

## Sur la crise des Sub-Primes

**Question :** M. Stevenson, 3 ans après la crise dite des sub-primes vous revenez sur cette déflagration. Pourquoi ?

**AMS :** Il m'a semblé intéressant de revenir sur certaines caractéristiques de cette débâcle financière pour éviter la confusion qui consiste à mettre dans le même sac tous les instruments de la titrisation et à se livrer aveuglément à une attaque de la financiarisation de l'économie réelle.

**Question :** Quelles sont pour vous les temps forts qui ont marqué cette crise ?

**AMS :** Je crois qu'il faut rappeler ce qui a présidé à la naissance du grand marché hypothécaire américain. En Octobre 1979, Paul Volker, récemment élu à la présidence de la [FED](#) (Réserve Fédérale des Etats-Unis) décide de créer un choc anti-inflationniste en libérant les taux des Fed Funds. La hausse importante des taux qui s'en suit frappe de plein fouet les Caisses d'Epargne, fournisseurs officiels du rêve américain, c'est-à-dire principaux financiers de l'immobilier. Dans l'incapacité de se refinancer dans de bonnes conditions, près du quart d'entre elles vont disparaître. Le Congrès américain s'empare du problème et prend des mesures d'urgence fin 1981. Ceci aboutira pour les Caisses d'Epargne survivantes à céder à perte leurs stocks de crédits hypothécaires et d'être remboursées de ces pertes par l'administration fiscale américaine. Ce sont des centaines de milliards de dollars d'hypothèques qui vont se déverser sur un marché peu équipé pour traiter cette manne. Seules deux banques d'investissement, Salomon Brothers et First Boston, vont s'attacher à transformer ces papiers au nominal trop faible en supports capables d'intéresser de gros investisseurs.

**Question :** Est-ce que la question du risque attaché aux emprunteurs, petits propriétaires immobiliers, est abordée d'emblée ?

**AMS :** En fait, la plus grande partie de ces titres hypothécaires faisaient l'objet de garanties de la part du gouvernement américain au travers d'agences gouvernementales comme [Ginnie Mae](#) ou d'entreprises de crédit dites sponsorisées par le gouvernement comme [Fannie Mae](#) ou [Freddie Mac](#). Le vrai problème reposait ailleurs : dans le fait que l'emprunteur américain a toujours l'option de rembourser par anticipation les prêts immobiliers qui lui sont consentis. Ainsi, l'investisseur subit une prime négative permanente puisque si les taux baissent, il se voit remboursé et replacera son argent à un taux inférieur à celui de l'emprunt remboursé, et si les taux montent il se retrouve collé avec un papier au taux facial inférieur à celui du marché. Par ailleurs avec ces habitudes, il est impossible de comparer le rendement d'un tel titre dont on ne connaît pas l'échéance avec les autres titres obligataires du marché qui, eux, ont une maturité bien définie.

**Question :** Quelle a été la solution adoptée ?

**AMS :** Le premier déclic a eu lieu avec l'agence gouvernementale Ginnie Mae qui avait besoin de se refinancer. Elle a émis en Juin 1983 des obligations adossées à des titres

hypothécaires présentant les mêmes caractéristiques : ce sont les fameux [ABS](#), Assets backed Securities ou autres CMO, Collateralized Mortgage Obligation. La créativité des Banques s'est alors exprimée : elles vont adjoindre à ces obligations hypothécaires des règles d'affectation des flux financiers issus des hypothèques sous-jacentes, c'est-à-dire l'affectation des remboursements anticipés et des versements des intérêts par les emprunteurs. Créant plusieurs classes d'investisseurs sur une même Obligation, elles ont édicté que les investisseurs de la classe inférieure seraient les premiers affectés par les remboursements anticipés et qu'en contrepartie ils bénéficieraient d'un taux de rémunération plus élevé que ceux de la classe immédiatement supérieure. Dès qu'une classe d'investisseurs est remboursée, la règle est d'affecter les futurs remboursements à la classe immédiatement supérieure et ainsi de suite. Les investisseurs ont donc le choix entre ces différentes classes qui présentent des probabilités de maturité différentes. Des Véhicules Spéciaux sont créés pour recevoir ces Obligations et présenter des options très diverses d'investissement.

**Question :** Tout ceci paraît sensé ! En quoi ces nouveaux supports d'investissement sont-ils toxiques ?

**AMS :** Ils ne le sont pas lorsqu'ils bénéficient de la quasi-garantie de l'Etat américain. En fait il faut distinguer de cette première période de titrisation du marché hypothécaire une seconde période marquée par l'arrivée sur ce marché des organismes de crédit à la consommation. Jusque là l'objet était de financer à moindre coût les emprunts hypothécaires des acquéreurs de biens immobiliers. Désormais, et notamment à partir de 2001, les vendeurs de crédit à la consommation vont proposer aux consommateurs américains de troquer leurs crédits très onéreux de leurs multiples cartes de crédit contre des hypothèques de second rang prises sur leurs propriétés immobilières. La hausse continue des prix de l'immobilier depuis la fin de la seconde guerre mondiale permet, disent-ils, d'emprunter sur la valeur réévaluée des propriétés sans encourir de risques. Le fort développement du Marché hypothécaire permet donc d'offrir des crédits à la consommation beaucoup moins chers que les filières traditionnelles : crédits revolving etc... Nous avons là une des sources importantes ayant participé au développement des marchés Sub-primés qui vont s'intégrer à la titrisation.

**Question :** Quelles sont les défauts de ces nouvelles hypothèques ?

**AMS :** Et bien, tout d'abord, elles ne bénéficient pas d'une garantie explicite ou implicite de l'état américain. Le risque de défaut des emprunteurs est patent, aussi les banques vont s'adresser à des assureurs privés (les monoliners) pour garantir une partie de ces titres. Peu à peu le risque de contrepartie concentré sur quelques assureurs va devenir très élevé en même temps que les titres sous-jacents font l'objet des meilleurs ratings. Mais à quoi sert d'assurer son auto, si l'assureur fait faillite ? En outre, faisant l'objet d'une assurance ou pas, la qualité de ces titres va se dégrader sous toutes ses dimensions. Les taux variables vont devenir la règle avec une première période de 2 ans de taux fixes extrêmement bas afin de faciliter les premiers remboursements. L'exposition des emprunteurs à une hausse des taux devient dangereuse et se généralise. Pour abaisser le service de l'emprunt, on assiste aussi à la pratique des emprunts in fine (remboursement du capital à l'échéance) puis à la pratique des amortissements négatifs.

**Question :** Ces hypothèques de financement du crédit constituent-elles le seul élément perturbateur des marchés ?

**AMS :** Il faut se rendre compte qu'une certaine folie s'empare des marchés à partir de 2004-2005 : on se met à titriser directement les cartes de crédit, les crédits auto, les abonnements sportifs etc... ! Au global cela veut dire que les hypothèques de second rang qui devaient financer le crédit à la consommation sont doublées d'une nouvelle vague de crédits classiques. Le consommateur américain s'endette au-delà de toutes limites. Quand aux prêts immobiliers, ils vont aller jusqu'à financer les fameux **NINJA** c'est-à-dire des emprunteurs qui n'ont ni revenu (**No Income**) ni travail (**No Job**) ni actifs (**no Assets**) en leur octroyant de 120 à 140 % de la valeur de leurs acquisitions immobilières. L'exposition à une baisse des prix immobiliers devient insupportable.

Il faut se rendre compte que les Sub-Primes vont représenter jusqu'à 25% des encours hypothécaires et venir s'intégrer à des Produits structurés où seuls les techniciens spécialisés vont s'apercevoir que des vagues de défaut de paiement vont s'abattre sur les marchés à la fin des périodes de 2 ans de taux fixes des emprunteurs. Ces techniciens vont rejoindre des fonds spéculatifs pour les amener à spéculer contre ces marchés au travers des émissions de CDS vendus par les Banques d'Investissement mais aussi par les plus grands Assureurs comme AIG. Les sommes engagées vont être d'autant plus considérables que le marché des hypothèques immobilières jouit d'une excellente réputation. Les primes encaissées sur CDS apparaissent donc à ces acteurs comme constituant une manne inespérée. Lors des premiers signes de retournement du marché, c'est à dire avec l'augmentation progressive des défauts de paiement, le marché des CDS va accélérer le processus de dislocation des marchés sans, bien sûr, en avoir été la cause.