▶▶ **ATHLING MANAGEMENT EN QUELQUES MOTS**

---

Cabinet de conseil en stratégie et management, **Athling/Management** intervient sur le secteur bancaire et, plus particulièrement, **auprès de spécialisés des services financiers**. Nos consultants réalisent des missions de conseil de direction générale ou opérationnelles en immersion complète au sein des équipes des directions pour lesquelles nous travaillons.

### ▶▶ **VOTRE CONTACT CHEZ Athling/Management**

---

**Pierre Blanc, Associé | Cathy Borges**

Tél. : **+33 (0) 1 41 12 08 80**

Fax : **+33 (0) 1 47 71 00 76**

Mobile : **+33 (0) 6 14 68 75 79**

E-mail : **pblanc@athling.com**

Internet : **www.athling.com** | Blog : **www.bathlingfinance.com**

Adresse : **132 Bureaux de la Colline, Saint-Cloud Cedex (92 213)**