



Une retombée de la crise des *subprimes* aux États-Unis : la ruée sur la banque Northern Rock au Royaume-Uni.

Subprime : topographie d'une **crise**

Randall Dodd

COMMENT une hausse modeste des impayés au titre de crédits hypothécaires à risque (*subprimes*), représentant 34 milliards de dollars supplémentaires de prêts douteux, a-t-elle pu dérégler le système financier américain (57 billions de dollars) l'été dernier, au point d'entraîner les marchés financiers mondiaux dans la tourmente? Des pratiques de souscription laxistes, voire frauduleuses, dans ce segment du marché expliquent en bonne part l'augmentation du taux des impayés de plus de 90 jours, de 6 à 9 % entre les deuxièmes trimestres 2006 et 2007. Les retombées sur les marchés financiers et les économies vont cependant bien au-delà des pertes censées dériver de saisies hypothécaires.

Au cours des 70 dernières années, le marché hypothécaire résidentiel a connu une mutation radicale : un marché sur lequel de simples établissements de dépôts locaux accordaient des prêts locaux est en effet devenu un marché régi par les grandes banques et sociétés de placement de Wall Street, qui utilisent les techniques

financières de pointe pour titriser les crédits hypothécaires par le biais de produits dérivés de crédit et d'obligations structurées adossées à des emprunts. Le marché hypothécaire actuel repose essentiellement sur la possibilité de diviser la dette en plusieurs segments de risques au moyen d'instruments financiers complexes et de vendre ces segments séparément, les plus risqués étant vendus aux acheteurs en quête de rendements élevés et parfois fortement endettés, tels que les fonds spéculatifs.

Pour comprendre l'évolution du marché hypothécaire, déceler son point de rupture et ses faiblesses structurelles et expliquer pourquoi sa crise s'est propagée dans d'autres pays, développés ou émergents, un examen structurel du marché hypothécaire américain s'impose.

L'évolution du marché

Avant 1938, le marché hypothécaire américain était essentiellement constitué d'établissements de dépôts réglementés, comme les banques et les associations d'épargne et de prêt, qui se ser-

Les remous sur le marché hypothécaire tiennent autant à l'effondrement de la structure des marchés financiers américains qu'aux créances douteuses

vaient de leurs dépôts pour financer les prêts immobiliers. Ces prêteurs «généraient» les prêts et, du fait qu'ils les gardaient en portefeuille, supportaient le risque de crédit, le risque de marché lié aux fluctuations des taux d'intérêt et le risque de liquidité lié au financement d'actifs à long terme par des engagements à court terme (les dépôts).

Pour apporter davantage de liquidités et des capitaux neufs à ces marchés, le gouvernement, dans le cadre du New Deal du Président Roosevelt, créa en 1938 la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae). Cette société publique avait pour

«Avec le temps, les modèles économiques de Fannie Mae et de Freddie Mac ont convergé; à elles deux, elles ont apporté des financements gigantesques aux crédits hypothécaires américains.»

mission de créer un marché secondaire pour les crédits hypothécaires. Fannie Mae achetait ces crédits aux établissements prêteurs, et leur remettaient le produit en espèces. Fannie Mae acquérait ainsi le risque de crédit, le risque de marché et le risque de liquidité. Elle était cependant plus en mesure de supporter les risques de marché et de liquidité que les établissements de dépôt du fait qu'elle pouvait emprunter à plus long terme. Elle pouvait aussi mieux gérer le risque de crédit (ou de remboursement), parce que son portefeuille hypothécaire était diversifié au niveau national, ce que même les plus grandes banques avaient des difficultés à faire compte tenu des limites réglementaires aux opérations bancaires entre États. Fannie Mae achetait uniquement les crédits hypothécaires qui «se conformaient» à certaines normes de souscription. Ces normes servent aujourd'hui à définir les prêts «conformes», et sont synonymes de crédits hypothécaires de premier ordre.

Fannie Mae enregistra d'excellents résultats et, dès les années 60, les emprunts qu'elle effectuait pour financer ses achats de crédits hypothécaires constituèrent une part substantielle de la dette publique américaine. Afin de soustraire les activités de Fannie Mae du budget de fonctionnement fédéral, le marché hypothécaire géré par l'État fut réorganisé en 1968, sous l'administration Johnson. C'est ainsi que fut créée la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), chargée de gérer les crédits hypothécaires garantis par l'État dans le cadre des programmes d'aide aux anciens combattants et d'autres programmes fédéraux de logement. Les autres activités furent privatisées et regroupées en une société privée sous statut fédéral, Fannie Mae, qui reste soumise à certaines obligations d'intérêt public en matière de logement social. En 1970, Ginnie Mae mit au point le titre adossé à des crédits hypothécaires, ce qui transféra le risque de marché aux investisseurs et élimina du budget fédéral une bonne part de la dette engagée pour financer les programmes publics de logement. Il s'agit de regrouper des crédits hypothécaires semblables et de vendre des titres adossés à leurs remboursements. Les paiements sont directement transférés aux détenteurs des titres.

La Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac) a été fondée en 1970, tant pour titriser les crédits hypothécaires classiques que pour créer une concurrence à Fannie Mae, qui venait d'être privatisée. Avec le temps, les modèles économiques des deux sociétés ont convergé; à elles deux, elles ont apporté des financements gigantesques aux crédits hypothécaires américains, que ce soit par l'achat et la détention de crédits hypothécaires conformes ou par la transformation de prêts immobiliers tout aussi nombreux en titres adossés à des crédits hypothécaires.

Ces titres sont achetés par des investisseurs institutionnels, des particuliers fortunés et les établissements de dépôts eux-mêmes. La titrisation répartit les risques, offre aux établissements de dépôts une catégorie plus liquide d'actifs de crédit et exploite des sources diversifiées de capitaux pour le marché hypothécaire.

Le marché des titres adossés à des crédits hypothécaires ne permet pas seulement d'extraire le risque de marché des bilans des prêteurs, comme les banques, mais aussi de ceux de Fannie Mae et Freddie Mac. Il fournit des financements à long terme pour les crédits hypothécaires et élimine ainsi en grande part le risque de liquidité. Du fait que Fannie Mae et Freddie Mac garantissent les prêts, ces deux géants conservent une part appréciable du risque de crédit, qu'ils peuvent gérer étant donné leur taille et leur diversification.

La titrisation consiste à regrouper les crédits hypothécaires dans une structure *ad hoc*, à savoir une simple société généralement enregistrée dans un paradis fiscal extraterritorial. Celle-ci émet des actions qui représentent les créances hypothécaires. La structure la plus simple est celle qui transfère les remboursements des crédits du pool aux détenteurs de titres; les plus complexes divisent ces paiements en segments à risques plus ou moins élevés.

La titrisation permet aux prêteurs de dégager des commissions de leurs activités de souscription sans pour autant être exposés aux risques de crédit, de marché ou de liquidité, puisqu'ils vendent les prêts qu'ils accordent. S'ils le souhaitent, ils peuvent racheter le risque de marché en se portant acquéreurs des titres. Les investisseurs obtiennent des actifs hypothécaires plus liquides et plus diversifiés, et le marché hypothécaire dans son ensemble gagne un meilleur accès aux capitaux. Les organismes de gestion hypothécaire encaissent des commissions et des revenus d'intérêts rémunérateurs. Les émetteurs de titres adossés à des crédits hypothécaires perçoivent des commissions de souscription, et Fannie Mae et Freddie Mac, des commissions de garantie sur leurs émissions titrisées.

Les émissions privées de titres

Cette structure de marché, centrée sur les organismes parapublics, s'est révélée extrêmement profitable et a attiré la concurrence d'autres grandes institutions financières. Après que le gouvernement, il y a plusieurs années, eut accusé Freddie Mac et Fannie Mae d'avoir commis de graves irrégularités au regard des nouvelles règles de comptabilité applicables aux dérivés, les grandes sociétés de Wall Street ont lancé une offensive sur le marché de la titrisation.

En 2003, selon *Inside Mortgage Finance*, les organismes parapublics étaient à l'origine de 76 % des émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires et des actifs, les 24 % restants étant constitués de titres «privés» émis par les grandes maisons de Wall Street. À la mi-2006, leur part avait chuté à 43 %, les titres privés représentant 57 % du total. Les grands émetteurs privés étaient des sociétés réputées (Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearns, JP Morgan,

Goldman Sachs et Bank of America), ainsi que des grandes officines de crédit à risque (Indymac, WAMU et Countrywide).

Parallèlement à cette évolution radicale et rapide des parts de marché, les normes de souscription connaissaient une transformation analogue. Alors que Fannie Mae et Freddie Mac accordaient presque exclusivement des crédits de premier ordre, c'est essentiellement au travers de l'émission et de la titrisation de crédits hypothécaires à risque et de crédits «Alt-A», consentis à des emprunteurs plus solvables que les clients à risque, mais présentant plus de risques que les emprunteurs de premier ordre, que les sociétés privées ont accru leur part de marché (voir tableau).

Le développement de l'émission et de la titrisation de crédits hypothécaires à risque a créé un problème qui n'existait pas sur les marchés régis par les organismes parapublics. Comment vendre des titres de créance si mal cotés? Les principaux acheteurs de titres adossés à des crédits hypothécaires de premier ordre étaient les investisseurs institutionnels, mais leurs règles et directives d'investissement limitaient rigoureusement le montant qu'ils pouvaient engager en titres déclassés. Une petite partie des 1,1 billion de dollars de créances à risque, dont 685 millions étaient des crédits hypothécaires titrisés, pouvait être vendue à des investisseurs en quête de rendements élevés, mais pas la totalité, loin s'en faut.

La quête de nouveaux investisseurs

La solution pour mettre 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, Wall Street a fait appel au dispositif d'obligations structurées adossées à des emprunts (CDO), créé en 1987 par la société d'investissement Drexel Burnham Lambert, aujourd'hui disparue, dans le cadre de son financement par emprunts obligataires à haut risque de rachats d'entreprises par endettement.

Les crédits hypothécaires à risque étaient réunis en un pool de CDO, les créances titrisées sur les remboursements des crédits du pool étant divisées en plusieurs «tranches», ou catégories de risques. Comme les hypothèques sous-jacentes, les CDO payaient le principal et les intérêts. Prenons un exemple simple à trois tranches : la priorité de remboursement sur le pool revient à la tranche la moins risquée, ou senior. Celle-ci affiche la cote de crédit la plus élevée, jusqu'à AAA dans certains cas, et est assortie d'un taux d'intérêt inférieur. Une fois les paiements de cette tranche effectués, c'est la tranche intermédiaire, ou mezzanine, qui est remboursée. Elle correspond à un risque beaucoup plus élevé,

se voit généralement attribuer une cote inférieure à la catégorie «investissement» et un taux de rendement supérieur. La tranche inférieure, ou equity, ne reçoit de paiements que si les tranches senior et mezzanine sont intégralement remboursées. Elle supporte les premières pertes sur le pool, est assortie d'un risque très élevé et n'est généralement pas cotée. Elle offre également le plus haut taux de rendement en raison du risque. Chaque catégorie de titres est vendue séparément, et elle est négociable sur les marchés secondaires de sorte que les prix peuvent être déterminés pour chaque degré de risque.

«La solution pour mettre les créances hypothécaires à risque sur le marché a consisté à séparer les risques.»

Dans une CDO, 80 % environ des créances à risques peuvent être revendues à des investisseurs institutionnels et à d'autres sous forme d'avoirs de catégorie «investissement» d'une tranche senior. Les fonds spéculatifs, les services exclusifs de négociation des sociétés de Wall Street et certains investisseurs institutionnels à l'affût d'investissements à rendement élevé ont jugé les tranches inférieures attrayantes.

En 2005, FitchRatings prévenait que les «fonds spéculatifs sont rapidement devenus des sources majeures de capitaux pour le marché du crédit», mais que «il existe des craintes légitimes qu'à terme, ces fonds n'aggravent par inadvertance les risques.» En effet, les fonds spéculatifs, qui investissent dans des entreprises à haut risque, ne sont pas des entités transparentes (ils ne communiquent pas d'informations sur leurs avoirs, leurs engagements et leurs opérations) et sont parfois lourdement endettés, puisqu'ils font appel à des dérivés ou empruntent des sommes considérables pour investir. Les autres investisseurs et les autorités de contrôle ne sont donc guère informés de leurs activités, alors que, comme l'indique FitchRatings, de par leur endettement, leur «influence sur les marchés mondiaux du crédit est supérieure à ce que leurs actifs sous gestion ne laisseraient prévoir».

Selon des informations parues dans la presse, l'endettement type d'un fonds spéculatif pour l'achat de tranches à haut rendement serait de 500 %. Autrement dit, pour un investissement de 600 millions de dollars dans une tranche equity ou mezzanine d'une CBO à risque, le fonds spéculatif ajouterait 100 millions de capitaux à 500 millions de fonds empruntés. Si les tranches subordonnées représentent 20 % des créances totales et que les 80 % restants sont vendus sous forme de créances de premier rang à des investisseurs institutionnels, ces 100 millions de capitaux permettent aux prêteurs et aux émetteurs de titres adossés à des hypothèques de mettre 3 milliards de dollars sur le marché des crédits hypothécaires à risque — 2,4 milliards sous forme de titres de catégorie «investissement» et 600 millions sous forme d'emprunts obligataires à haut risque.

La crise

À la différence des titres cotés en bourse et des contrats à terme, ces CDO et les dérivés de crédit ne sont pas négociés sur les places boursières, mais sur les marchés de gré à gré. Les bourses font fonction d'intermédiaire dans toutes les ventes, et les transactions sont publiques; sur les marchés de gré à gré, les

En croissance rapide

Les émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires de deuxième rang sont montées en flèche entre 2003 et 2006.

(milliards de dollars; pourcentages)

Type	2003	Janv.-juin 2006
Premier ordre	57,6 (52)	67,2 (26)
À risque	37,4 (34)	114,3 (44)
Alt-A	15,8 (14)	76,5 (30)
Total	110,8	258,0

Source : *Inside Mortgage Finance*.

transactions s'effectuent directement entre clients et opérateurs, et leurs prix et volumes ne sont pas diffusés. Le mécanisme de détermination des prix est opaque, et il n'existe pas de dispositif de surveillance du marché permettant de repérer les positions importantes ou vulnérables. De plus, contrairement aux marchés boursiers, les marchés de gré à gré n'ont pas de teneurs de marché ou d'opérateurs désignés ou autrement institutionnalisés pour fournir des liquidités. De ce fait, quand des événements majeurs font vaciller les prix, les opérateurs cessent de se comporter en teneurs de marché et les transactions peuvent s'interrompre.

Lorsque la crise a frappé au mois d'août dernier, les marchés des titres adossés à des crédits hypothécaires à risque sont devenus illiquides au moment même où des investisseurs très endettés, comme les fonds spéculatifs, devaient ajuster leurs positions ou se séparer de positions perdantes (voir graphique). Les fonds spéculatifs se sont ainsi trouvés bloqués sur des positions défavorables au moment où ils recevaient des appels de marge de leurs courtiers de premier ordre. (Les fonds spéculatifs empruntent sur la valeur de leurs actifs; quand ces valeurs chutent, il leur faut trouver de nouveaux capitaux ou vendre les actifs pour rembourser le prêt). La situation s'est aggravée du fait qu'en l'absence de transactions, il n'y avait pas de prix de marché susceptibles de servir de référence, et aucun moyen de déterminer la valeur des diverses tranches de risque.

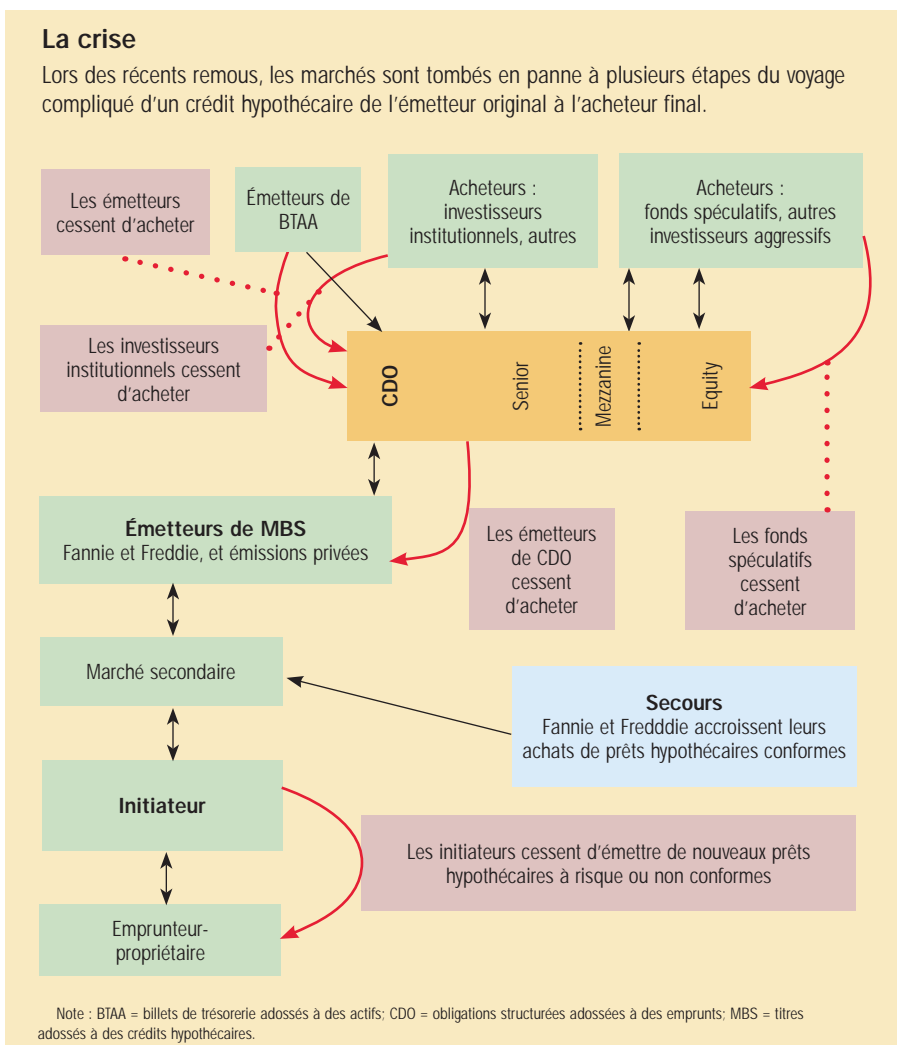
En conséquence, les fonds spéculatifs ont suspendu leurs transactions et le marché des CDO et les marchés des dérivés de crédit connexes ont pour ainsi dire cessé d'exister. Les émetteurs de CDO n'ont pu vendre leurs stocks et ont arrêté de procéder à de nouvelles émissions.

Sans acheteurs sur le marché secondaire, les nombreux initiateurs de crédits hypothécaires à risque n'ont pu vendre les prêts qu'ils avaient accordés, ce qui les a mis dans une situation critique, bon nombre d'entre eux étant des sociétés financières peu capitalisées et non réglementées. Leurs banquiers ont à leur tour retiré leurs financements, et les prêteurs n'ont pu assumer le stock de crédits hypothécaires qu'ils avaient consentis. Ils ont immédiatement cessé d'accorder de nouveaux prêts, tout au moins à risque, et certains ont déposé une demande de protection de la faillite. De leur côté, les accédants à la propriété et les propriétaires désireux de refinancer leur prêt n'ont pu obtenir de crédits hypothécaires non conformes, ce qui a empêché ceux qui se heurtaient à des problèmes de remboursement de refinancer leur crédit pour éviter une défaillance. La demande dans le secteur immobilier s'est contractée.

Alors même que les fonds spéculatifs et d'autres investisseurs arrêtaient d'acheter les tranches à risque élevé des crédits hypothécaires à risque, les acquéreurs de billets de trésorerie (recon-

naissances de dettes d'entreprises qui affichent généralement la cote de solvabilité maximale) ont cessé d'acheter des billets de trésorerie adossés à des actifs quand il est apparu que les actifs sous-jacents étaient les tranches de catégorie «investissement» des crédits hypothécaires à risque. Il fut un temps où de bonnes notations suffisaient à parer aux inquiétudes des investisseurs en matière de risque de crédit, mais l'effondrement des prix des tranches equity et mezzanine a conduit ceux-ci à réévaluer les segments de qualité supérieure. Les grandes banques et sociétés de bourse qui avaient accordé des lignes de crédit garanti aux conduits et aux instruments de placements structurés qui avaient émis le billet de trésorerie ont dû les h

onorer. Les banques avaient fait appel à ces sociétés pour ne pas avoir à comptabiliser les actifs liés aux crédits hypothécaires à risque et éviter les exigences de fonds propres correspondantes. Ces actifs ont soudainement dû être réintégrés aux bilans des grandes banques et des sociétés de Wall Street, qui ont été obligées de trouver de nouveaux financements pour les conduits et de



couvrir en fonds propres les prêts à ces derniers — ajoutant ainsi à la demande de crédit du système financier à un moment où les sources de crédit tarissaient.

Les fonds spéculatifs et les investisseurs en quête de rendements élevés ont également joué un rôle capital dans la diffusion internationale de cette crise. Quand les prix des tranches à risque élevé se sont effondrés et que les investisseurs n'ont pu se défaire de leurs positions perdantes, ils ont dû vendre d'autres actifs (ceux assortis de gains non réalisés élevés, tels que les actions des pays émergents) pour couvrir les appels de marge ou compenser les pertes. Les marchés des actions ont chuté partout dans le monde, et la plupart des monnaies des pays émergents ont vu leur valeur diminuer en parallèle, la majorité d'entre elles s'étant toutefois rapidement redressées.

L'opacité des marchés de gré à gré a aggravé le problème, parce que les investisseurs, soudain hostiles au risque, ne savaient pas qui était (ou pas) exposé aux crédits hypothécaires à risque. Les titres adossés à des crédits hypothécaires à haut rendement avaient attiré de nombreux acquéreurs non américains. Plusieurs banques allemandes qui avaient investi sur ce marché aux États-Unis ont demandé une intervention des autorités de contrôle, et les clients de Northern Rock, une banque britannique. Le Canada a été le plus touché par la paralysie du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs, parce que les lignes de crédit garanties qui finançaient les conduits se sont avérées mal rédigées, ce qui a créé un flou juridique à un moment crucial. Le problème n'a été résolu que lorsque la banque centrale a insisté publiquement auprès des banques pour qu'elles honorent leurs engagements sans tenir compte des clauses juridiques.

Localiser les points de rupture

Plusieurs faiblesses ont concouru au dysfonctionnement du marché qui a permis à une hausse de 3 % du taux des impayés de plus de 90 jours dans un sous-secteur du marché hypothécaire américain de faire basculer un système financier de 57 billions de dollars dans la tourmente et de créer une onde de choc sur toute la planète.

- Le premier accroc est intervenu au moment **où les tranches de crédits hypothécaires à plus haut risque ont été placées auprès d'investisseurs très endettés**. Les fonds spéculatifs ne sont pas assujettis à des normes de fonds propres (ils ne sont pas réglementés à cet égard) et la pratique sectorielle de l'investissement surendetté a autorisé une prise de risque excessive. La pratique consistant à prendre des risques proportionnés au capital investi a pour avantage prudentiel de limiter la prise de risque et de créer un volant de sécurité entre les pertes et la faillite. Celle consistant à prendre des risques dépassant les limites prudentielles constitue une assise instable pour l'organisation de marchés financiers et une faille dans la structure du marché.

- L'effondrement du marché tient aussi à ce que **des établissements financiers non réglementés et sous-capitalisés fournissaient des liquidités aux marchés de gré à gré** de CDO

à risque et de dérivés de crédit. Dès que ces marchés ont été confrontés à des problèmes d'insolvabilité, ils sont devenus illiquides et les transactions ont virtuellement cessé.

- **Les initiateurs non réglementés et sous-capitalisés de crédits hypothécaires** ont également contribué à la crise. À l'instar des fonds spéculatifs, ils opéraient avec des capitaux insuffisants et faisaient appel aux financements à court terme pour financer les crédits hypothécaires à risque qu'ils accordaient et ne comptaient détenir que brièvement. Lorsqu'ils n'ont pu vendre ces crédits aux sociétés de titrisation, bon nombre d'entre eux ont dû mettre

la clé sous la porte.

- **L'opacité des marchés de gré à gré** a envenimé la situation. L'inaptitude des participants au marché à définir la nature des crédits hypothécaires à risque et à les localiser a entraîné un renversement soudain des critères d'évaluation des risques. Alors qu'ils avaient auparavant affiché un optimisme excessif quant aux risques présentés par ce marché, les investisseurs, affolés et déconcertés, ont brusquement paniqué et surestimé les risques, évitant même les tranches senior de premier ordre.

- **Les marchés de gré à gré ont également pâti d'un manque de liquidités**. Au lieu de se montrer résilients face à la plus grande volatilité des prix, ces marchés ont interrompu les transactions quand les contreparties ont perdu leur crédibilité et que les acquéreurs ont pris la fuite.

Un premier pas vers le rétablissement des marchés

Si des remèdes spécifiques sont nécessaires pour stabiliser le marché du crédit immobilier, la crise des prêts hypothécaires à risque a mis en lumière des failles plus générales. Pour s'y attaquer, plusieurs points sont à prendre en considération. Premièrement, il convient d'évaluer dans quelle mesure il serait efficace d'appliquer les normes sectorielles et les règles existantes relatives à l'utilisation des garanties (marges) aux marchés de dérivés de gré à gré et aux emprunts des fonds spéculatifs.

Deuxièmement, il faut évaluer l'effet que pourrait avoir sur l'efficacité et la stabilité l'établissement d'obligations d'information pour les fonds spéculatifs et les marchés de gré à gré, par exemple de dérivés et de titres tels que les CDO.

Troisièmement, il convient d'envisager d'étendre les mesures — telles que celles qui existent sur les bourses et les marchés de gré à gré des titres du Trésor américain — qui obligent les opérateurs à faire office de teneurs de marché. Sinon, comment éviter que les principaux marchés de gré à gré deviennent illiquides?

Quatrièmement, il serait bon d'examiner les avantages qu'il y aurait à soumettre les initiateurs de crédits hypothécaires à une réglementation prudentielle et à une autorité fédérale qui les traiterait comme les établissements financiers qu'ils sont dans la réalité. ■

Randall Dodd est expert principal du secteur financier au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

«Les marchés des titres adossés à des crédits hypothécaires à risque sont devenus illiquides au moment même où des investisseurs très endettés, comme les fonds spéculatifs, devaient ajuster leurs positions ou se séparer de positions perdantes.»