

## Les problèmes de crédit, un risque majeur La Réserve fédérale américaine et les banques centrales tentent de limiter les dégâts

*Les marchés financiers mondiaux connaissent depuis plusieurs mois d'importantes turbulences. Les conséquences, déjà importantes, pourraient rapidement devenir majeures pour la stabilité économique et financière des principales économies de la planète advenant une accentuation des problèmes de liquidités et de crédit.*

*Les difficultés actuelles sont liées à l'éclatement de la bulle immobilière américaine, qui a exposé les excès de l'industrie des prêts hypothécaires à risque<sup>1</sup> (subprime). L'accroissement des saisies de maisons qui a suivi aux États-Unis a ébranlé tout le marché des titres financiers adossés à des actifs et a entraîné une véritable crise de liquidités sur les marchés monétaires. La confiance des investisseurs a été durement affectée par ces événements, et une réappréciation généralisée des primes de risque a suivi. Depuis, les plus grandes institutions financières, en particulier les banques américaines et européennes, ne cessent d'annoncer des pertes énormes. Tout cela a entraîné un resserrement marqué des conditions de crédit de la part des institutions financières. Le financement, qui était si facilement accessible en première moitié de 2007, est aujourd'hui beaucoup plus rare et plus coûteux.*

*Dans ce Point de vue économique, après un retour sur les sources de la crise, nous tenterons de faire le point sur la situation actuelle des marchés financiers et de voir comment la situation pourrait évoluer. Les turbulences financières, qui limitent l'accès au crédit, devraient se poursuivre pour plusieurs mois et pourraient même empirer à court terme. Malgré les efforts louables des gouvernements et des autorités monétaires, il n'existe pas de solution immédiate à la crise actuelle. Seul le temps permettra au marché résidentiel américain de se stabiliser, aux institutions financières d'assainir leur bilan et aux investisseurs de rebâtir leur confiance. L'accès plus restreint au crédit risque donc de freiner l'économie mondiale pour encore un certain temps.*

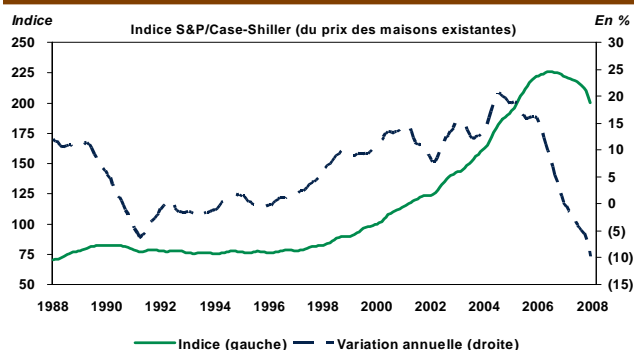
### LES PROBLÈMES ACTUELS SONT LIÉS À L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE IMMOBILIÈRE AMÉRICAINE

Les périodes d'importantes turbulences financières, ou de crise, sont généralement causées par l'éclatement d'une bulle spéculative. Dans le cas actuel, c'est la correction du marché de l'immobilier résidentiel américain qui est à l'origine des problèmes.

Après une évolution mitigée au courant des années 1990, les prix des maisons ont explosé aux États-Unis de 2000 à 2005 (graphique 1). Cette hausse sans précédent s'explique en

<sup>1</sup> Les hypothèques à risque sont celles accordées à des emprunteurs dont le dossier de crédit est entaché ou incomplet.

Graphique 1 – Les prix des maisons sont maintenant à la baisse aux États-Unis



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste senior

**Martin Lefebvre**  
Économiste senior

**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

bonne partie par la chute des taux hypothécaires à des niveaux jamais vus, après que la Réserve fédérale américaine (Fed) ait abaissé ses taux directeurs à 1 % pour relancer l'économie américaine à la suite de la courte récession de 2001, et par le relâchement notable des standards de prêts hypothécaires.

Les prêts *subprime* sont ainsi devenus de plus en plus répandus aux États-Unis alors que la part de ces prêts dans l'encours total du crédit hypothécaire américain est passée de seulement 2,1 % en 2001 à environ 14 % en 2006. La réglementation déficiente et la facilité avec laquelle les prêteurs hypothécaires pouvaient revendre leurs créances sous forme de titres financiers adossés à ces actifs (la titrisation) enlevaient presque toute incitation à s'assurer de la capacité de remboursement des emprunteurs.

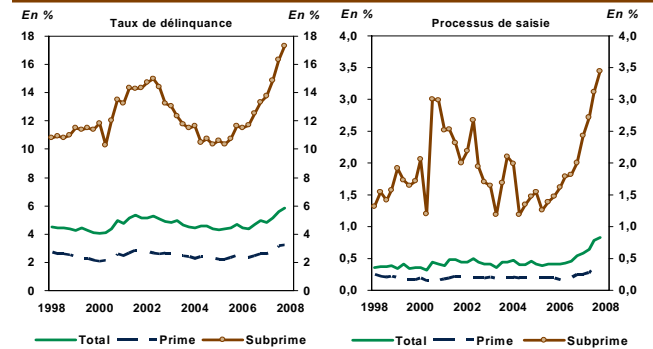
### FIN DE LA BULLE ET PROBLÈMES DE L'INDUSTRIE DES SUBPRIMES

Dès que la bulle immobilière s'est terminée, soit vers la fin de l'été 2005, il est devenu évident que plusieurs prêts *subprime* avaient été accordés à des ménages qui n'avaient aucunement la capacité et les revenus nécessaires pour assumer leurs paiements hypothécaires. Ce phénomène a été amplifié par l'utilisation répandue de taux temporairement à rabais (*teaser rates*) pour qualifier les acheteurs. Un produit particulièrement populaire était le prêt 2/28 qui offrait un taux fixe très bas pour les deux premières années, mais des taux variables beaucoup plus élevés pour les 28 années suivantes. Une partie des ménages ne comprenait pas bien le produit, les autres avaient l'idée de profiter du marché haussier pour revendre ou refinancer la propriété avant l'échéance des rabais de taux. La fin de la flambée des prix des habitations résidentielles a toutefois rendu impossible la poursuite de cette stratégie.

La remontée des taux hypothécaires, jumelée aux nombreux renouvellements (c.-à-d. le passage à un taux variable, souvent beaucoup plus élevé) de prêts *subprime* (graphique 2) a entraîné une augmentation des saisies de maisons aux

États-Unis (graphique 3). Par la suite, les investisseurs n'ont plus voulu acheter les titres financiers liés aux prêts à risque. La fin de la titrisation et la difficulté à obtenir d'autres sources de financement ont entraîné un effondrement du modèle d'affaires de ces entreprises lorsque la correction immobilière résidentielle s'est amplifiée. Plusieurs prêteurs hypothécaires à risque américains ont ainsi fait faillite<sup>2</sup>.

**Graphique 3 – La délinquance et les saisies continuent d'augmenter, particulièrement pour les hypothèques à risque**



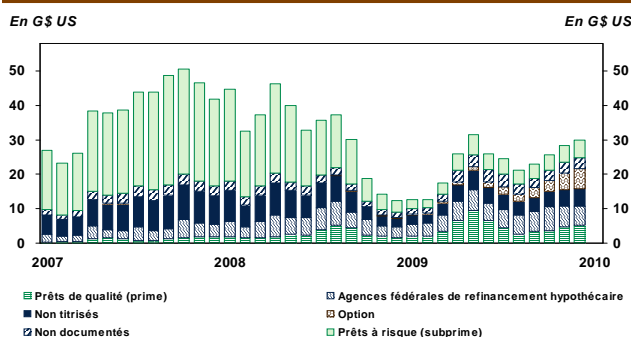
Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

### DÉBUT DES VÉRITABLES TURBULENCES FINANCIÈRES ET DE LA CRISE DE LIQUIDITÉS

C'est seulement à l'été 2007 que les marchés financiers ont commencé à réaliser toutes les ramifications de la crise du crédit hypothécaire. Les agences de notation ont décoté des centaines de titres garantis par des créances hypothécaires à risque, puisque les défauts de paiement sur les prêts sous-jacents continuaient d'augmenter. La crise a véritablement éclaté à la fin du mois de juillet alors que la demande pour les produits financiers garantis par des créances s'est soudainement tarie. Un vent de panique a soufflé sur les marchés financiers, et les investisseurs ont fui les actifs risqués pour se réfugier dans les valeurs refuges. Cela a entraîné une chute des indices boursiers et un bond des écarts de taux d'intérêt.

La disparition de la demande pour les titres garantis a été particulièrement problématique pour les émetteurs de papier commercial adossé à des actifs<sup>3</sup> (PCAA). La conception des PCAA nécessite que les émetteurs puissent réémettre de

**Graphique 2 – Le renouvellement des prêts *subprime* n'est pas terminé**



Sources : Moody's Economy.com, First American LP, Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

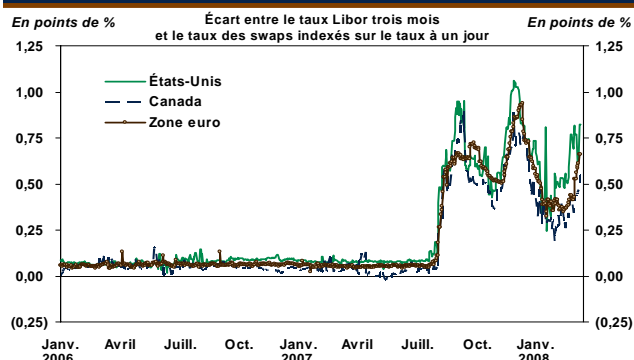
<sup>2</sup> Le 7 mars 2007, le *Business Week* écrivait qu'au moins 25 prêteurs hypothécaires à risque avaient arrêté leurs activités, déclaré faillite ou annoncé des pertes importantes au cours des derniers mois.

<sup>3</sup> En quelques mots, le PCAA est un titre d'emprunt de court terme dont le repaiement est garanti par différentes sources de revenus de plus long terme, dont des créances hypothécaires. La demande pour des placements de court terme offrant un rendement supérieur aux bons du Trésor a entraîné une explosion des émissions du PCAA au cours des dernières années. Au Canada, l'encours du PCAA s'élevait à 116 G\$ à la fin de juillet 2007, soit environ le tiers de la valeur totale du marché monétaire.

nouveaux titres régulièrement pour rembourser ceux qui viennent à échéance. Cela est devenu impossible au début du mois d'août et, pour éviter de tomber en faillite et de devoir liquider les actifs sous-jacents dans un marché défavorable, les émetteurs de PCAA ont dû demander aux banques qui leur avaient vendu des garanties de liquidités de leur fournir des sommes importantes<sup>4</sup>.

Face à ces importantes sorties de fonds, les banques, partout sur la planète, ont commencé à engranger des liquidités et à refuser de faire des prêts pour des périodes dépassant quelques jours. L'explosion des écarts entre les taux des prêts interbancaires de trois mois et le taux anticipé des prêts au jour le jour pour la même période montre bien la crise de liquidités qui a frappé les marchés monétaires (graphique 4).

**Graphique 4 – Certaines tensions demeurent sur les marchés monétaires**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les banques centrales ont réagi rapidement en injectant des liquidités dans le marché monétaire. De plus, la Fed a commencé à réduire son taux directeur le 18 septembre et la Banque du Canada (BdC) a mis fin à son resserrement monétaire. Malgré certaines difficultés, les autorités ont réussi à calmer le jeu et à mettre fin à la panique.

Les investisseurs sont cependant demeurés nerveux et très méfiants envers les produits financiers adossés. La complexité et le manque de transparence de ces titres financiers ne permettent pas de discerner leur réelle exposition au problème des prêts hypothécaires à risque. Le peu de transactions sur le marché secondaire, particulièrement depuis le début de la crise, rend aussi très difficile l'évaluation de la valeur de ces

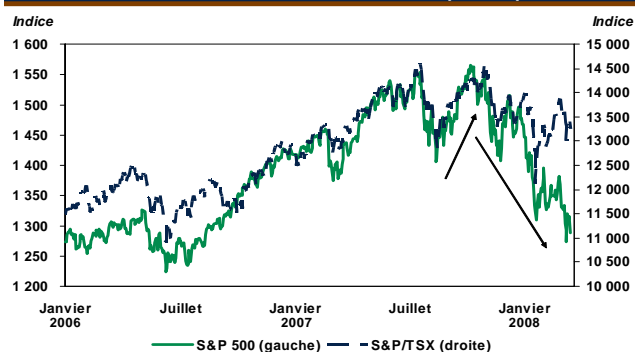
<sup>4</sup> Au Canada, un problème particulier est survenu dans le cas du PCAA non bancaire, puisque les garanties de liquidités liées à ces produits étaient conditionnelles à une « perturbation de marché ». Certaines institutions financières se sont appuyées sur cette condition pour refuser de fournir la liquidité promise. Cela a entraîné plusieurs problèmes pour les investisseurs et la suspension des transactions sur ces produits à la suite de l'Accord de Montréal. Cependant, dans tous les cas, le problème fondamental du marché du PCAA est le tarissement de la demande pour ce produit lorsque des doutes sont apparus quant à la qualité des actifs sous-jacents.

produits. De plus, cet épisode a montré que les cotes de crédit élevées, souvent AAA, possédées par plusieurs produits financiers complexes, ne donnaient pas une bonne mesure de leur risque. Finalement, il est devenu apparent que les institutions financières et plusieurs fonds de couverture (*hedge funds*) risquaient de perdre des sommes importantes. Sans que l'on puisse encore parler de crise de crédit, ces turbulences ont mis fin à une période d'accès extrêmement facile au financement.

## DEUXIÈME VAGUE DE LA CRISE DE LIQUIDITÉS

Les choses semblaient en voie de se replacer jusqu'en novembre, ce qui a même permis à plusieurs indices boursiers d'atteindre de nouveaux sommets historiques (graphique 5). Cependant, la correction du secteur résidentiel américain s'est accélérée, les saisies de propriétés ont poursuivi leur ascension et, surtout, les pertes des institutions financières liées à la crise des *subprime* ont dépassé toutes les attentes.

**Graphique 5 – Les Bourses ont rebondi à l'automne, mais connaissent une correction marquée depuis**



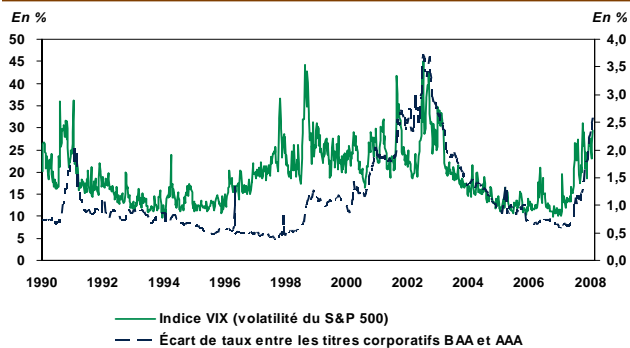
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le pessimisme est revenu en force sur les marchés et les investisseurs ont liquidé leurs positions risquées pour se précipiter sur les valeurs refuges. L'approche de la fin d'année, période où les banques ont toujours besoin de beaucoup de liquidités, a amplifié cette deuxième vague de la crise de liquidités. La réaction des banques centrales ne s'est pas fait attendre. En plus d'utiliser les méthodes habituelles pour injecter des liquidités dans les marchés monétaires, plusieurs grandes banques centrales ont annoncé conjointement qu'elles créaient un nouveau processus de mise aux enchères de fonds pour une durée plus longue pour répondre à la demande extraordinaire des institutions financières.

## D'UN PROBLÈME DE LIQUIDITÉS À UNE CRISE DE CRÉDIT

Cette deuxième phase de la crise de liquidités a entraîné une nouvelle hausse marquée de l'aversion pour le risque (graphique 6). Plusieurs produits dérivés dont l'utilisation devait théoriquement réduire les turbulences et augmenter la stabilité du système financier mondial semblent plutôt avoir

**Graphique 6 – L’aversion pour le risque a fortement augmenté**

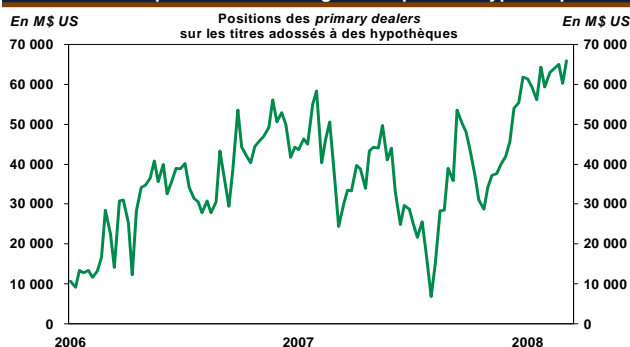


Sources : Lehman Brothers, Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

l'effet inverse, et certaines hypothèses<sup>5</sup> sur lesquelles reposaient les modèles de gestion de risque se sont révélées inadéquates. De plus, les perspectives économiques se sont assombries, en particulier aux États-Unis où les marchés ont commencé à craindre une récession.

Dans ce contexte, les institutions financières sont devenues beaucoup plus réticentes à accorder de nouveaux prêts et ainsi à accroître leur exposition à des défauts de paiement de la part des entreprises et des consommateurs. Il faut dire que les grandes banques d'investissement internationales, ont été les grandes perdantes des turbulences financières des derniers mois puisqu'elles ont été forcées de rapatrier dans leur bilan une part importante des titres financiers garantis par des *subprime* (graphique 7). Elles ont aussi été directement affectées par les problèmes des fonds de couverture avec qui elles possèdent souvent des liens étroits. Finalement, l'effondrement de la demande pour certains

**Graphique 7 – Les grandes institutions financières sont très exposées aux titres garantis par des hypothèques**



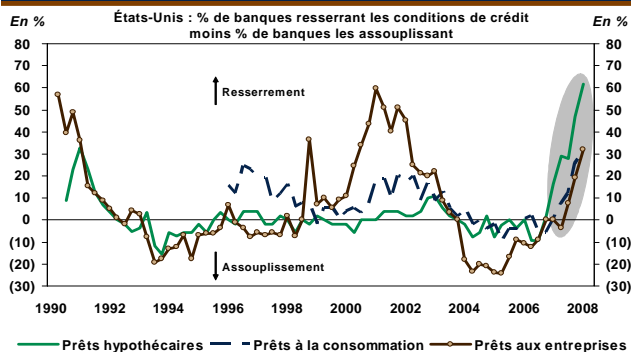
Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

<sup>5</sup> Par exemple, les pertes journalières maximales estimées à l'aide de modèles VaR (*Value at Risk*) se sont révélées beaucoup trop faibles, car les probabilités d'événements extrêmes étaient sous-évaluées. Le comportement très imprévisible des actifs financiers en temps de crise pose aussi un défi de taille pour la gestion des risques.

produits financiers complexes créés par les institutions financières a touché durement une facette très lucrative de leurs activités.

Jusqu'à maintenant, les dévaluations d'actifs financiers liés aux *subprime* ont retranché environ 188 G\$ aux profits des banques et des courtiers au niveau mondial<sup>6</sup>. De plus, le coût de financement des banques a fortement augmenté. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les institutions financières aient resserré significativement leurs conditions de crédit tant pour les consommateurs que pour les entreprises (graphique 8). La crise de liquidités s'est ainsi transformée en crise de crédit alors que le refus de plus en plus marqué des investisseurs et des institutions financières d'assumer les risques de défaut s'est traduit par une augmentation généralisée des coûts de financement.

**Graphique 8 – Les conditions de crédit sont de plus en plus difficiles pour les entreprises et les ménages américains**



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

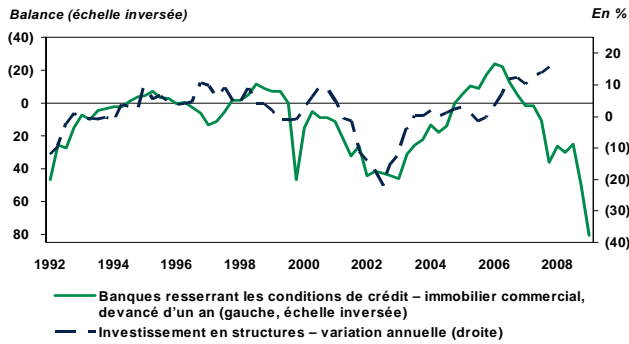
### CONSÉQUENCES ACTUELLES DE LA CRISE DE CRÉDIT

D'un point de vue économique, la conséquence la plus sérieuse des turbulences financières découlant de la crise des *subprime* est d'avoir rendu plus difficile ou plus coûteux l'accès au crédit.

Si l'on se fie aux expériences passées, le resserrement des conditions de crédit devrait freiner l'investissement des entreprises (graphique 9). L'augmentation des coûts de financement et le ralentissement économique risquent aussi de réduire les profits, ce qui explique en partie le recul des indices boursiers au cours des derniers mois. Cependant, certains facteurs devraient limiter les effets pour les entreprises non financières. Premièrement, les dernières années ont été excellentes pour les entreprises nord-américaines (graphique 10). Elles sont donc bien positionnées pour traverser les difficultés actuelles, et plusieurs sociétés pourront utiliser leurs fonds autogénérés pour financer leurs

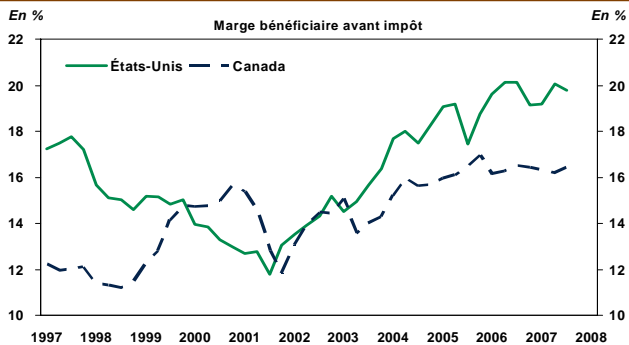
<sup>6</sup> Estimation récente de Bloomberg.

**Graphique 9 – Le resserrement des conditions de crédit fragilise l'investissement des entreprises**



Sources : Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

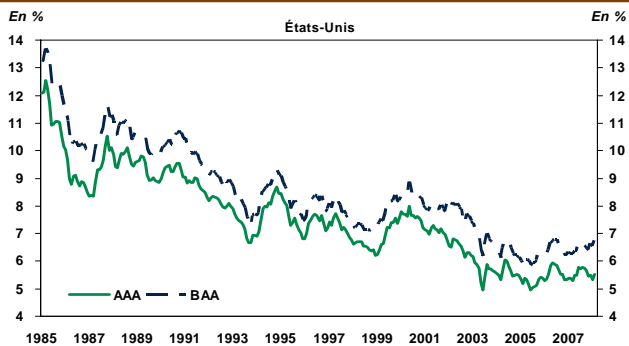
**Graphique 10 – Les dernières années ont été bonnes pour les entreprises**



Sources : Bureau of Economic Analysis, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

projets d'investissement. Deuxièmement, le taux des obligations corporatives demeure relativement faible bien que l'écart entre les taux des titres corporatifs et les taux gouvernementaux se soit creusé au cours des derniers mois (graphique 11).

**Graphique 11 – Malgré la crise, les taux des obligations corporatives sont encore faibles**

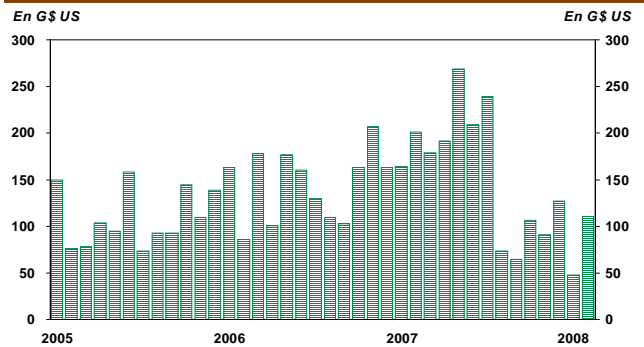


Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

Le resserrement des conditions de crédit ne se reflète cependant pas seulement sur les taux des prêts, mais aussi

sur le refus de financer certains projets jugés trop risqués. En particulier, la vague d'acquisitions par endettement (*leveraged buyout*) qui faisait rage en première moitié de 2007 a pris fin brutalement maintenant que les investisseurs ne sont plus intéressés à financer ces transactions. Cela a entraîné un ralentissement marqué des fusions et acquisitions depuis l'été 2007, en particulier aux États-Unis (graphique 12). D'importants projets d'acquisitions continuent d'être annoncés (Yahoo, Rio Tinto...), mais les acquéreurs sont souvent des entreprises importantes qui n'ont pas besoin de beaucoup de financement externe.

**Graphique 12 – La valeur des fusions et acquisitions aux États-Unis a chuté depuis juillet**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La crise de crédit affecte aussi durement la titrisation. Au cours des dernières années, les banques partout dans le monde ont eu de plus en plus tendance à vendre leurs prêts à l'extérieur sous forme de produits financiers. En plus de devenir une source de financement importante, la titrisation a permis aux banques d'accroître leurs activités de prêt sans trop les exposer aux risques de défaut et sans alourdir leur bilan. Les récentes turbulences financières ont fait ressortir certaines faiblesses de la titrisation, mais, dans l'ensemble, cette innovation a été bénéfique pour les institutions financières et l'économie en général<sup>7</sup>. En ce moment, la titrisation est beaucoup moins utilisée, sauf pour les prêts garantis par des agences gouvernementales, car les investisseurs ont un très faible appétit pour tous les produits adossés, même lorsque les créances sous-jacentes sont de très bonne qualité. Cela constitue un tracas supplémentaire pour les institutions financières.

La crise fait aussi peser des doutes de plus en plus importants sur la santé des institutions financières. Après la banque anglaise Northern Rock, qui a dû être secourue en septembre dernier, puis nationalisée par le gouvernement britannique,

<sup>7</sup> BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *ECB Monthly Bulletin*, « Securitisation in the euro area », février 2008.

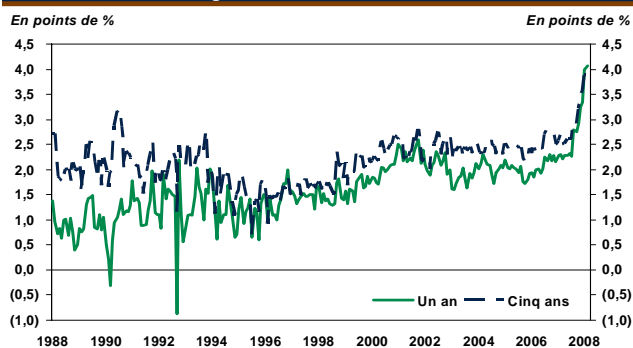
c'est l'importante banque d'investissement américaine Bear Stearns qui a dû être renfloué au cours des derniers jours par J. P. Morgan et la Fed. L'effondrement spectaculaire de Bear Stearns, qui devrait finalement être racheté pour une bouchée de pain par J. P. Morgan, a de quoi inquiéter les investisseurs. En général, la situation des grandes institutions financières ne semble toutefois pas s'être dégradée suffisamment pour entraîner de nombreuses faillites, surtout que les autorités font tout en leur pouvoir pour prévenir cette situation. De nouveaux mouvements de panique pourraient cependant mettre d'autres institutions dans des situations difficiles.

Pour les consommateurs canadiens, le resserrement des conditions de crédit a surtout comme effet de maintenir leurs taux d'emprunts à des niveaux élevés par rapport au taux des obligations gouvernementales. Par exemple, l'écart entre le taux hypothécaire de cinq ans et l'obligation canadienne de cinq ans a récemment atteint un sommet de plus de 25 ans (graphique 13). Cela reflète surtout la hausse des coûts de financement des banques (graphique 14), mais aussi une prudence un peu plus marquée de celles-ci. La BdC notait ainsi déjà en octobre dernier que « l'augmentation actuelle des frais de financement a conduit les banques à resserrer les

conditions de crédit. Ce resserrement se fait sentir dans le coût, la disponibilité et les modalités du crédit accordé aux entreprises et aux ménages<sup>8</sup> ». Les épargnants bénéficient cependant aussi de taux relativement élevés.

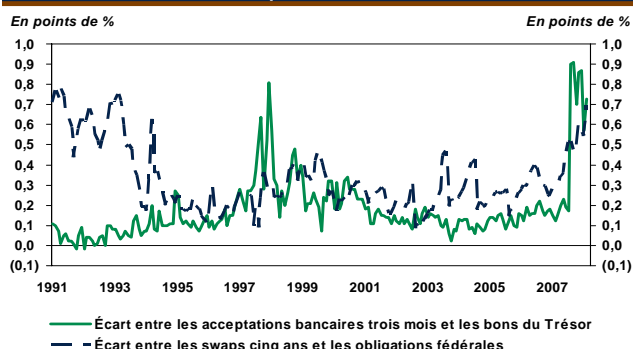
Le resserrement de crédit est plus problématique et plus marqué aux États-Unis où la correction du marché immobilier et le fort endettement des ménages inquiètent beaucoup plus les institutions financières. Cela pourrait se traduire par de réels problèmes de remboursement des prêts à la consommation surtout que le marché du travail connaît un ralentissement (graphique 15). Ce crédit moins accessible freinera certainement la consommation aux États-Unis au cours des prochains trimestres.

**Graphique 13 – L'écart entre les taux hypothécaires et les taux des obligations fédérales s'est creusé...**



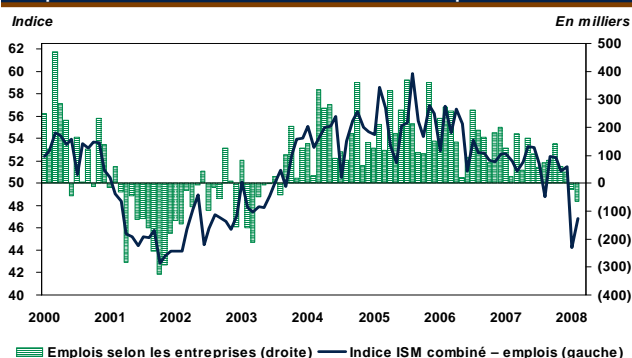
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – ... ce qui reflète les coûts de financement plus élevés**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – 85 000 emplois ont été perdus aux États-Unis depuis le début de l'année et d'autres mises à pied surviendront**



Sources : Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

### LE SUBPRIME CONTAMINE D'AUTRES SEGMENTS DU SYSTÈME FINANCIER

Les turbulences financières ont donc déjà des conséquences sérieuses et expliquent en partie l'assombrissement des perspectives économiques pour l'année 2008. Malheureusement, les choses pourraient encore empirer, puisque le problème des *subprime* semble vouloir contaminer d'autres parties du marché financier.

Depuis quelques semaines, ce sont les problèmes des assureurs obligataires (*monolines*) qui retiennent l'attention. À l'origine, ces assureurs se limitaient à garantir le remboursement d'obligations municipales américaines pour leur permettre d'obtenir une cote de crédit AAA. Les *monolines* ont cependant aussi cédé à l'attrait des produits structurés et ont commencé à garantir de plus en plus de titres adossés à des créances hypothécaires. Les principaux assureurs obligataires garantissent ainsi plus de 1 200 G\$ d'obligations municipales et près de 800 G\$ de produits structurés. Le problème des hypothèques à risque qui a déjà fait perdre des milliards aux *monolines* pourrait potentiellement mettre en

<sup>8</sup> Banque du Canada, Rapport sur les politiques monétaires, octobre 2007.

péril leur survie. Par conséquent, les agences de notation ont menacé, quand elles ne l'ont pas déjà fait, d'abaisser leur cote de crédit.

La décote d'une *monoline* est très problématique, puisqu'elle entraînerait la décote de toutes les obligations garanties par cet assureur. Cela a amené beaucoup de volatilité sur le marché des obligations municipales, même si le risque de défaut sur ces titres paraît très faible, et ce secteur a connu en février son pire mois depuis juillet 2003. Il semble probable qu'une certaine stabilité sera rapidement ramenée du côté des titres municipaux. Le plus important assureur, MBIA, a eu sa cote AAA confirmée par les agences de crédit après qu'il ait réussi à lever 2,5 G\$ supplémentaires de capital, et des démarches sont en cours pour empêcher la décote des autres importants assureurs obligataires. Certains proposent de diviser chaque assureur obligataire en deux entités, une garantissant les titres municipaux alors que l'autre garantirait les produits structurés. Une telle division rassurerait le marché des obligations municipales, mais elle aurait des ramifications légales complexes. Dans tous les cas, les garanties sur les titres adossés paraissent plus à risque et il faut prévoir que les détenteurs, en particulier les institutions financières, enregistreront d'autres pertes.

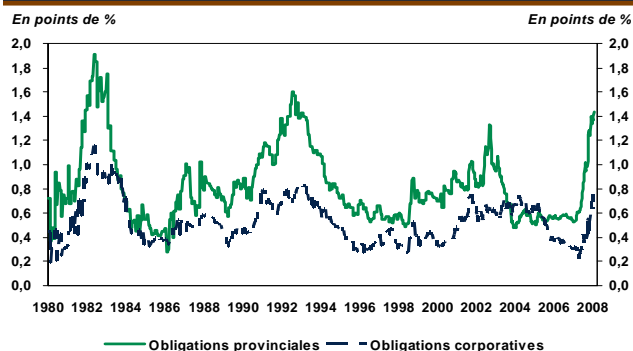
Les turbulences qui touchent les titres municipaux et les craintes accrues des investisseurs face aux produits financiers complexes causent d'importants problèmes pour un autre secteur peu connu du marché financier, les obligations dont le taux est déterminé aux enchères (*auction rated bond*). Ces obligations de long terme, souvent émises par des entités municipales ou paragouvernementales, doivent être revendues aux enchères tous les 7, 28 ou 35 jours pour déterminer le taux payé par les émetteurs. Tout allait bien jusqu'à ce que la crise de liquidités et de crédit fasse disparaître la demande pour ces obligations. Des milliers d'enchères ont ainsi échoué au cours des dernières semaines, ce qui force les émetteurs des *auction rated bonds* à payer un taux prohibitif, parfois 20 %, aux détenteurs. Ces derniers ne peuvent cependant plus se départir de ces titres, qui leur ont été vendus comme des placements de court terme très liquides. Il semble probable que les *auction rated bonds* disparaîtront au cours des prochaines semaines ou des prochains mois alors que les émetteurs préféreront les remplacer par des obligations régulières. Cette offre supplémentaire de titres municipaux conventionnels pourrait cependant être assez difficile à absorber par le marché dans le contexte actuel.

### LES ENTREPRISES FERONT-ELLES DÉFAUT SUR LEURS EMPRUNTS?

Une autre préoccupation est que plusieurs indices signalent que les entreprises pourraient avoir beaucoup de difficultés

à rembourser leurs emprunts, ce qui mettrait de nouvelles tensions sur les marchés financiers. Jusqu'à maintenant, le taux de défaut demeure toutefois très faible. Cela n'empêche par les écarts de crédit d'atteindre des niveaux observés habituellement seulement lors des récessions (graphique 16).

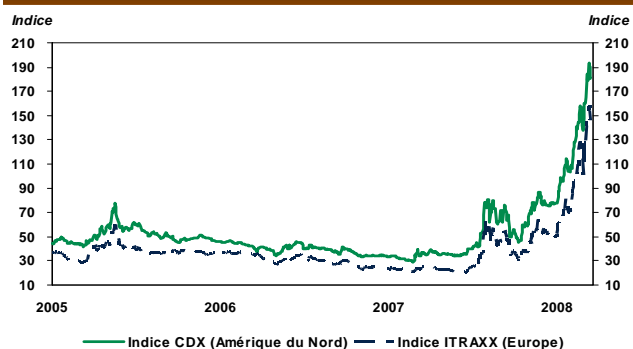
**Graphique 16 – Les écarts par rapport aux taux des obligations fédérales ont bondi au Canada**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En parallèle, le coût pour s'assurer contre le défaut de crédit a explosé au cours des derniers mois, comme le montre l'évolution des indices regroupant les swaps de crédit (CDS) en Amérique et en Europe (graphique 17).

**Graphique 17 – Le coût de l'assurance contre le risque de défaut a explosé au cours des derniers mois**

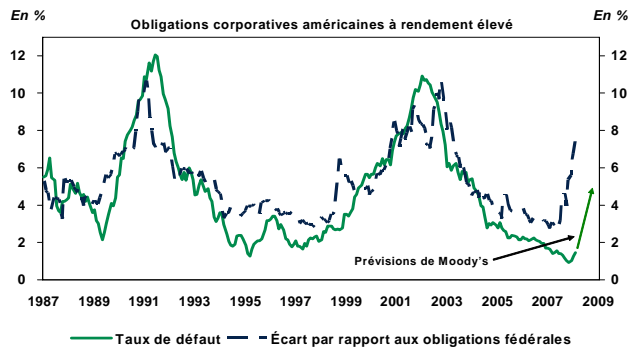


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Étant donné la dégradation du contexte économique et financier, il faut prévoir une certaine augmentation du taux de défaut en 2008 (graphique 18). L'agence de notation Moody's estime que le ralentissement économique pourrait faire passer le taux de défaut sur les titres à haut rendement américain de 1,5 % en février 2008 à 5,2 % en fin d'année. Le *Senior loan officer survey* révèle aussi que les banques américaines prévoient une hausse des défauts de paiement en 2008.

La hausse des indices de swap de défaut de crédit reflète cependant aussi des facteurs techniques, puisque les turbulences financières et les risques d'une décote forcent

**Graphique 18 – Les écarts de crédit ont bondi malgré le très faible nombre de défauts de paiement**



Sources : Merrill Lynch, Datastream et Desjardins, Études économiques

plusieurs entités qui ont vendu de la protection à renverser leurs positions. La complexité et le manque de transparence du marché des CDS lui nuisent aussi actuellement et pourraient contribuer à gonfler le prix de l'assurance contre le risque de crédit. Certains vont même jusqu'à affirmer que ces indices opaques, transigés de gré à gré, sont manipulés par certains spéculateurs.

Dans l'ensemble, bien qu'il faille s'attendre à une certaine hausse des défauts corporatifs au cours des prochains mois, nous croyons que le pessimisme du marché à ce sujet est exagéré et reflète l'extrême aversion des investisseurs à l'égard du risque en ces temps difficiles. Mark Carney, le nouveau gouverneur de la BdC, déclarait récemment : « le coût élevé de la protection contre les défaillances au sein de bien des marchés – comme celui des obligations de société – est signe d'un pessimisme qui semble excessif par rapport aux véritables probabilités de défaillance.<sup>9</sup> » Cela n'annonce donc pas nécessairement une explosion des faillites d'entreprises et des défauts sur les obligations corporatives.

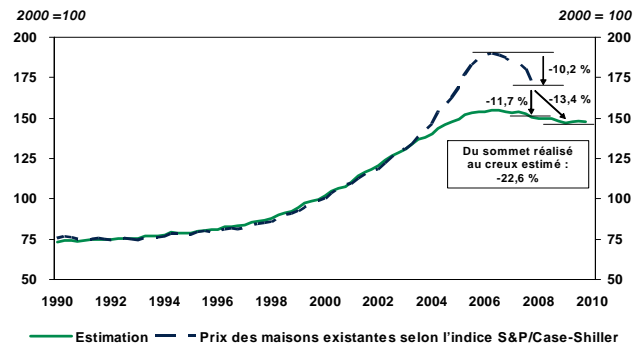
### CONCLUSION : LES TENSIONS DEMEURERONT PRÉSENTES POUR PLUSIEURS MOIS

Malheureusement, rien n'indique encore que la crise de liquidités et de crédit soit sur le point de se dissiper. Le déclencheur de la crise, la correction du marché immobilier américain, se poursuit. Il faut prévoir d'autres augmentations des saisies de maisons et des défauts de paiement sur les hypothèques, puisque les prix des résidences devraient continuer de reculer tout au long de 2008<sup>10</sup> (graphique 19).

<sup>9</sup> Discours prononcé le 13 mars 2008 devant la Chambre de commerce de Toronto.

<sup>10</sup> Voir le *Point de vue économique* du 12 mars 2008 « États-Unis : la baisse du prix des maisons est-elle sur le point de s'achever? ».

**Graphique 19 – La correction du prix des maisons devrait se continuer**



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

Les pertes sur les produits financiers adossés aux prêts hypothécaires à risque continueront donc de s'accroître. La plupart des analystes prévoient maintenant que ces pertes atteindront 400 G\$ à 600 G\$. Les institutions financières maintiendront des conditions de crédit restrictives pour éviter d'augmenter leur exposition au risque. De plus, on ne peut exclure que d'autres produits financiers complexes finiront par connaître des difficultés semblables à celles qui touchent actuellement les *auction rated bonds*.

Les autorités monétaires et gouvernementales réalisent toutefois l'ampleur du problème et font tout en leur pouvoir pour limiter les dégâts. En diminuant de façon agressive les taux directeurs ou en injectant des milliards de dollars dans le marché monétaire, les banques centrales limitent la hausse des coûts de financement des institutions financières et leur permettent de poursuivre leurs activités de crédit. Au cours des derniers jours, la Fed a encore accentué ses efforts pour contrer les tensions sur les marchés financiers. Dans un premier temps, elle a fait passer de 60 G\$ à 100 G\$ les montants offerts aux enchères durant le mois de mars. Par la suite, elle a annoncé qu'elle accepterait maintenant de prêter jusqu'à 200 G\$ d'obligations fédérales en prenant en garantie des titres adossés à des hypothèques. Cette dernière mesure vise à rassurer les marchés et à créer une certaine demande pour les titres adossés de bonne qualité. Finalement, elle a participé activement au sauvetage de Bear Stearns avant d'abaisser son taux d'escompte et d'accroître de nouveau le financement offert aux grandes institutions financières.

De son côté, le gouvernement américain a entrepris plusieurs démarches, plus ou moins fructueuses jusqu'à maintenant, pour limiter la hausse du nombre de saisies de maisons, et l'envoi de chèques aux ménages américains, totalisant 106 G\$, devrait redonner un certain *momentum* aux dépenses de consommation à partir du printemps.

Quoique louables et nécessaires, ces démarches n'apportent pas une solution immédiate et complète aux problèmes qui touchent les marchés financiers. En fait, une telle solution n'existe tout simplement pas. La crise actuelle découle de plusieurs années d'imprudence, d'insouciance et d'excès tant de la part des prêteurs, des emprunteurs que des investisseurs. Il faudra encore plusieurs mois, voire trimestres, pour que la correction immobilière se termine aux États-Unis et que les grandes institutions financières de la planète finissent d'absorber leurs énormes pertes, réussissent à assainir leur bilan et rebâtissent leur capital.

Le temps permettra aussi aux ménages de se poursuivre sur le marché des produits dérivés. À notre avis, certains produits complexes deviendront beaucoup moins populaires, ou disparaîtront complètement, en particulier ceux qui transforment un emprunt à long terme en placement à court terme et créent ainsi un risque de liquidités important. Les produits dérivés et la titrisation continueront d'occuper un rôle très important sur les marchés financiers. Cependant, l'expérience actuelle et la vigilance accrue des autorités réglementaires, des agences de notation et des investisseurs devraient favoriser des produits plus simples et plus transparents. De tels changements aideront à rebâtir la confiance des investisseurs et feront diminuer progressivement l'aversion pour le risque. Il serait cependant surprenant que l'on retourne à des primes de risque aussi faibles que celles connues avant l'éclatement de la crise.

Les crises de liquidités et de crédit devraient ainsi continuer d'affecter les marchés financiers et la croissance économique mondiale pour plusieurs mois. Pour les consommateurs, les conséquences du resserrement de crédit dépendront beaucoup de leur situation financière. Le consommateur américain, aux prises avec une baisse notable des prix des propriétés et un marché de l'emploi fragile, paraît ainsi beaucoup plus à risque que son homologue canadien qui profite encore d'une économie interne relativement vigoureuse.

**Mathieu D'Anjou, CFA**  
Économiste senior