

Pourquoi la crise financière joue les prolongations

La crise financière menace de dégénérer en rationnement du crédit. Et les marges de manœuvre sont limitées.

On pouvait croire que le plus dur était derrière nous. Les banques centrales avaient été surprises au mois d'août 2007 par les répercussions du krach des prêts *subprime*, ces crédits immobiliers accordés aux Etats-Unis aux ménages les moins solvables. Mais les banquiers centraux s'étaient rapidement ressaisis en injectant massivement des liquidités dans le système bancaire et, dans le cas des Etats-Unis, en réduisant nettement leurs taux d'intérêt. L'indicateur le plus lisible de la tension sur les marchés des prêts interbancaires, le *TED spread* (voir encadré), qui avait bondi à 240 points de

base le 20 août, était revenu en octobre à 100 points. On n'avait pas vu une telle flambée depuis le krach boursier d'octobre 1987 (voir graphique).

Début novembre toutefois, les signes de tension réapparaissent et, en fin de mois, le *TED spread* se rapprochait à nouveau des 240 points enregistrés en août. L'assèchement des marchés interbancaires forçait les autorités à intervenir une nouvelle fois. Le 11 décembre, la Réserve fédérale américaine (Fed) réduisait son taux directeur d'un quart de point, portant la baisse totale à un point depuis le déclenchement de la crise. Le 12 décembre, les principales banques centrales du monde occidental procédaient à leur première intervention coordonnée de grande ampleur depuis le 11 septembre 2001. A elle seule, la Banque centrale européenne (BCE) injectait 350 milliards d'euros sur le marché interbancaire. Initialement cantonnée au secteur du financement hypothécaire aux Etats-Unis, la crise menace aujourd'hui de dégénérer en crise bancaire généralisée.

La crise est encore devant nous

Foyer de la crise financière ouverte en juillet 2007, le marché des prêts *subprime* n'a pas fini de diffuser ses

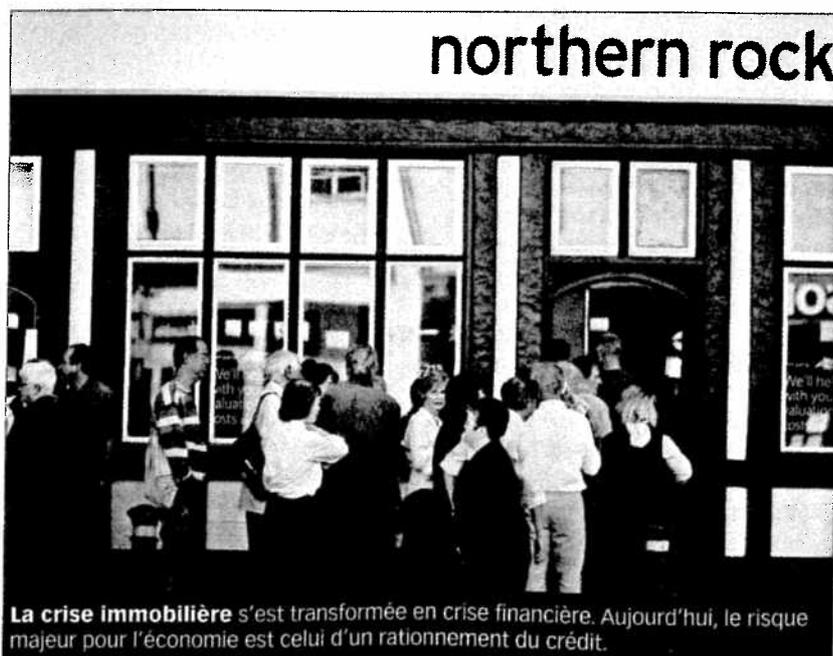
ondes déstabilisantes à l'ensemble du système financier. Rappelons que ces crédits à taux d'intérêt variables, accordés à des conditions avantageuses les premières années de remboursement, voient leurs termes redéfinis ensuite en fonction des conditions du marché. Développée dans un contexte de taux bas et de flambée des prix de l'immobilier, cette technique a permis à de nombreux ménages à revenus modestes d'accéder à la propriété. La remontée des taux d'intérêt à partir de 2004 les oblige désormais à supporter des charges financières exorbitantes, qui sont à l'origine de la multiplication des incidents de paiement et de la faillite de plusieurs dizaines d'établissements financiers spécialisés aux Etats-Unis. Selon l'OCDE, 890 milliards de dollars de crédits doivent ainsi être réajustés en 2008. Le risque de défaut de paiement sur ces crédits est estimé par l'organisation à 20 %. Selon cette hypothèse, relativement modérée, la perte directe occasionnée par la débâcle du marché hypothécaire américain serait de l'ordre de 300 milliards de dollars.

Les *subprime* ne sont toutefois que la pointe émergée de l'iceberg de l'endettement des ménages américains. Dépassant 130 % de leur revenu disponible brut (●), soit le double du pourcentage observé en France, cet endettement a été plusieurs années durant l'un des stimulants les plus puissants de la croissance américaine. Le marasme de l'immobilier, dont les prix sont désormais nettement orientés à la baisse (-6% en octobre 2007 sur un an), met en évidence la vulnérabilité financière des ménages et devrait peser sur la consommation en 2008 (1). En attendant, en faisant chuter la valeur des habitations en dessous de celle des crédits qu'elles étaient censées garantir, le retournement du marché immobilier a déjà propagé la défiance vers les catégories moins risquées de crédits hypothécaires, et vers d'autres classes d'actifs, tels les crédits à la consommation.

Panne de liquidité

La crise financière n'aurait cependant pas pris une telle ampleur si le risque de crédit associé au *subprime* était

● Revenu disponible (brut) des ménages : ensemble des revenus du travail, de la propriété et des prestations sociales, moins les impôts et les cotisations sociales.



La crise immobilière s'est transformée en crise financière. Aujourd'hui, le risque majeur pour l'économie est celui d'un rationnement du crédit.

Ben Santschi - Filles/Arp

resté cantonné au bilan des établissements directement impliqués dans ces prêts, les obligeant à provisionner des créances qu'elles savaient douteuses dès le départ. C'était sans compter avec la révolution introduite dans les pratiques bancaires par la dynamique de la titrisation. Cette pratique consiste, pour une banque, à se défaire des risques pris sur les crédits accordés en revendant les créances correspondantes à un fonds (*Structured Investment Vehicles*, ou SIV) créé à cet effet, qui lui-même va financer cet achat en émettant des titres à court terme sur le marché financier. Ces obligations (*Asset Back Securities*, ou ABS) étaient d'autant plus demandées qu'elles étaient adossées à tout un éventail de titres, eux-mêmes structurés par types de risques, dont les *subprime*. En propageant le doute sur la valeur des titres adossés à ces obligations, la crise des *subprime* a conduit les investisseurs à vouloir s'en défaire à tout prix. N'ayant plus les moyens de se financer et obligés de vendre leurs actifs dans les pires conditions, plusieurs SIV ont fait faillite.

A leur tour, les grandes banques, qui avaient elles-mêmes largement souscrit ce type d'obligations et accordé d'importantes lignes de crédit à ces fonds, se sont trouvées exposées. Bien que les créances qu'elles détiennent ne soient pas cataloguées officiellement comme créances douteuses. Craignant chacune que l'autre ne détienne des titres contaminés, les banques ont cessé de se prêter mutuellement les liquidités en excès dont elles pouvaient disposer (voir encadré). Elle ont ainsi provoqué la crise de liquidité qui a paralysé les marchés interbancaires à partir du mois d'août.

Dès lors, le risque majeur pour l'économie devient celui d'un rationnement du crédit (*credit crunch*) : la chute de la valeur de l'actif des banques et les besoins de recapitalisation de leur bilan les conduisent à limiter leurs crédits aux particuliers et aux entreprises. Quand une telle dynamique est enclenchée, la baisse des taux d'intérêt par les banques centrales ne suffit plus à relancer le crédit, comme cela a été le cas au Japon dans les années 90, et la récession devient inévitable.

Le remède pire que le mal ?

Or, face à cette situation, les réponses apportées par les autorités monétaires sont fortement controversées et leurs

Le « TED spread », mesure des tensions sur le marché interbancaire

Le marché interbancaire est le marché des liquidités que les banques s'empruntent mutuellement à court terme. La banque centrale peut décider d'intervenir sur ce marché en se portant, par exemple, acquéreuse pour une période de temps limitée de titres de créances détenus par les banques. En injectant ainsi des liquidités sur le marché, elle offre aux banques la possibilité de se refinancer à meilleur prix.

Une mesure courante des tensions sur le marché interbancaire est fournie par ce qu'on appelle le *TED spread*. Cet indicateur correspond dans le cas du marché américain à l'écart entre le taux d'intérêt à trois mois sur le marché des eurodollars à Londres (Libor) et le taux sur les emprunts à trois mois émis par le Trésor américain (T-bill), d'où son nom : T pour Treasury Bill et ED pour Eurodollars.

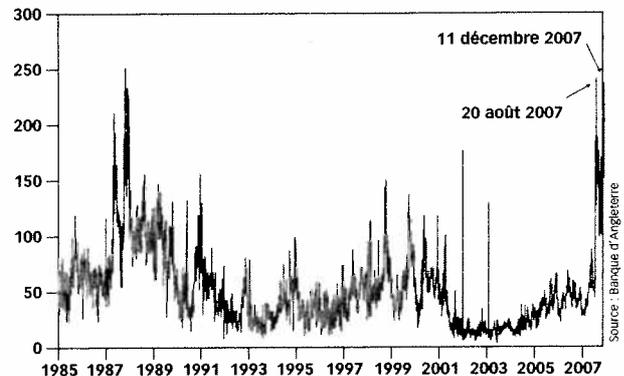
Comme les primes de risque *spreads* en général, cet écart est mesuré, dans le langage des spécialistes, en points de base : 100 points de base correspondent à un point de taux d'intérêt (1 %). En temps

normal, le *TED spread* évolue entre 10 et 50 points de base, le rendement des bons du Trésor étant pour une même échéance inférieur au taux des emprunts sur le marché interbancaire. La raison en est que le risque associé à la détention d'emprunts d'Etat est inférieur à celui des créances sur une banque. En période de raréfaction des liquidités, le taux sur les emprunts s'élève par rapport au rendement des bons du Trésor.

Lorsque les banques n'ont plus confiance les unes dans les autres, comme aux mois d'août et de novembre 2007, l'aversion au risque les conduit à thésauriser leurs liquidités ou à acquérir des bons du Trésor plutôt que de les prêter à d'autres banques. L'assèchement du marché interbancaire, que traduit la montée brutale de la prime de risque, est alors de nature à enrayer toute la mécanique du crédit, obligeant les banques centrales à intervenir.

Une crise d'une ampleur rare

Evolution de la prime de risque bancaire aux Etats-Unis* de 1985 à 2007



* Ecart entre le Libor à trois mois et le taux des Treasury Bill à trois mois, en points de base.

marges de manœuvre limitées (2). La confiance ne pourra revenir sur le marché interbancaire tant que les banques n'auront pas clarifié leurs engagements, recapitalisé leurs actifs et assumé leurs pertes. En attendant, les refinancements massifs opérés par les banques centrales ne font que différer les ajustements nécessaires. Ils contribuent aussi à jeter le soupçon sur toutes les banques qui ont recours à ces liquidités, même quand la situation de leur bilan est saine. Pire, cet afflux de liquidités crée les conditions d'émergence de la prochaine bulle, de même que le laxisme monétaire qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet a suscité celle de l'immobilier.

Par ailleurs, de nouvelles baisses de taux pourraient se heurter rapidement à l'accélération des prix à la consommation, qui progressent désormais à un rythme de plus de 4 % aux Etats-Unis et de 3 % dans la zone euro. Compte tenu des tensions persistantes sur le

marché pétrolier et de l'impact inflationniste de la baisse du dollar aux Etats-Unis, le dilemme entre stabilité monétaire et stabilité financière risque d'entraver sérieusement la politique monétaire dans ce pays. Dans ce contexte, le risque d'une contagion de la crise au marché des changes et d'un krach du dollar n'est pas exclu. Le problème est moins aigu en Europe, où l'envolée de l'euro contribue à modérer les pressions inflationnistes. Au prix toutefois d'un ralentissement déjà sensible de l'activité. ■

Jacques Adda

(1) Selon le National Bureau of Economic Research, sur dix récessions enregistrées aux Etats-Unis depuis 1945, neuf ont été précédées d'une correction de l'immobilier (voir *La Lettre de l'OFCE* n° 290, 22 octobre 2007). L'ampleur de la crise immobilière est soulignée par les chiffres des ventes d'appartements : leur chute sur douze mois atteignait 34 % en novembre 2007, soit la plus forte baisse depuis 1991.

(2) Voir sur ce point « End of Easy Cash : Banks must Take Losses », par Charles Wyplosz, *Financial Times* du 20 décembre 2007, et Stephen Roach, « America's inflated Asset Prices must Fall », par Stephen Roach, *Financial Times* du 8 janvier 2008.

Du ralentissement américain à une récession mondiale ?

Avec le retournement de l'immobilier américain, la crise bancaire et financière pèse sur la croissance mondiale. Et pourrait dégénérer en cas d'instabilité du dollar.



Xavier Timbeau,
directeur du département
analyse et prévision de l'OFCE

C'est maintenant certain : l'économie américaine ralentit fortement. Les chiffres du troisième trimestre 2007 étaient encore favorables avec 1,1 % de croissance, mais tous les indicateurs de conjoncture et l'ensemble des observateurs convergent désormais pour diagnostiquer un net ralentissement. Et il n'y a guère de raisons d'espérer un scénario plus favorable pour les mois à venir. La source de ce ralentissement est bien connue : une partie de la population américaine (plutôt pauvre), qui avait contracté des emprunts immobiliers dits *subprime*, s'est révélée insolvable. Cette insolvabilité a entraîné une crise

bancaire, certaines banques ayant perdu beaucoup dans l'opération. Le retournement du marché immobilier a accentué le mouvement. La crise bancaire, à son tour, pèse sur les Bourses via la crainte d'un renchérissement et d'un rationnement du crédit. Saura-t-on éviter une récession dans un monde où le dollar et l'économie américaine ne jouent plus un rôle de leader incontesté ?

Subprime et retournement de l'immobilier

Le ralentissement américain résulte donc d'abord de la situation dégradée (et pour certains d'entre eux désespérée) d'une partie des ménages américains. Nombre de ceux qui se sont endettés en utilisant les instruments *subprime* sont contraints à la faillite personnelle. Leurs biens sont saisis et leur consommation va bien sûr chuter. Pourtant, leur poids dans l'économie américaine est marginal : ils ne sont « que » quelques millions de ménages, parmi les plus pauvres, sur les 150 millions de ménages de l'économie américaine. Et côté détenteurs finaux de ces crédits, même dans un scénario où plusieurs centaines de milliards de dollars se seraient envolés à cause des *subprime*, la diminution de la richesse des ménages américains resterait négligeable en regard de leur situation nette (●) de presque 60 000 milliards de dollars en 2007 (c'est-à-dire 600 fois la perte qu'ils pourraient encourir dans l'affaire des *subprime*), selon les *flow of funds*.

Au-delà des ménages directement touchés par la crise des *subprime*, tant du côté prêteur qu'emprunteur, c'est surtout le retournement du marché immobilier, après de nombreuses années de hausse, qui explique que l'économie américaine risque d'entrer en récession. La baisse des prix de l'immobilier va en effet entraîner un moindre investissement logement ainsi qu'une moindre consommation, car les ménages ne vont plus pouvoir continuer à s'endetter davantage grâce à la garantie qu'offrait jusque-là leur logement, dont la valeur s'accroissait sans cesse. Une remontée du taux d'épargne des ménages américains, proche de zéro actuellement, est inévitable. Cet effet direct sur les ménages coûtera un bon demi-point de croissance à l'économie américaine. Mais cela aura aussi des conséquences sur le reste du monde : moins de consommation aux Etats-Unis impliquant moins d'importations de leur part, et donc moins de croissance dans le reste du monde (voir graphique). Le Fonds monétaire international (FMI), dans son dernier *World Economic Outlook* (octobre 2007, www.imf.org), estimait encore à quelques dixièmes de point de croissance mondiale seulement la conséquence d'un tel ralentissement. Le choc est significatif, mais reste d'une faible amplitude.

Resserrement monétaire

La question qui se pose n'est donc pas tant celle des

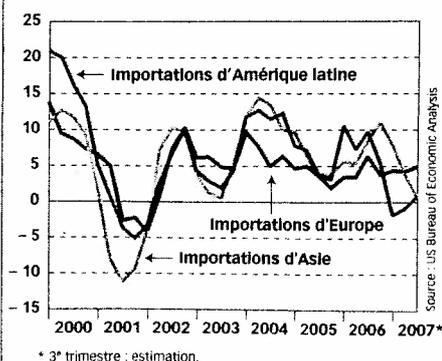
conséquences directes de la crise des *subprime*. En revanche, la crise de confiance qui agite les marchés interbancaires peut avoir des conséquences bien plus sévères. Si l'on s'en tient à la partie visible de l'iceberg, la hausse des taux d'intérêt induite par la crise a été de l'ordre d'un point. Il s'agit donc d'un resserrement monétaire comme l'économie américaine ou l'économie européenne en ont déjà connu à de nombreuses reprises. Il est cependant assez différent de ceux qui proviennent d'une hausse des taux décidée par les banques centrales, car, résultant du seul jeu des forces du marché, il laisse bien davantage les agents économiques dans l'incertitude : pour combien de temps, jusqu'où, à quelles conditions les taux pourraient-ils baisser ? Personne ne peut le dire.

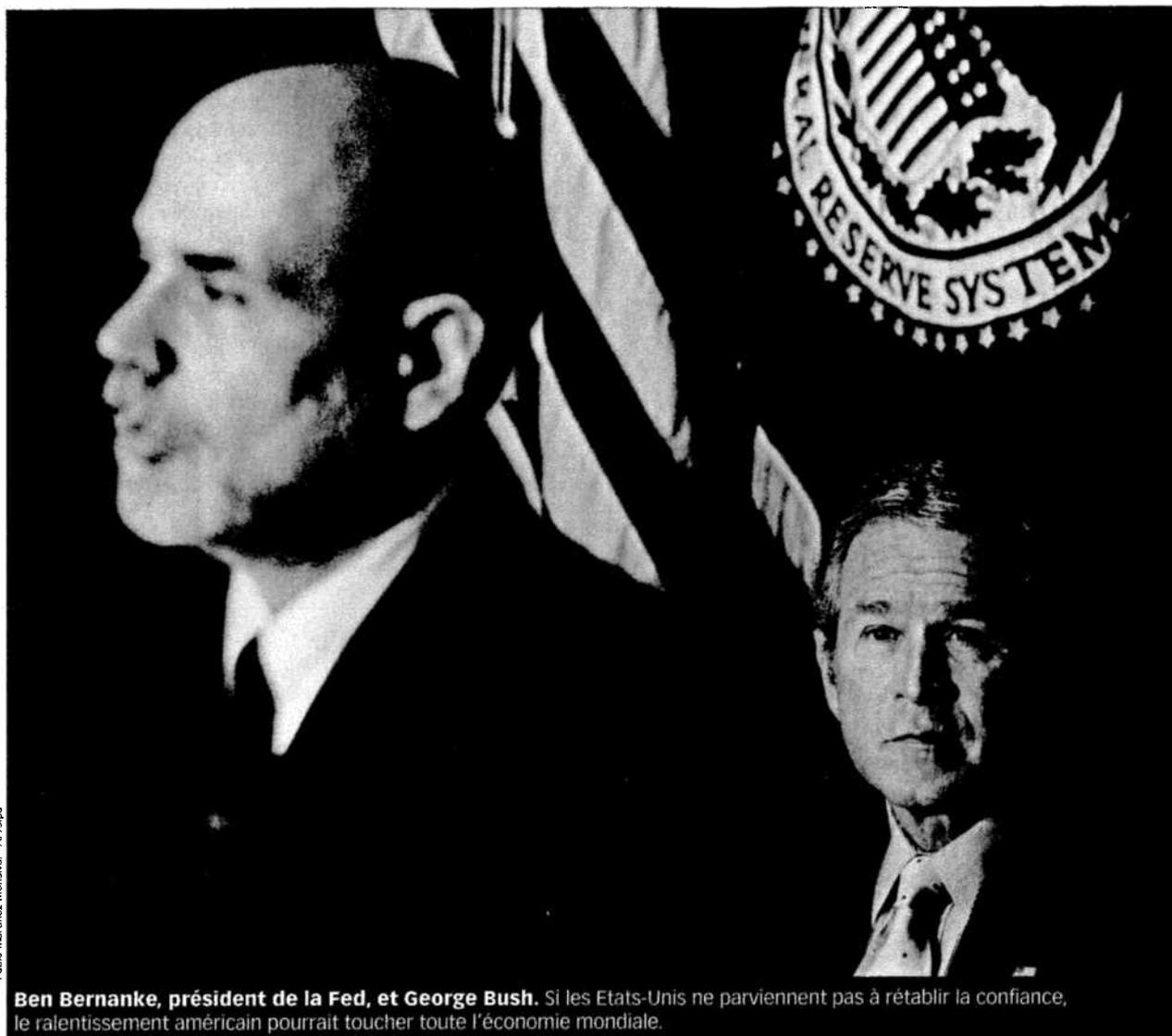
Usons pourtant de l'analogie avec une hausse des taux décidée par les banques centrales : à l'horizon de quelques trimestres, l'impact sur l'économie mondiale d'une hausse d'un point des taux d'intérêt serait compris entre un demi et un point d'activité. Cet impact est donc déjà plusieurs fois supérieur à celui évoqué précédemment pour l'effet direct sur les ménages américains malheureux (1 ou 2 dixièmes de point). Et cette estimation ne tient compte que de la simple évolution des taux du marché interbancaire.

Elle ne tient pas compte d'un possible *credit crunch*, c'est-à-dire d'un rationne-

Le moteur américain s'essouffle

Croissance annuelle des importations américaines par zone géographique, en %





Ben Bernanke, président de la Fed, et George Bush. Si les Etats-Unis ne parviennent pas à rétablir la confiance, le ralentissement américain pourrait toucher toute l'économie mondiale.

ment du crédit. Au-delà même de la hausse des taux, celui-ci consiste en une restriction de la masse des crédits que les banques sont prêtes à accorder à l'économie (ménages et entreprises) du fait des contraintes réglementaires qu'elles subissent après que les pertes enregistrées sur les *subprime* ont entamé leurs fonds propres. En effet, les règles qui s'appliquent à ces institutions les obligent à proportionner le volume des crédits qu'elles accordent aux autres acteurs économiques à celui des fonds propres dont elles disposent pour éviter qu'elles prennent des risques inconsidérés. Or, dans les dernières enquêtes auprès des établissements financiers européens (*Bulletin mensuel de la BCE*, décembre 2007),

les banques déclarent déjà un durcissement des conditions d'octroi du crédit. De l'annonce d'un durcissement des conditions d'octroi au *credit crunch* à proprement parler, il y a encore quelques étapes. Pour l'instant, la distribution de crédit tant aux entreprises qu'aux ménages reste dynamique, bien que son coût ait déjà augmenté. Mais si cette menace se précisait, il en découlerait une dépression économique et le risque que l'économie mondiale entre en déflation.

Le rôle régulateur des banques centrales

La menace est grave et la prise de conscience est générale. Rares sont ceux qui prétendent, appliquant naïvement

les préceptes de l'école autrichienne (☛), qu'il est nécessaire de laisser faire pour purger les excès passés (les bulles immobilières, la hausse du crédit aux ménages, les instruments dérivés de transfert du risque et, au départ de tout cela, la baisse des taux d'intérêt de l'après-2000), et que chacun doit recevoir la juste rétribution des risques (inconsidérés) pris.

Sauver quelques apprentis sorciers est une conséquence inévitable des actions qu'il faut entreprendre pour éviter la paralysie du système financier. Les politiques à mener sont connues dans leurs grandes lignes et ont commencé à être mises en œuvre : pour restaurer la confiance, il faut rétablir les conditions du crédit à la fois en injectant

des liquidités (c'est-à-dire en substituant les banques centrales aux acteurs défaillants du marché interbancaire) et en baissant les taux d'intérêt (pour compenser la prime de risques apparue depuis l'été dernier).

Il faut ensuite garantir l'existence des banques en leur offrant des sources de financement, tout en organisant la plus grande transparence quant aux pertes effectivement encaissées sur les actifs. Les pertes des banques doivent être parfaitement connues et celles qui ont trop perdu doivent être rachetées ou liquidées. Il faut en effet absolument éviter qu'une suspicion gé-

☛ **Situation nette : solde des avoirs et des dettes.**
☛ **Ecole autrichienne : école de pensée économique qui considère que l'intervention publique est toujours perturbatrice et inutile.**

■ ■ ■ généralisée s'installe et que l'on pense que toutes les banques sont en quasi-faillite. En tant que régulateur, les banques centrales doivent organiser cette transparence, puisqu'aujourd'hui, les annonces spontanées des établissements financiers ne sont pas jugées crédibles par les observateurs. Enfin, la politique budgétaire doit limiter la contagion de la crise à l'économie réelle et éclaircir les perspectives à court terme de tous les agents par une action vigoureuse et rapide.

Maltenir la stabilité du dollar

Cette stratégie est à peu de choses près celle que la Réserve fédérale et le gouvernement américain mettent en place. Elle se heurte cependant à un obstacle majeur : la solidité du dollar. Depuis une décennie, les Etats-Unis affichent en effet un déficit extérieur croissant. Malgré cela, le dollar est resté une monnaie de réserve et n'a pas traversé de crise de change. Il s'est déprécié par rapport à l'euro, mais il est resté assez stable par rapport aux monnaies asiatiques. Et surtout, à aucun moment, les taux d'intérêt à court ou long terme que doivent payer

les agents américains ne sont devenus supérieurs à ceux qui se paient dans le reste du monde.

Le soutien des pays qui affichent de larges excédents extérieurs (la Chine, le Japon, les pays producteurs de pétrole) a contribué au maintien de ce *statu quo* : ils ont en

publics américains au travers du placement de ses réserves de change en dollars, qui représentaient plus de 1 000 milliards en 2007. Cette politique repose sur le pari que le dollar ne perdra pas massivement de sa valeur dans l'avenir. Dans l'immédiat, le gouvernement

La Banque centrale européenne doit chercher à empêcher une dépréciation brutale et autoentretenu du dollar

effet continué à acheter des titres financiers libellés en dollars, et notamment des titres de la dette publique américaine. Cela a permis de financer la politique conjoncturelle expansive menée aux Etats-Unis depuis 2000. Celle-ci a profité au reste du monde (à l'exception de la zone euro), du fait des importations américaines qu'elle a dopées et du rétablissement rapide de l'économie américaine après le choc de l'explosion de la bulle Internet.

Mais pour que cette situation perdure, la confiance dans la valeur du dollar à moyen terme est essentielle. Le gouvernement chinois a accumulé jusqu'ici les titres

chinois est coincé : diversifier cet immense pactole trop brutalement enclencherait un mouvement de baisse incontrôlable du dollar, faisant perdre aux réserves chinoises leur valeur. Mais l'équilibre ainsi maintenu est fragile : c'est parce que, pour l'instant, les Etats-Unis rémunèrent les capitaux qu'ils empruntent moins que ne sont rémunérés les capitaux qu'ils placent que leur dette externe reste supportable. Et c'est grâce à cet avantage absolu que leur monnaie a continué jusqu'ici d'être attractive et relativement stable. C'est aussi pourquoi la politique monétaire américaine a joué

un rôle central dans le système financier international des années 2000.

Le trouble qui envahit désormais la planète financière touche donc au cœur de ce qui en a fait l'équilibre ces dernières années : douter de la capacité des Etats-Unis à rétablir la confiance et à maintenir une croissance positive peut briser l'anticipation de relative stabilité du dollar. Dans ce cas, la Fed, la banque centrale américaine, ne pourrait plus abaisser ses taux d'intérêt sans faire dévisser gravement la monnaie américaine, lui interdisant ainsi de mener la politique nécessaire pour rétablir la confiance. Si ce risque se concrétisait, le ralentissement américain serait long, profond et toucherait toute l'économie mondiale.

La Banque centrale européenne (BCE) a un rôle majeur à jouer sur ce plan. Considérer que le problème du dollar ne serait que celui des Américains serait en effet très dangereux : si la chute du billet vert empêchait la Fed de baisser ses taux d'intérêt de façon vigoureuse, l'économie européenne en pâtirait elle aussi lourdement. La BCE doit donc chercher à empêcher une dépréciation brutale et autoentretenu du dollar. La récente intervention coordonnée (le 12 décembre 2007) des banques centrales occidentales (Fed, BCE, Banque d'Angleterre) sur les marchés financiers montre que cette préoccupation est partagée par les autorités qui définissent la politique monétaire. Dans ce contexte, il serait donc nécessaire que les baisses des taux d'intérêt américains soient accompagnées de baisses des taux européens. A cette condition, les effets de la crise bancaire et financière pourraient être limités. Et les Etats-Unis pourraient régler leurs problèmes internes sans conséquence trop lourde pour le reste du monde. ■

La mécanique de la crise bancaire

■ Le doute s'est installé depuis l'été 2007 quant à la capacité du système financier à absorber les risques. Une des innovations récentes en finance, ce qu'on appelle la titrisation, consiste en effet à isoler un risque (de change, de défaut, de taux, etc.), à l'emballer dans un produit financier et à l'échanger sur un marché. En théorie, cela doit permettre de limiter les risques en les répartissant davantage. En pratique, la titrisation a entraîné au contraire ce qu'on appelle une crise de liquidité. L'opacité des montages en cascade fait douter de tout : personne ne prête plus

à personne dans la mesure où personne ne sait exactement qui détient quels risques, et donc qui est susceptible de ne pas pouvoir rembourser demain. Du coup, beaucoup de titres financiers qui s'échangeaient facilement avant l'été sont devenus désormais non liquides, c'est-à-dire invendables sans accepter une lourde perte.

Depuis six mois, et malgré les interventions massives des banques centrales occidentales (mise à disposition de facilités de prêts par la Fed et la Banque centrale européenne, baisses de taux de la Fed, caution étendue aux banques par la Banque d'Angleterre),

la confiance a disparu sur le marché interbancaire, où les banques se financent les unes les autres à court terme. Du fait de leur capacité diminuée à se refinancer, les banques accumulent des coûts supplémentaires qu'elles reportent sur leurs clients.

Cette crise n'est pas violente, dans le sens où les acteurs de grande taille ne risquent pas la faillite, mais elle est insidieuse. Et l'affaire des 5 milliards d'euros de perte de la Société générale, qui a éclaté en janvier dernier, ne fait que confirmer le sentiment que la situation n'est ni comprise ni contrôlée à l'intérieur même des institutions financières les plus respectables.