

La crise des subprimes

Henri Houben

Université marxiste d'été

20 août 2008

La crise des subprimes

- 1. Qu'est-ce qu'un subprime?**
- 2. Le mécanisme de la crise**
- 3. La gravité de la crise**
- 4. Conclusions**

La crise des subprimes

- 1. Qu'est-ce qu'un subprime?**
- 2. Le mécanisme de la crise**
- 3. La gravité de la crise**
- 4. Conclusions**

Qu'est-ce qu'un subprime?

C'est un crédit à un acteur, particulier ou entreprise, à la solvabilité faible, et donc un risque de non-remboursement élevé.

Le « subprime rate » se définit par rapport au « prime rate ».

Prime rate = **taux d'intérêt de base**

Subprime rate = **taux d'intérêt plus élevé.**

Qu'est-ce qu'un subprime?

Ce sont les banques « privées » qui créent la monnaie en accordant des crédits. Seulement, tout crédit doit avoir une contrepartie.

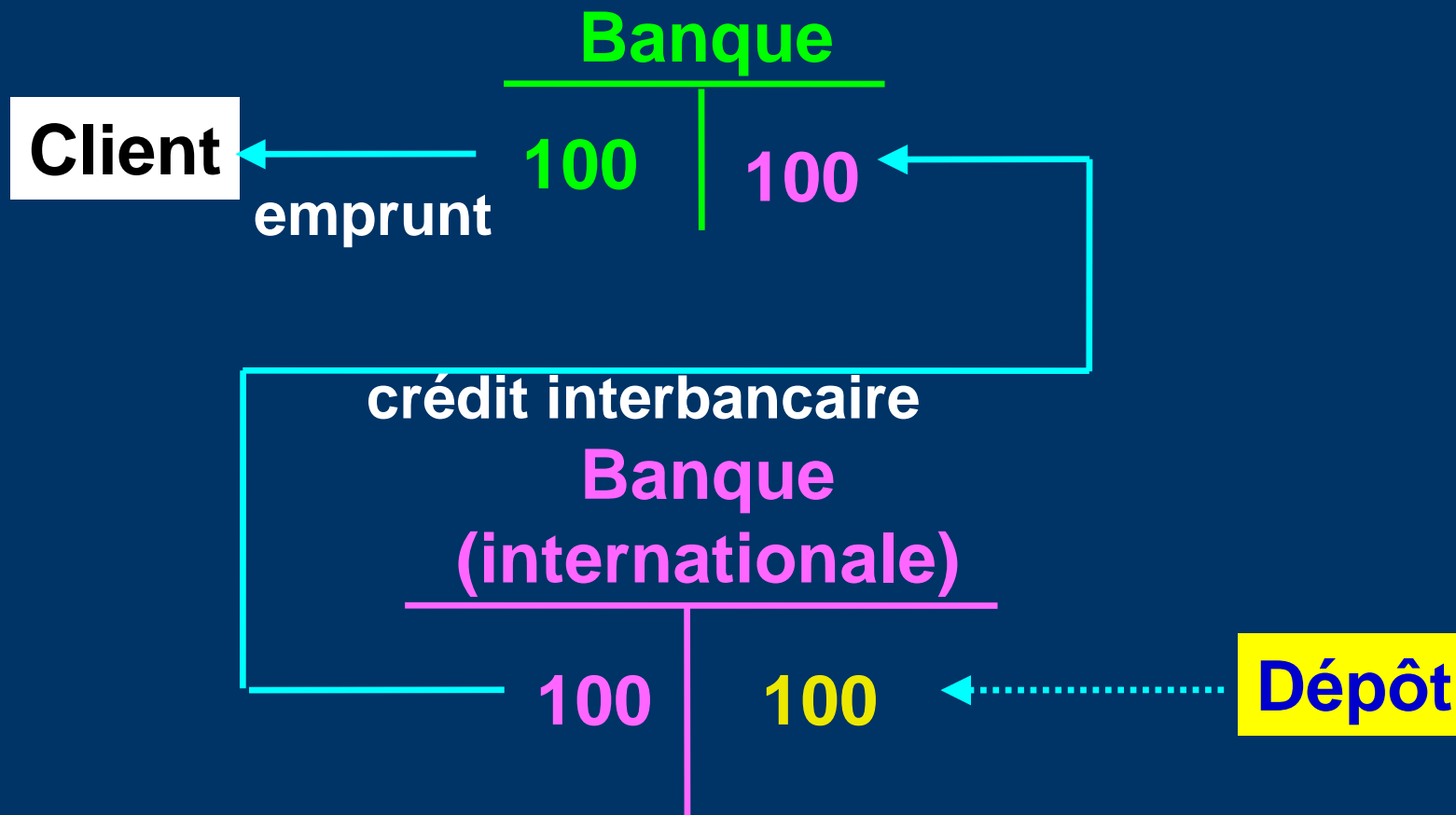
Aux Etats-Unis,

- 7% de la monnaie circulent sous la forme de pièces et billets;
- 93% de la monnaie sont des comptes ou crédits.

Qu'est-ce qu'un subprime?

- Certaines banques ont des liquidités, d'autres des besoins. Ces dernières s'approvisionnent en argent sur le marché interbancaire;
- Le plus grand marché est celui de Londres. Son taux d'intérêt est le LIBOR: London Interbank Offered Rate (soit le taux offert sur le marché interbancaire de Londres);
- Le LIBOR est le taux d'intérêt de référence.

Qu'est-ce qu'un subprime?



Qu'est-ce qu'un subprime?

Les prêts accordés par la banque aux autres acteurs (Etat, ménages, firmes) sont rémunérés e.f.d. LIBOR + une marge

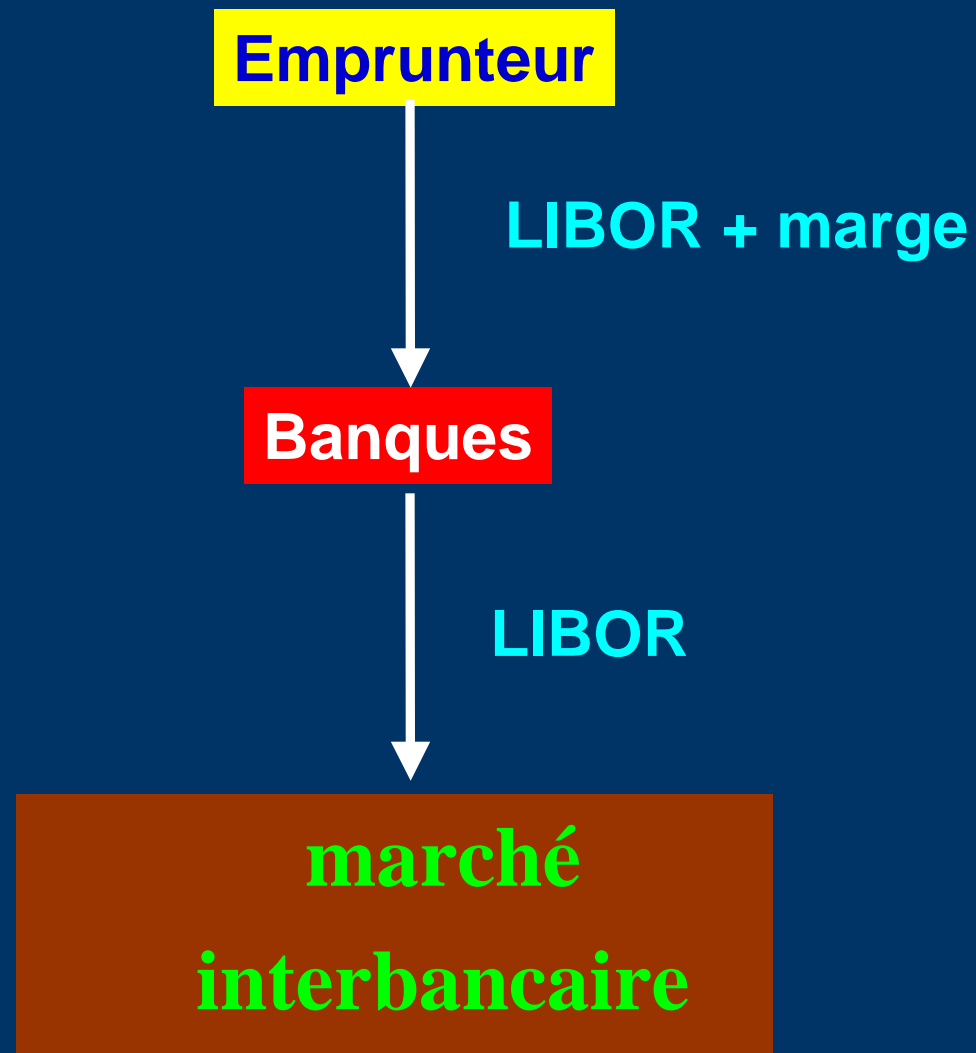
Dès lors:

- Prime rate: LIBOR + marge faible
- Subprime: LIBOR + marge élevée

La marge est fonction

- du risque de non-remboursement;
- du profit que la banque recherche.

Qu'est-ce qu'un subprime?



Qu'est-ce qu'un subprime?

En cas de nécessité, les banques peuvent faire appel à la banque centrale.

La banque centrale est le prêteur « en dernier ressort », qui fournit les liquidités en dernier recours.

Le taux d'intérêt pratiqué détermine en dernière instance les autres taux.

La crise des subprimes

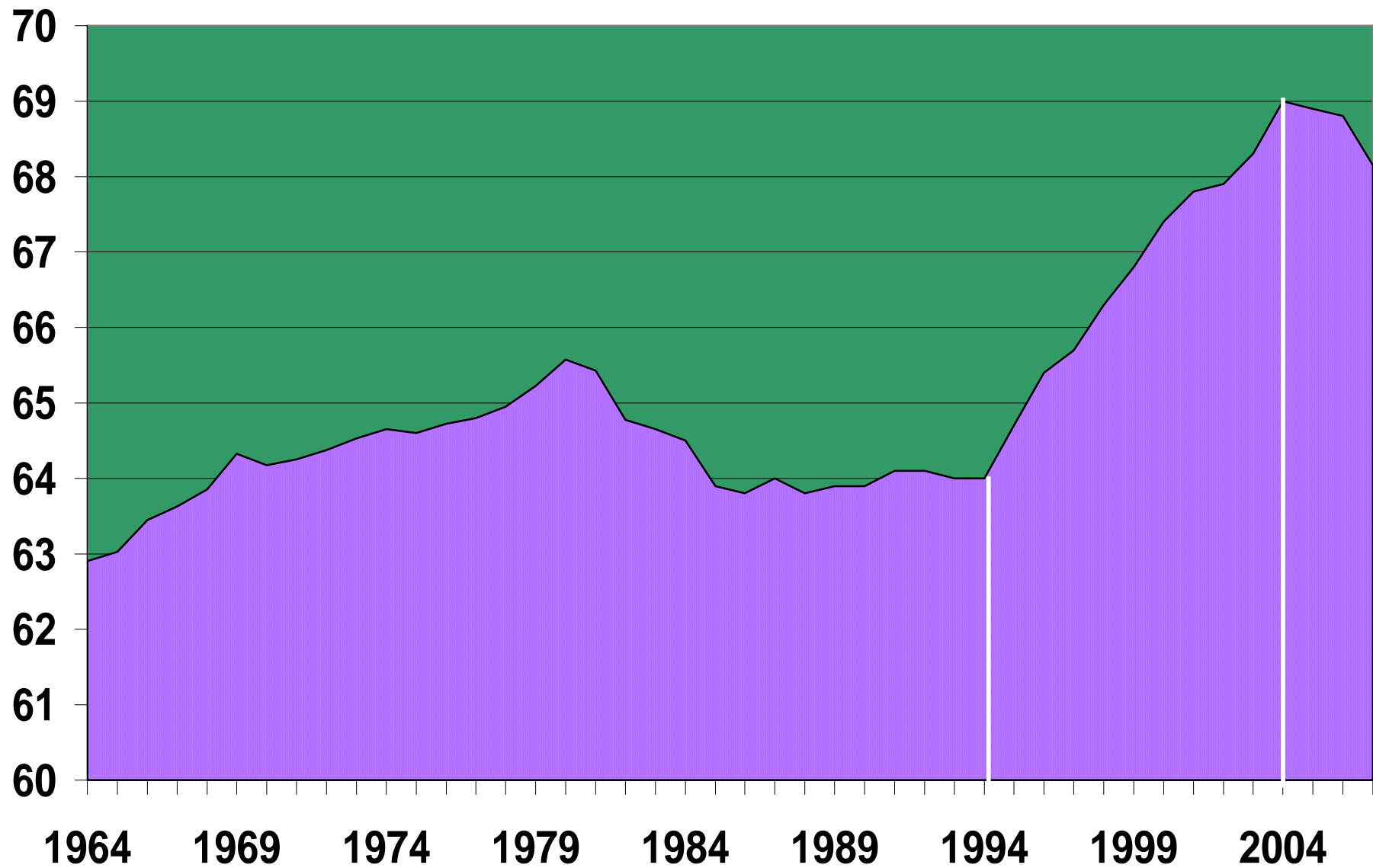
1. Qu'est-ce qu'un subprime?
- 2. Le mécanisme de la crise**
3. La gravité de la crise
4. Conclusions

Le mécanisme de la crise

Depuis 1980, deux politiques aux États-Unis:

- la volonté de faire de chacun un propriétaire de son logement;
- la déréglementation financière.

Evolution du taux de propriété aux Etats-Unis (en %)



Source: US Census Bureau.

Le mécanisme de la crise

En 2001, la crise boursière et financière entraîne:

- le maintien du taux directeur de la Federal Reserve (FED) à 1% de décembre 2002 à mai 2004 (18 mois);
- le développement de nouveaux produits financiers;
- l'offre de crédits immobiliers aux moins fortunés: les NINJA (No Incomes, No Jobs, no Assets, soit pas de revenu, pas d'emploi, pas de patrimoine)

Le mécanisme de la crise

- Cet offre vient des courtiers, liés aux banques régionales immobilières, qui démarchent les clients et gagnent ainsi une commission sur chaque opération, peu importe si les clients ne peuvent payer.
- Les banques régionales immobilières ne gardent pas les prêts, mais les cèdent surtout à des banques d'investissement.

Le mécanisme de la crise

Aux Etats-Unis, deux sortes de banque:

- **banques commerciales:**

prêts, emprunts, dépôts; mais pas de participation. Exemple: Citibank, Bank of America, Chase Manhattan, Morgan...

- **banques d'investissement:** gestion de fortunes, participations, affaires boursières. Exemple: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns...

A partir de 1999 cette distinction est effacée.

Le mécanisme de la crise

Les banques d'investissement **titrisent ces prêts**: elles les transforment en titre pour pouvoir les vendre sur les marchés financiers.

En fait,

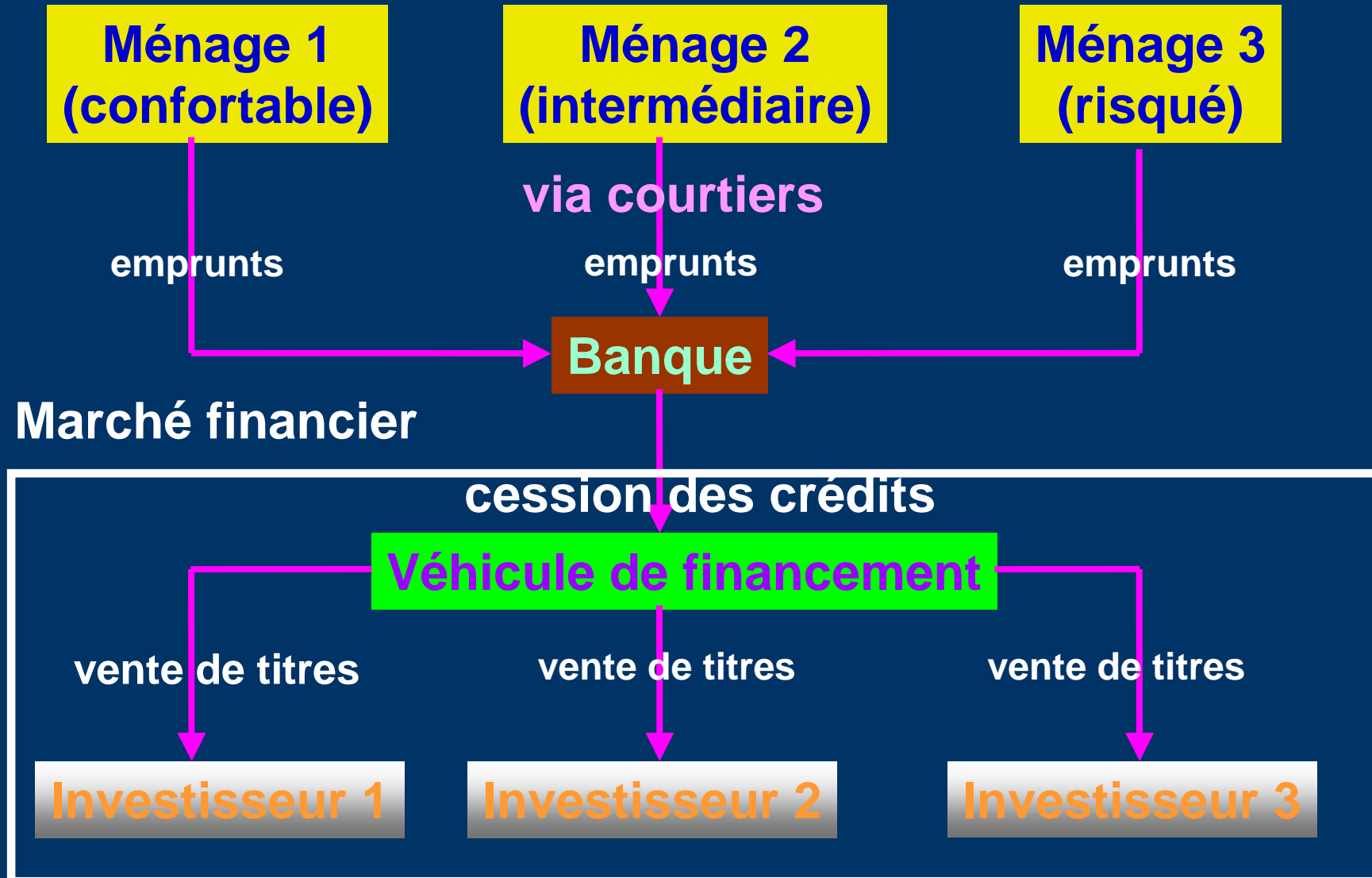
- Les banques agglomèrent des crédits qu'elles cèdent à des filiales, appelées **Véhicules de Financement Particulier** (SPV en anglais) ou **Conduits**;
- ceux-ci (SPV) créent des titres qu'elles mettent sur le marché financier;
- qui sont achetés par d'autres SPV, banques, assurances, fonds, ...

Le mécanisme de la crise

L'opération se complète par une « amélioration de crédit »:

- les banques cèdent des prêts globalement plus « risqués » aux SPV, avec des taux d'intérêts plus faibles (LIBOR + marge faible);
- des firmes comme les «monolines» assurent le remboursement si défaut;
- ces titres appelés ABS ou MBS (asset ou mortgage backed securities), sont des titres adossés à un actif ou à une hypothèque.

Le mécanisme de la crise



Le mécanisme de la crise



risque faible	LIBOR + 0,5%
risque moyen	LIBOR + 1,5%
risque élevé	LIBOR + 2,5%

Le mécanisme de la crise

Avantage pour la banque:

- pas de crédit comptabilisé dans le bilan (elles se retrouvent dans la comptabilité du SPV);
donc la banque peut multiplier les crédits;
- gain d'une commission (différence d'intérêts);
- possibilité de cession du risque.

Le mécanisme de la crise

Evolution des prêts hypothécaires et crédits subprimes aux Etats-Unis de 2001 à 2006 (en milliards US\$)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hypothèques	2.215	2.885	3.945	2.920	3.120	2.980
Subprimes	190	231	335	540	625	600
MBS	95	121	202	401	507	483
Sub/Hypo (%)	8,58	8,01	8,49	18,49	20,03	20,13
MBS/Sub (%)	50,00	52,38	60,30	74,26	81,12	80,50

Source: Inside Mortgage Finance (2007)

Le mécanisme de la crise

Les ingénieurs financiers trouvent des montages toujours plus sophistiqués.

- Les titres sont achetés par un autre SPV qui va titriser à nouveau.
- Le prêt hypothécaire se perd dans une série de titres dépendant les uns des autres.

Au final, on ne sait plus qui porte quel risque. Mais les titres sont rémunérés dans l'ordre inverse du risque: le moins risqué d'abord.

Ainsi, croit-on, pas de danger!

Le mécanisme de la crise

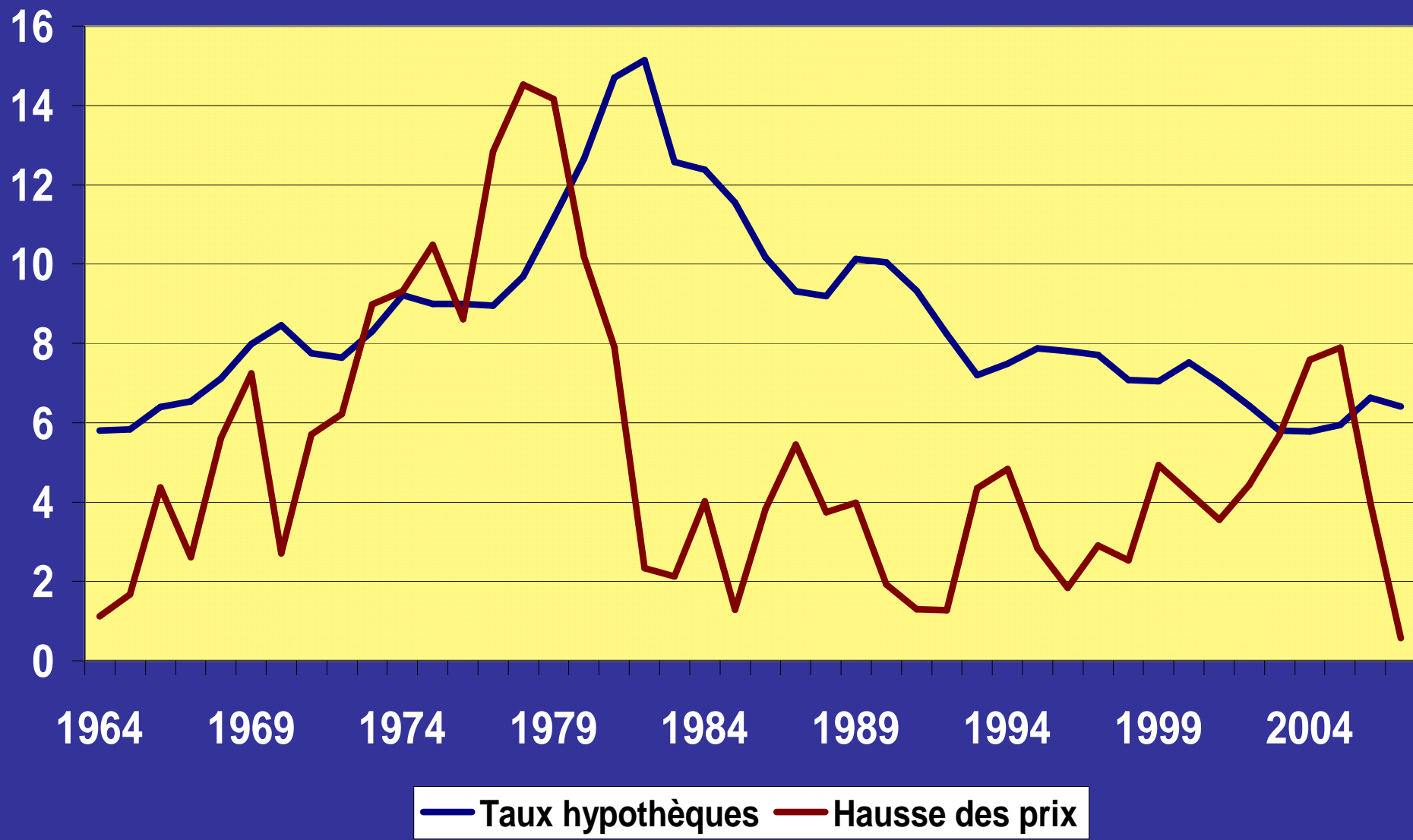
Pas de problème tant que les taux sont bas et que les prix de l'immobilier grimpent.

Le crédit classique devient le 2/28:

- emprunt à 30 ans;
- 2 années à taux fixe bas;
- 28 années à taux variables (sur base du LIBOR).

Cela engendre la spéculation: on achète en s'endettant et on se paie grâce aux hausses des prix.

Evolution de la hausse des prix du logement comparée au taux hypothécaire pratiqué (en %)



Source: US Census Bureau.

Le mécanisme de la crise

Comme les prix stagnent à partir de 2006.

- * Les taux d'intérêt (re)montent;
- * Les ménages en difficultés ne peuvent plus payer;
- * Les conduits (SPV) ont des problèmes;

Les banques sont affectées (capital, dettes, garanties).

Le mécanisme de la crise

Les banques affectées sont mal prises:

- elles possèdent les conduits ou SPV;
- elles interviennent sur les marchés financiers pour acheter des titres ABS ou MBS;
- elles ont souvent offert des garanties sur les titres des SPV qu'elles contrôlent; donc si le SPV coule, la banque le remplace;
- elles sont liées entre elles par les crédits interbancaires...

Le mécanisme de la crise

Les banques n'ont plus confiance entre elles:

- On ne sait plus qui porte les risques.
- Une banque peut cacher une insolvabilité et tomber subitement en faillite.
- Le marché interbancaire ne fonctionne plus.
- Celui des produits dérivés non plus.
- Injection de liquidités des banques centrales.
- Inquiétudes sur les Bourses. Chutes périodiques.

La crise des subprimes

1. Qu'est-ce qu'un subprime?
2. Le mécanisme de la crise
- 3. La gravité de la crise**
4. Conclusions

La gravité de la crise

C'est la plus grande crise depuis 1929.

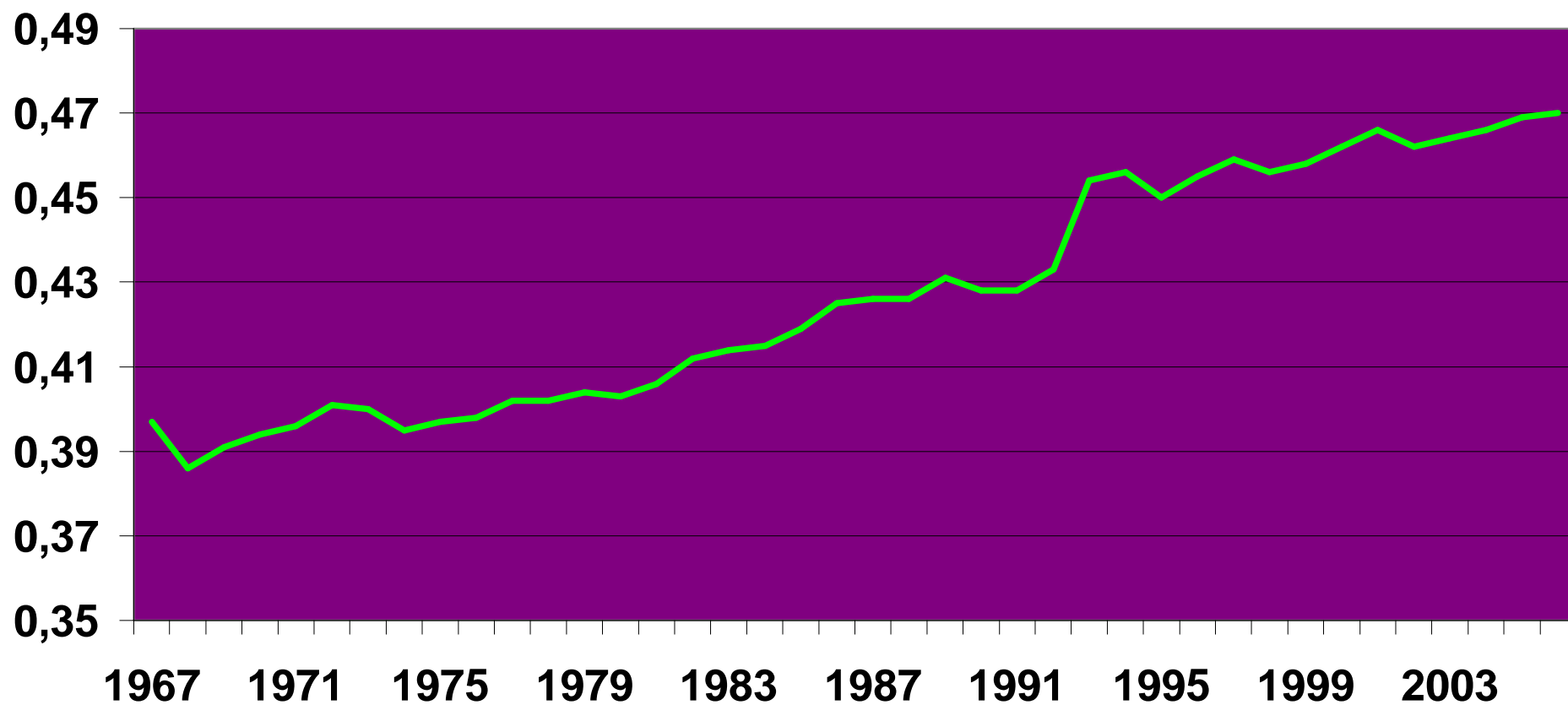
La crise vient se greffer sur une série de déséquilibres aux Etats-Unis (et dans le monde).

Comment un petit secteur (le subprime) a-t-il pu créer une telle catastrophe?

La gravité de la crise

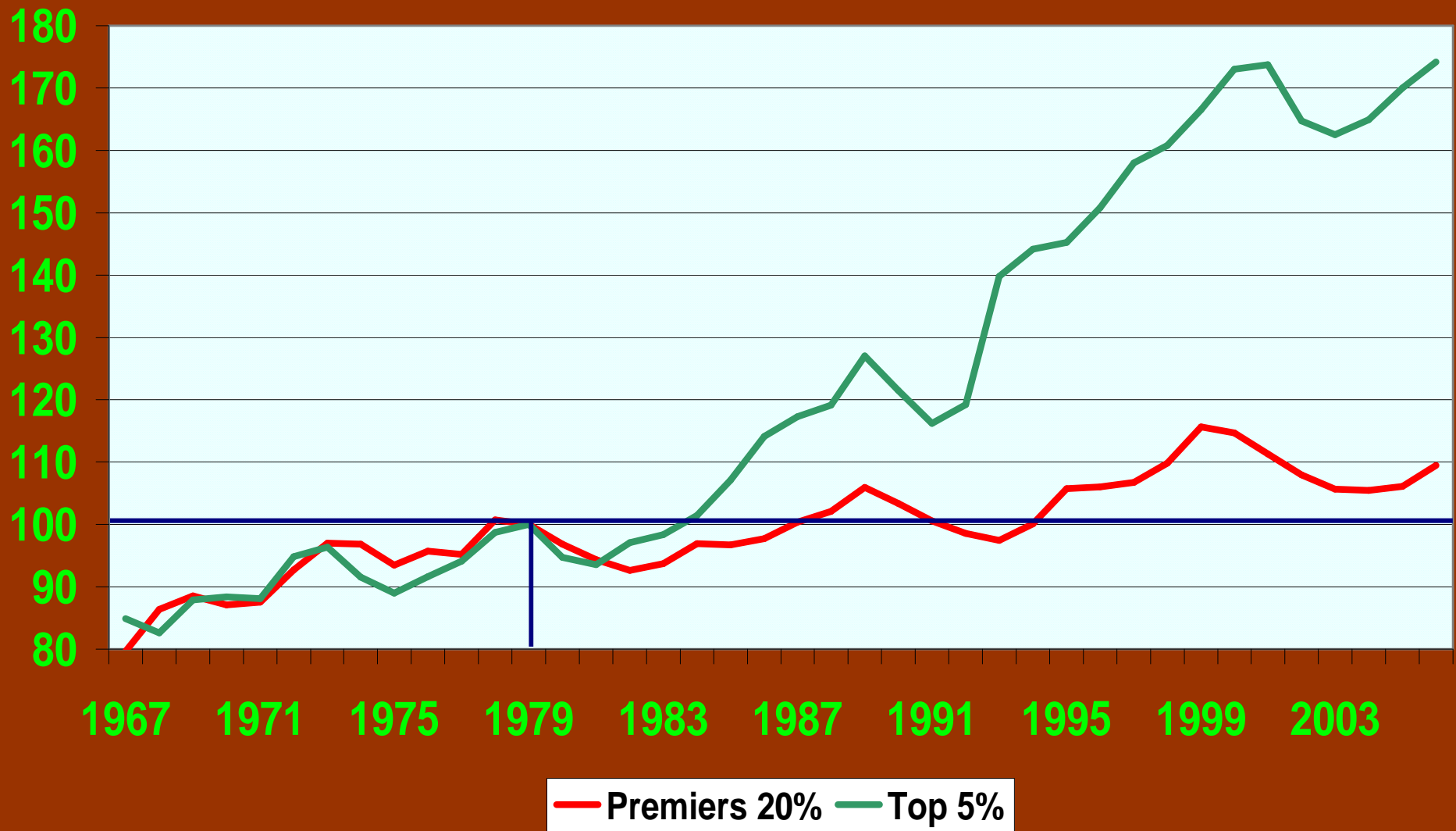
1. Une inégalité croissante

Evolution du coefficient Gini (inégalités de revenus)
aux Etats-Unis de 1967 à 2006



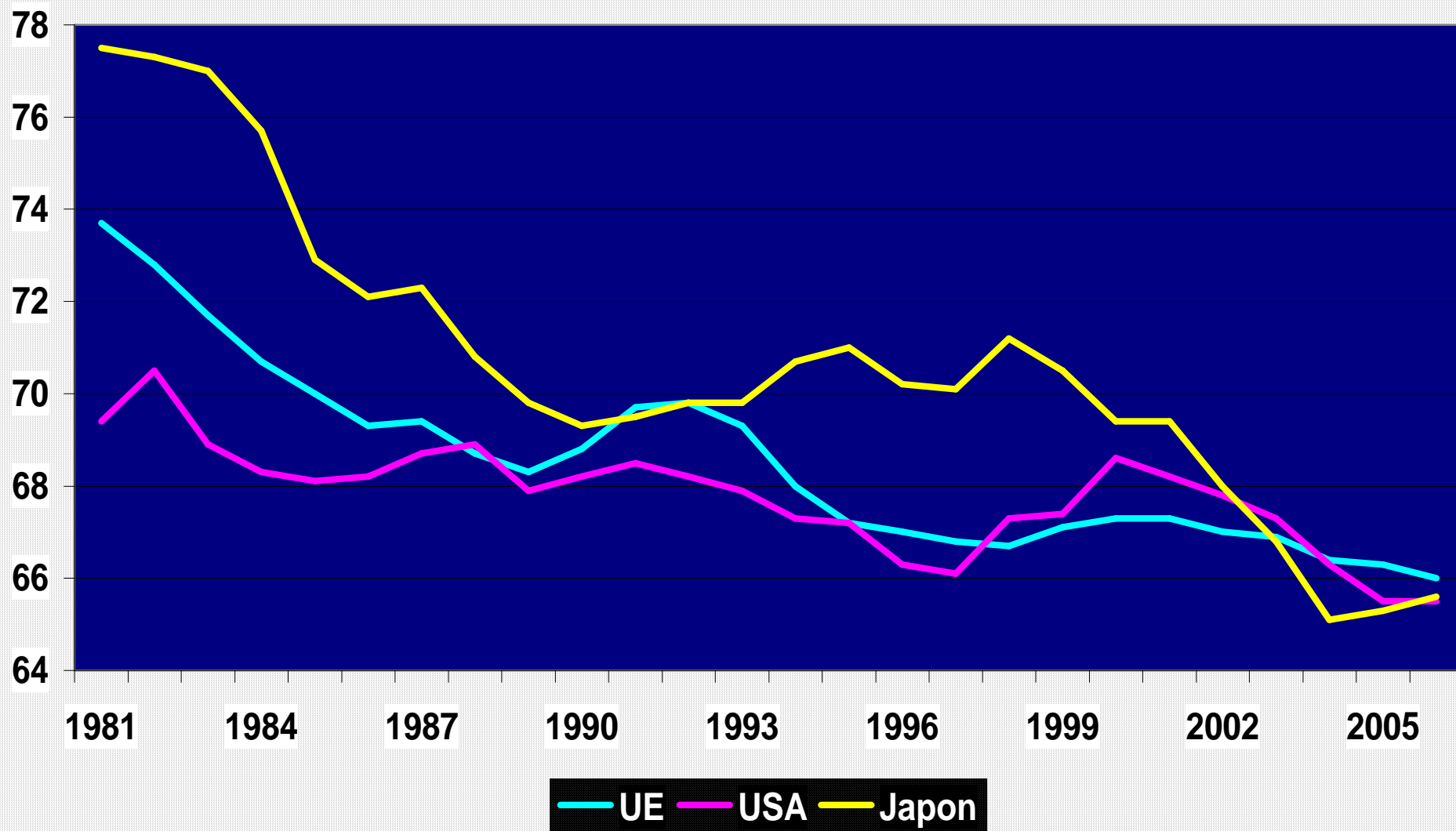
0 = égalité parfaite et 1 = une personne dispose de tous les revenus

Evolution des revenus réels des 20% les moins riches comparés
aux 5% les plus aisés aux Etats-Unis (1979=100)



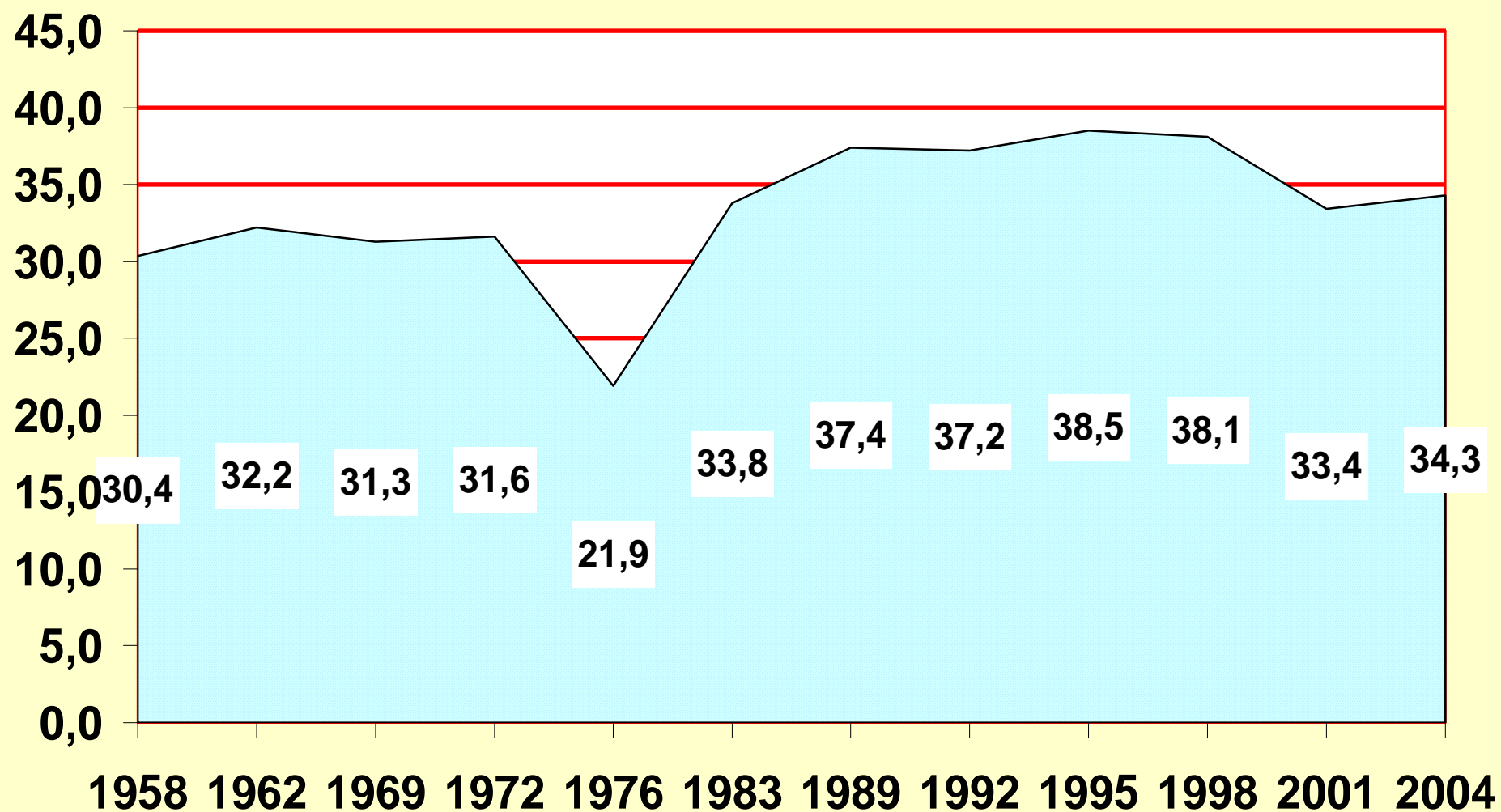
Source: Calculs à partir d'Emmanuel Saëz et Thomas Piketty.

Evolution de la part des salaires dans le PIB de l'Union européenne (à 15), des Etats-Unis et du Japon 1981-2006 (en %)



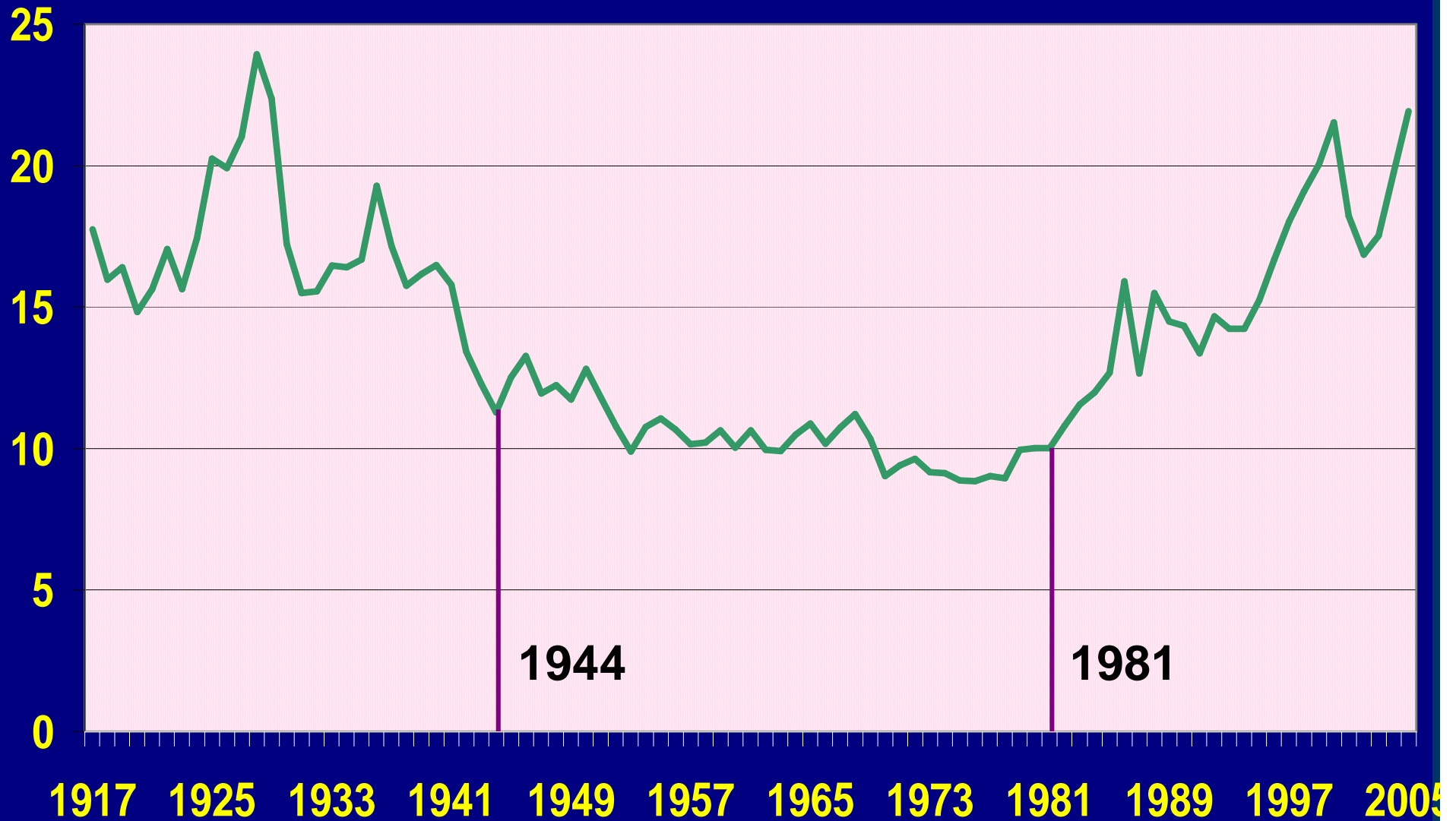
Source: European Economy, Statistical Annex et AMECO.

Part du pour-cent le plus riche dans le patrimoine des Etats-Unis (en %)



Source: Calculs à partir d'Edward Wolff.

Evolution de la part du pour-cent le plus riche dans le total des revenus américains (y compris gains de capital) 1917-2005 (en %)

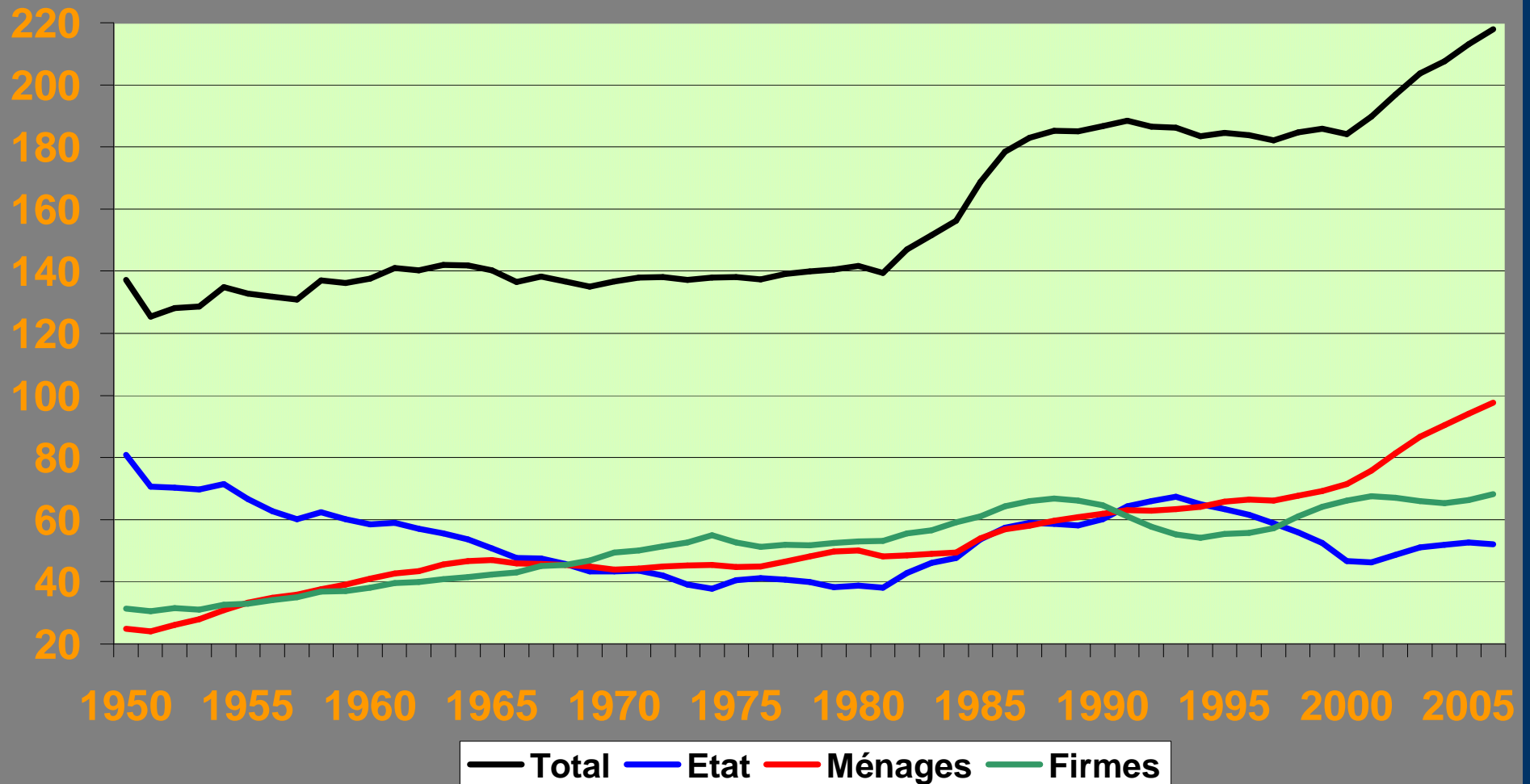


Source: Calculs à partir d'Emmanuel Saëz et Thomas Piketty.

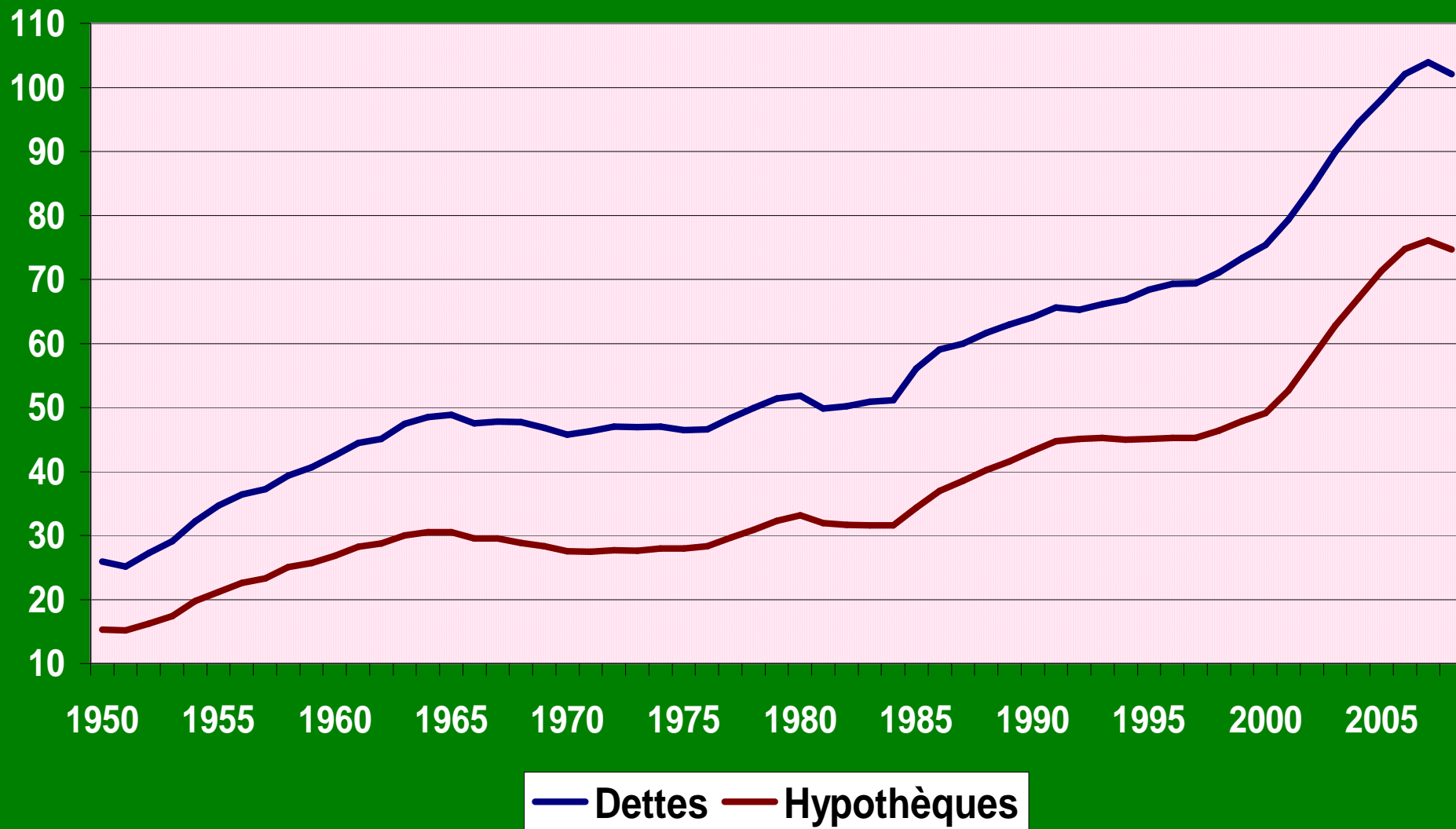
La gravité de la crise

2. Un endettement massif

Evolution de la dette américaine rapportée au PIB américain 1950-2006 (en %)



Evolution du rapport Dettes des ménages/PIB
aux Etats-Unis de 1950 à 2006 (en %)

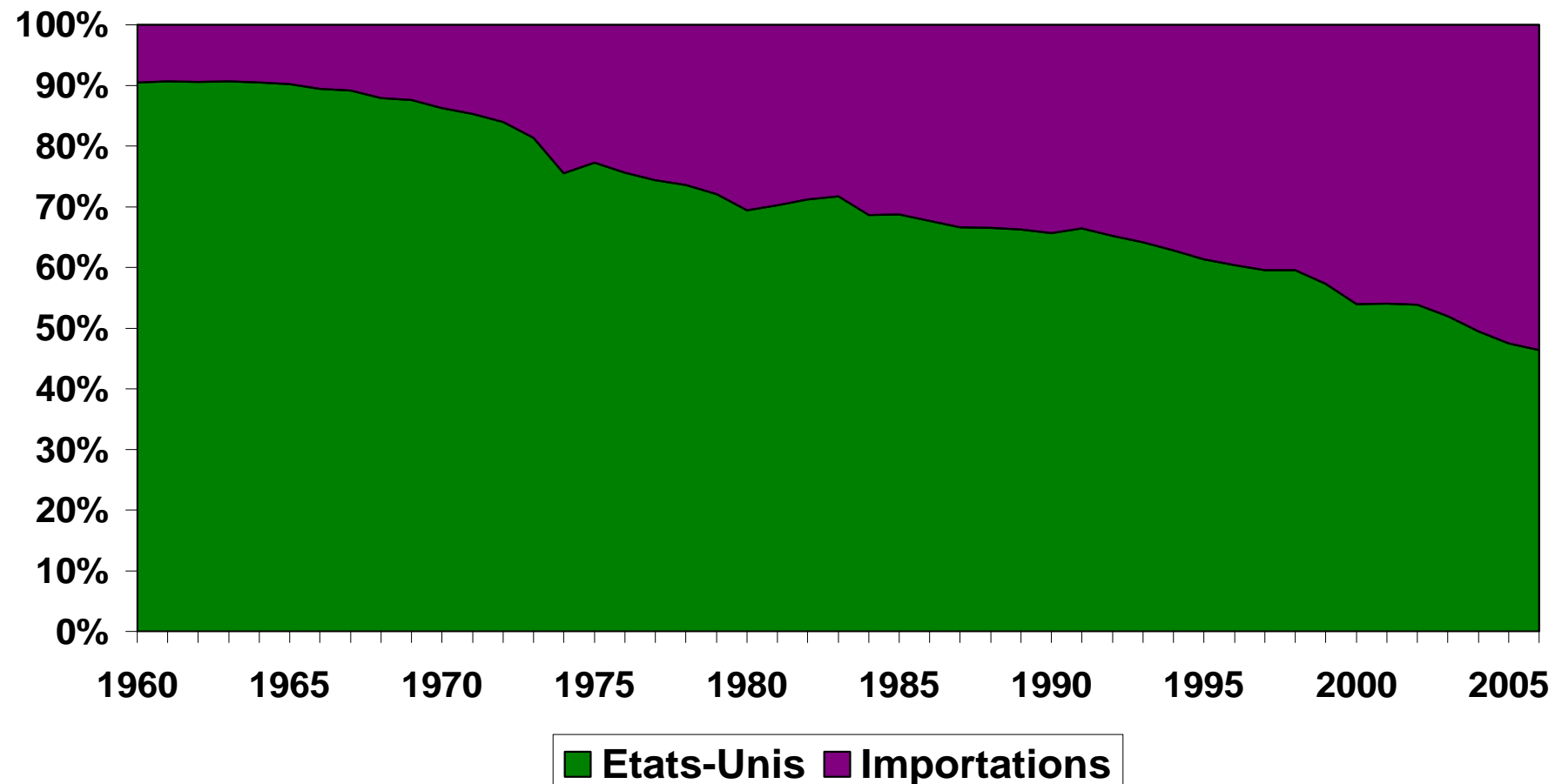


Source: Calculs à partir de FED, Flow of Funds Account of the US.

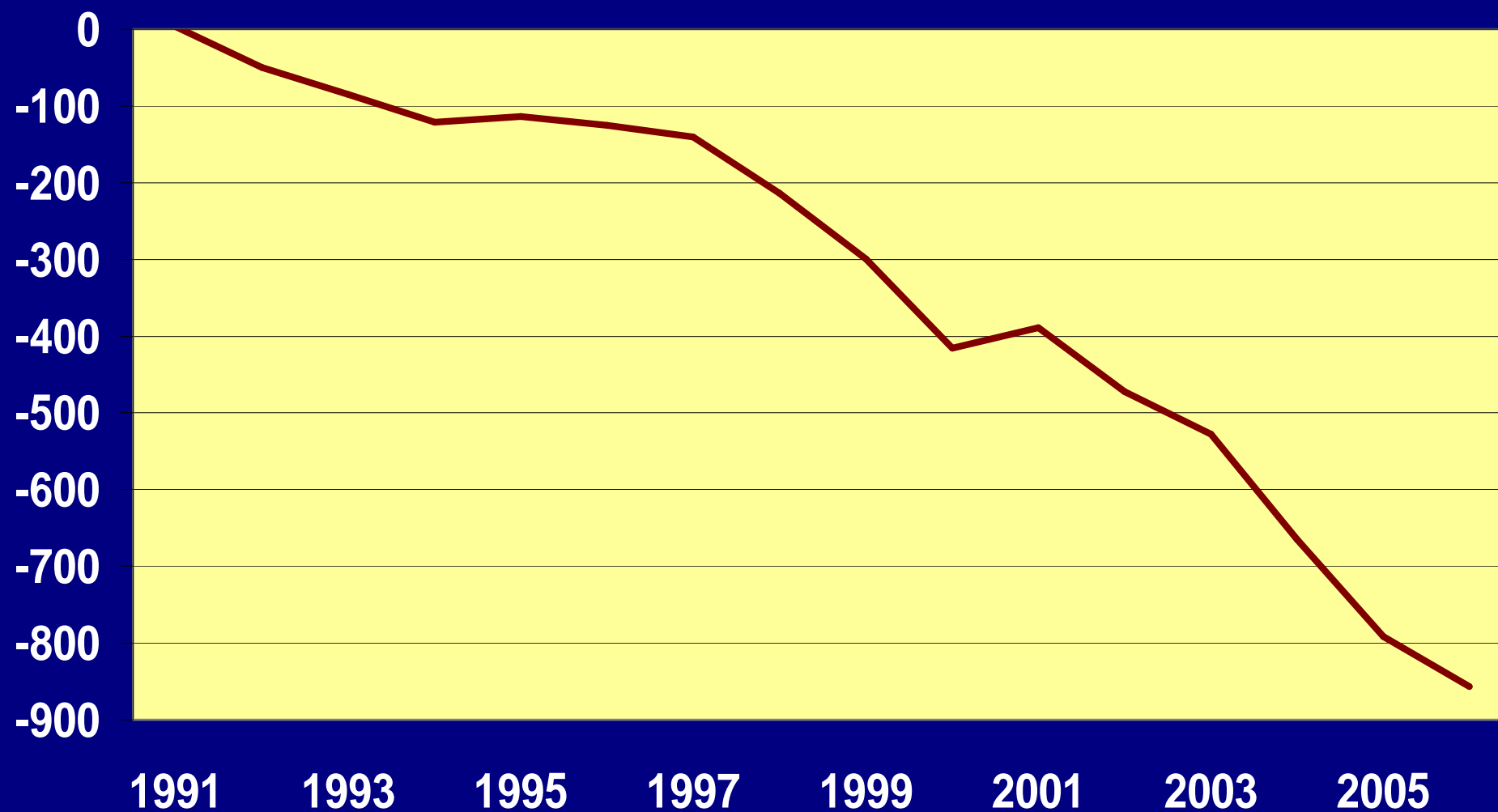
La gravité de la crise

3. Importations massives et déficit extérieur

Répartition de la structure productive des Etats-Unis entre production manufacturière domestique et importations (en %)

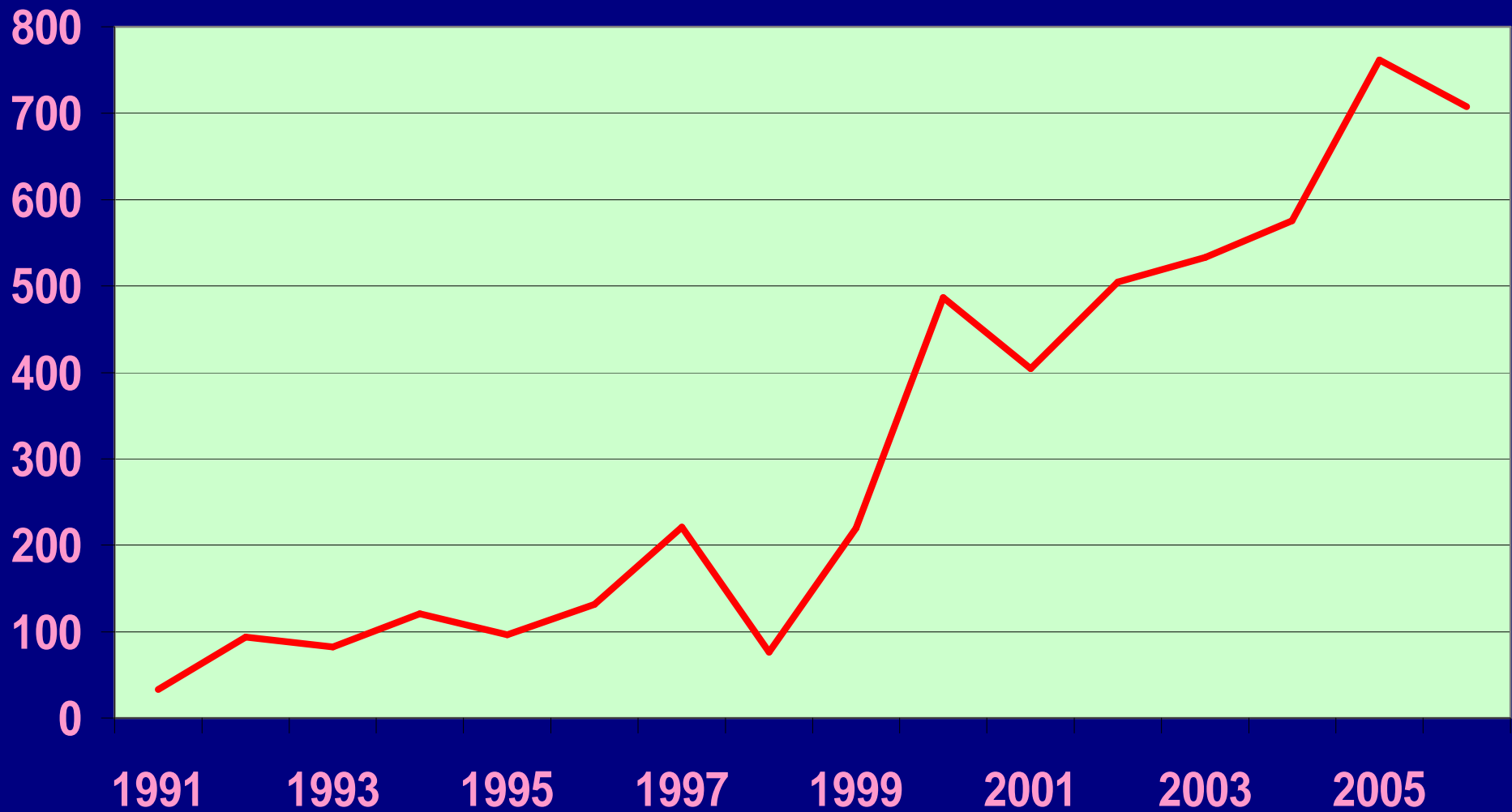


Evolution de la balance courante des Etats-Unis 1991-2006 (en milliards de dollars)



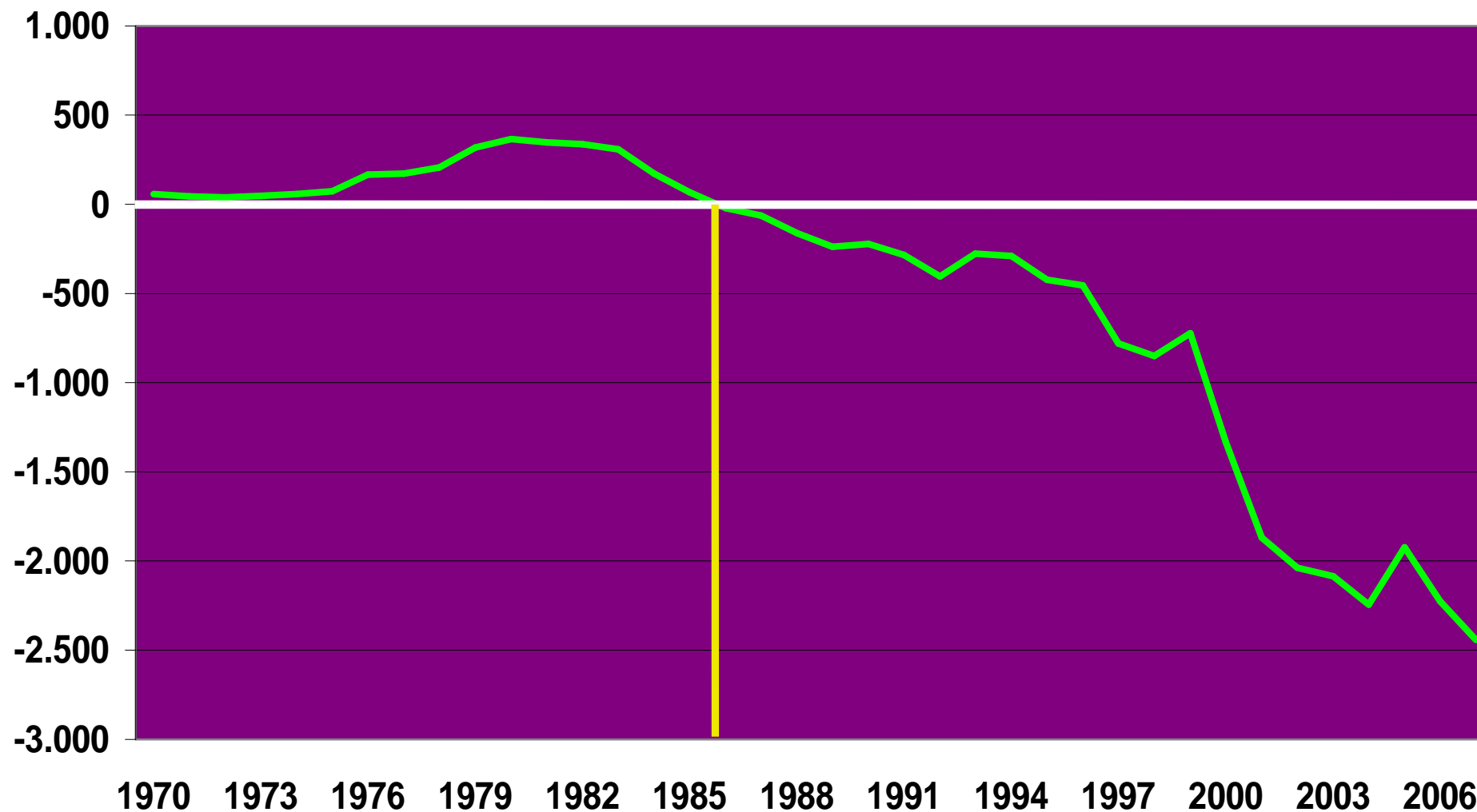
Source: BEA.

Evolution de la balance en capital des Etats-Unis 1991-2006
(en milliards de dollars)



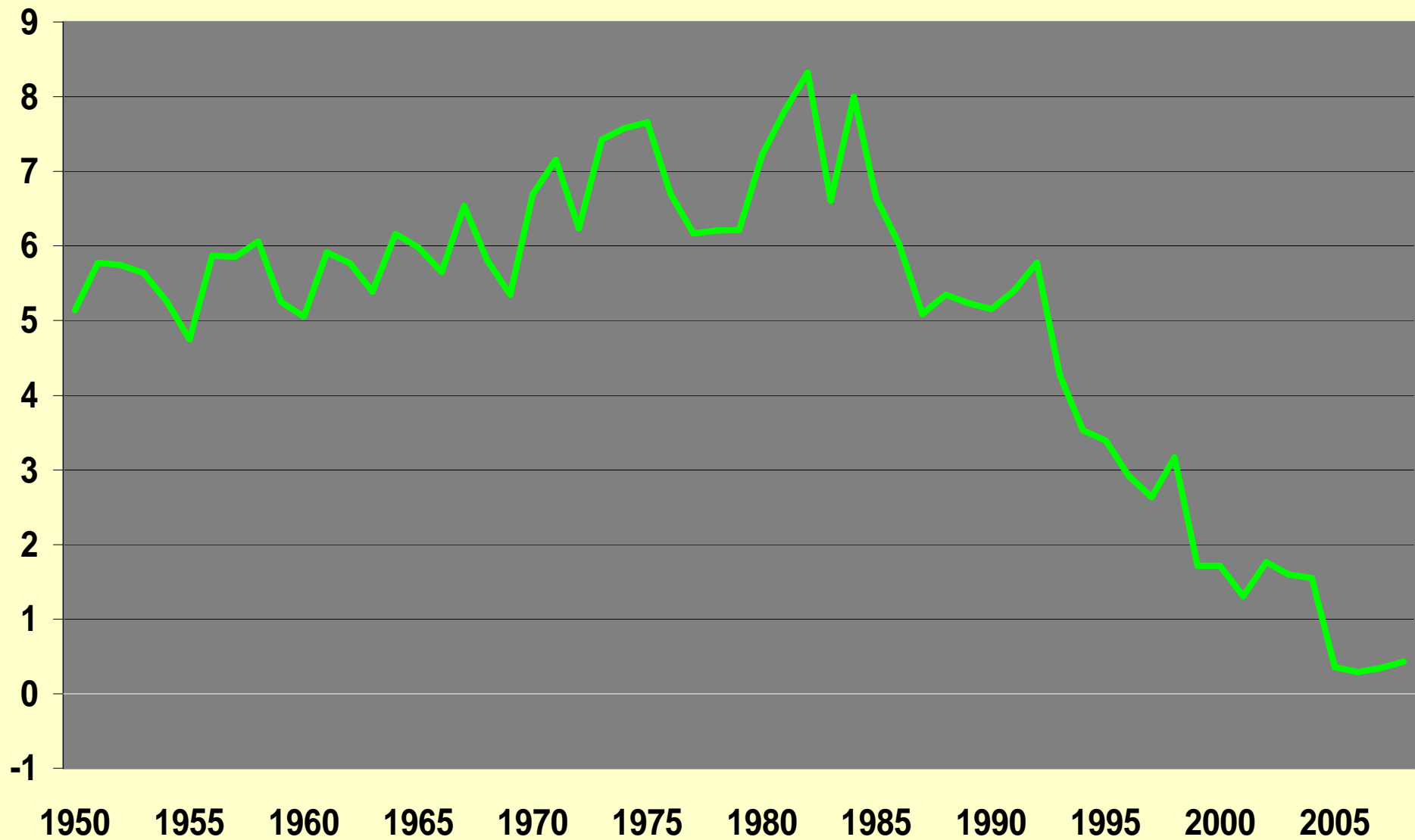
Source: BEA.

Evolution des avoirs nets des Etats-Unis de 1970 à 2007 (en milliards de dollars)



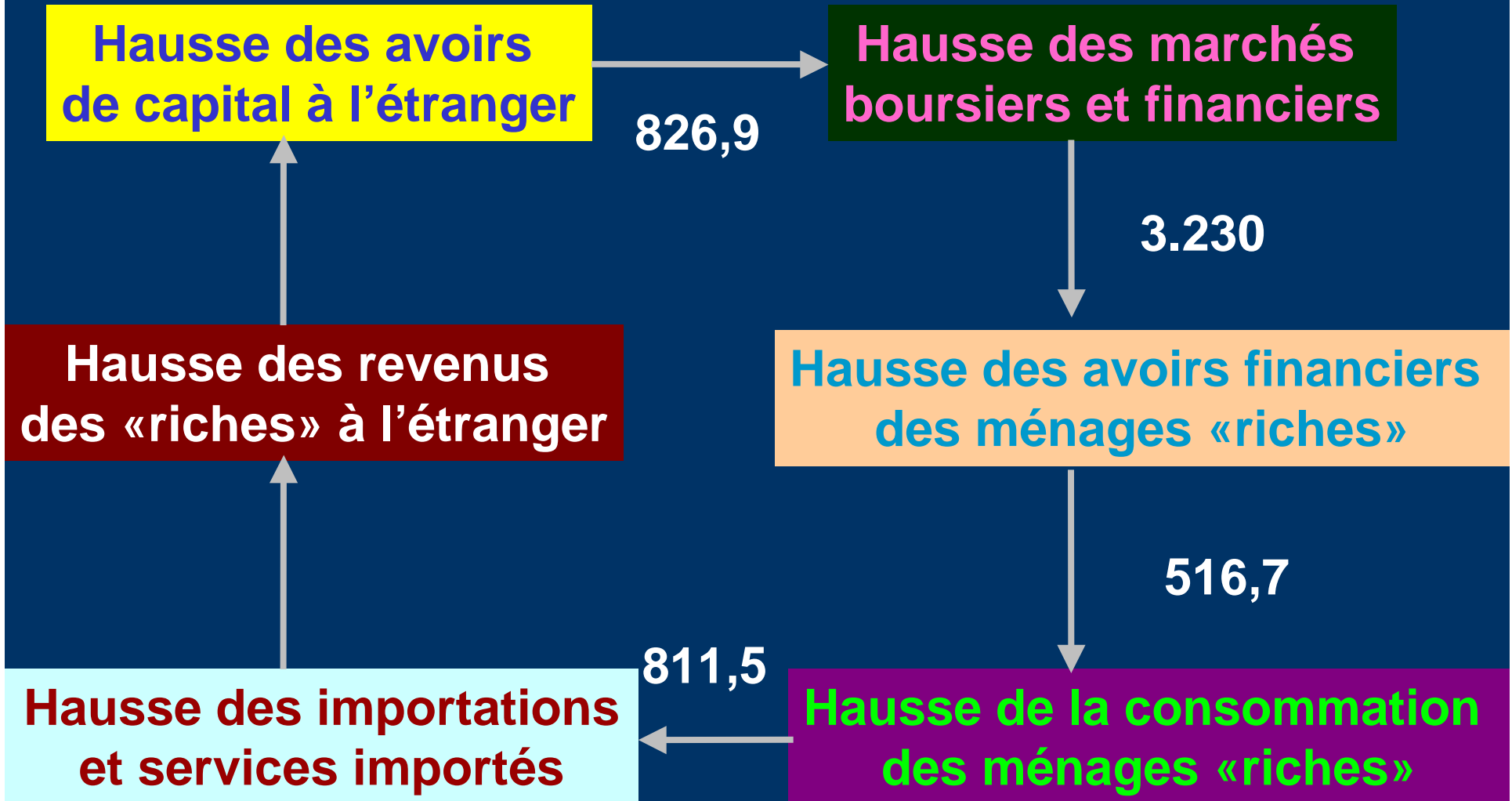
Source: Calculs à partir de Survey of Current Business.

Rapport Epargne nette/PIB aux Etats-Unis de 1950 à 2007 (en %)



Source: Calculs sur base de Federal Reserve, Flow of Funds Accounts.

La gravité de la crise



La crise des subprimes

1. Qu'est-ce qu'un subprime?
2. Le mécanisme de la crise
3. La gravité de la crise
- 4. Conclusions**

Conclusions

La crise des subprimes fait peser des menaces très graves sur le monde.

- Elle affecte la consommation américaine.
- Les ménages sont très endettés.
- Les Etats-Unis vivent sur l'épargne étrangère.
- Si cette épargne n'arrive plus, le dollar doit chuter et créer une crise monétaire majeure.

On est proche d'un krach avec des conséquences pour les travailleurs.

Fin