

La crise du crédit hypothécaire à risque : le gouvernement doit-il (encore) intervenir?

Une comparaison historique avec l'épisode des *Savings and Loan*

La crise du crédit hypothécaire à risque continue de faire couler beaucoup d'encre. Selon le Fonds monétaire international (FMI), les États-Unis font face à la pire crise financière depuis les années 30.

[...] The global expansion is losing momentum in the face of what has become the largest financial crisis in the U.S. since the Great Depression. The financial shock that originated in the U.S. subprime mortgage market in August 2007 has spread quickly and in unanticipated ways, to inflict extensive damage on markets and institutions at the core of the financial system. [...]

World Economic Outlook, avril 2008.

En dépit d'actions agressives de la Réserve fédérale américaine (Fed), le problème des liquidités demeure évident et le marché du crédit reste sous tension. La situation est exacerbée par un cercle vicieux où la chute du prix des maisons incite un nombre de plus en plus grand de propriétaires immobiliers en difficulté à remettre leur clé, ce qui accroît le stock de maisons et exerce des pressions baissières additionnelles sur la valeur des maisons.

Certes, la crise actuelle est préoccupante, mais elle n'est toutefois pas sans précédent. En particulier, un parallèle peut être dressé avec la débâcle qui a entraîné la faillite de près de la moitié des *Savings and Loan*¹ (S&L) au cours des années 80. Les similitudes sont frappantes : la correction immobilière, l'ampleur des pertes, la mauvaise gestion du risque et l'utilisation accrue d'effets de levier. Cela a amené certains intervenants des marchés financiers à craindre qu'une intervention gouvernementale ne soit nécessaire.

À notre avis, les choses ne devraient pas se rendre jusque-là. La Fed a fait des pas importants au cours des derniers mois, avec des baisses de taux agressives et des mesures non conventionnelles visant à assurer le bon fonctionnement du système financier. En particulier, le financement du rachat de Bear Stearns par J. P. Morgan a permis d'éviter des effets de contagion qui auraient pu conduire à des ventes de feu. Par ailleurs, l'habileté des banques à lever du capital signale que l'implication de deniers publics pourrait être modeste, voire non nécessaire.

Avec d'autres mauvaises nouvelles encore à venir, nous sommes perplexes face au rebondissement récent des principales places boursières, mais cela illustre sans doute que le plus gros de la crise est maintenant vraisemblablement derrière nous. Toutefois, il semble que le système bancaire américain se dirige vers une période de redressement de son bilan. Dans ces conditions, le resserrement des conditions de crédit pourrait retarder l'éventuelle reprise économique.

¹ Les S&L sont des institutions financières communautaires spécialisées dans les dépôts et les prêts hypothécaires.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Martin Lefebvre
Économiste senior

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

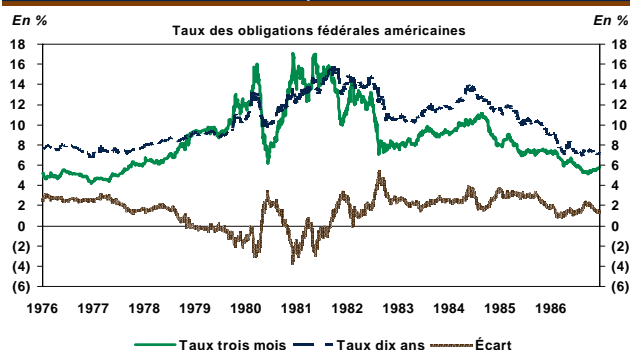
LA CRISE DES SAVINGS & LOAN

Comprendre la débâcle des *S&L* peut nous aider à prévoir la fin de la présente période de tourmente. Les sources qui ont entraîné près de 1 000 institutions de dépôt à la faillite entre 1986 et 1991 sont multiples et complexes. Ces années noires du système bancaire américain reflètent une détérioration de la conjoncture économique et financière, un accroissement des prises de risques et un manque flagrant de supervision. Certains facteurs aggravants cités pour expliquer la crise incluent :

1. Montée rapide des taux d'intérêt de court terme

Les *S&L* ont été durement affectées à la fin des années 70. En remède à la poussée inflationniste liée aux chocs des prix de l'énergie, la Fed a fortement augmenté la cible des fonds fédéraux. Les taux d'intérêt des bons du Trésor de trois mois sont ainsi passés d'un creux de 4,0 % en 1976 à plus de 16 % à la fin de 1980, alors que les taux des échéances gouvernementales de dix ans sont passés de 6 % à 13 %, au cours de la même période (graphique 1).

Graphique 1 – L'inversion de la pente de la courbe de rendement a été coûteuse aux *S&L* en première moitié des années 80



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Or, les *S&L* détenant principalement des actifs de long terme à taux fixe financés par des passifs de courte durée², l'inversion de la pente de la courbe de rendement a résulté en un bilan désapparié. Contraints d'offrir un taux maximum sur les dépôts, les *S&L* ont perdu un grand nombre d'épargnants au profit des fonds monétaires, et plusieurs institutions se sont trouvées insolubles. De revenus nets totalisant 781 M\$ en 1980, les *S&L* ont essuyé des pertes de 4,6 G\$ et 4,1 G\$, respectivement, en 1981 et en 1982 (tableau 1).

2. Déréglementation

Dans l'espoir de permettre aux *S&L* de retrouver la rentabilité, un ensemble de déréglementations a été mis sur pied de 1980 à 1982 (voir l'encadré 1 pour plus de détails). En mars 1980, sous l'administration Carter, les pouvoirs des institutions de dépôt (*thrifts*) ont été élargis³, le taux maximum offert sur les dépôts a été augmenté et la limite des dépôts assurés est passée de 40 000 \$ à 100 000 \$. Puis, deux ans plus tard, alors que les taux d'intérêt sont repartis à la hausse, le gouvernement de Reagan a mis en place une politique afin de compléter le processus de redistribution des pouvoirs aux *S&L* de juridiction fédérale et leur permettre de diversifier leurs activités dans le but d'accroître les profits. La décélération de l'inflation et les baisses des taux d'intérêt ont été bénéfiques à plusieurs *S&L* qui, dans l'ensemble, ont renoué avec les profits de 1983 à 1985.

² La durée (ou duration) est une mesure de la sensibilité d'un titre financier à un changement de taux d'intérêt. Un titre financier de long terme, telle une hypothèque de 30 ans, est plus sensible à un changement de taux d'intérêt qu'un titre financier de court terme, tels les dépôts d'un an.

³ Le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)* permettait aux *thrifts* de faire des prêts à la consommation jusqu'à 20 % de leurs avoirs, d'émettre des cartes de crédit et d'investir jusqu'à 20 % de leurs avoirs dans des prêts immobiliers commerciaux.

Tableau 1
***S&L*¹ assurées par le *FSLIC*²**

	Nombre de <i>S&L</i>	Actifs totaux	Revenu net	Capital	Capital/actif	Nombre de <i>S&L</i> ¹ insolubles*	Réserve du <i>FSLIC</i> ²
	G\$	G\$	G\$	G\$	%	G\$	G\$
1980	3 993	604	0,8	32	5,3	43	6,5
1981	3 751	640	-4,6	25	4,0	112	6,2
1982	3 287	686	-4,1	4	0,5	415	6,3
1983	3 146	814	1,9	4	0,4	515	6,4
1984	3 136	976	1,0	3	0,3	395	5,6
1985	3 246	1 068	3,7	8	0,8	702	4,6
1986	3 220	1 162	0,1	14	1,2	672	-6,3
1987	3 147	1 249	-7,8	9	0,7	672	-13,7
1988	2 949	1 349	-13,4	22	1,6	508	-75,0
1989	2 878	1 252	-17,6	10	0,8	516	n.d.

n.d. : non disponible; ¹ *Savings and Loan*; ² *Federal Savings and Loan Insurance Corporation*; * Basé sur le ratio du capital-tangible sur les actifs.

Source : Federal Deposit Insurance Corporation

Encadré 1

Chronologie des changements statutaire et réglementaires liés à la débâcle des Savings & Loan

Mars 1980 – Le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)* est mis sur pied. Cette loi de l'administration Carter vise à éliminer plusieurs distinctions entre les différents types d'institutions de dépôts et, ultimement, abolir le taux plafond sur les comptes de dépôts. L'autorité des S&L fédérales en matière de prêts ADC (acquisition, développement et construction) est étendue. L'assurance sur les dépôts passe de 40 000 \$ US à 100 000 \$ US.

Novembre 1980 – Le *Federal Home Loan Bank Board (FHLBB)* réduit l'avoir net obligatoire des S&L assurées de 5 à 4 % des dépôts totaux.

Août 1981 – Le *Tax Reform Act* est mis en branle. Il donne des incitatifs fiscaux favorables à l'investissement des particuliers dans l'immobilier résidentiel.

Septembre 1981 – Le *FHLBB* permet aux S&L en difficultés d'émettre des *Income capital certificates* qui sont achetés par le *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)* et comptés en tant que capitaux. Plutôt que de montrer que les institutions sont insolubles, les certificats les font paraître solvables.

Janvier 1982 – Le *FHLBB* réduit l'avoir net obligatoire des S&L assurées de 4 à 3 % des dépôts totaux.

Avril 1982 – Le *FHLBB* élimine les restrictions sur le nombre minimum de détenteurs d'action des S&L. Jusqu'alors, la loi requérait un minimum de 400 détenteurs, dont 125 issus de la localité, sans qu'aucun individu ne détienne plus de 10 % des actions, ou qu'un groupe n'en détienne plus de 25 %. La nouvelle réglementation permettait des propriétaires uniques.

Décembre 1982 – La loi sur les institutions de dépôts de Garn et St-Germain de 1982 est instaurée. Cette initiative de l'administration Reagan complète le processus visant à accroître les pouvoirs des S&L de juridiction fédérale et leur permettre de diversifier leurs activités. Le plafond sur les taux d'intérêt de dépôts est éliminé; les limites sur la quotité de financement est éliminée; les S&L peuvent maintenant prêter jusqu'à 40 % de leur avoir dans des hypothèques commerciales, 30 % dans des prêts à la consommation, 10 % dans des prêts commerciaux, et 10 % dans des baux commerciaux.

Août 1985 – Avec seulement 4,6 G\$ dans le fonds d'assurance du *FSLIC*, Edwin Gray, du *FHLBB*, cherche à recapitaliser les *FSLIC* à Washington. En 1986, le *Government Accounting Office (GAO)* estime à 20 G\$ les pertes du fonds d'assurance.

Août 1986 – Le *FHLBB* relève graduellement l'avoir net minimum obligatoire à 6 %.

1987 – Les pertes des S&L du Texas comptent pour près de la moitié des pertes nationales. Des 20 plus grandes pertes du pays, 14 proviennent du Texas.

Janv. 1987 – Le *GAO* déclare le *FSLIC* insolvable d'au moins 3,8 G\$.

1989 – Le président Bush dévoile son plan de sauvetage en février. En août, le *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA)* est créé. Le *FIRREA* abolit le *FHLBB* et le *FSLIC*, transfère la réglementation des S&L à une entité nouvellement créée, l'*Office of Thrift Supervision*. Les dépôts d'assurance sont maintenant supervisés par le *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*. Le *Resolution Trust Corporation (RTC)* est créé pour résoudre les S&L insolubles.

Source : Federal Deposit Insurance Corporation

3. Manque de supervision

Malheureusement, ces déréglementations n'ont généralement pas été accompagnées de mesures visant adéquatement à minimiser les risques encourus, et elles ont fait plus de tort que de bien au cours des années subséquentes.

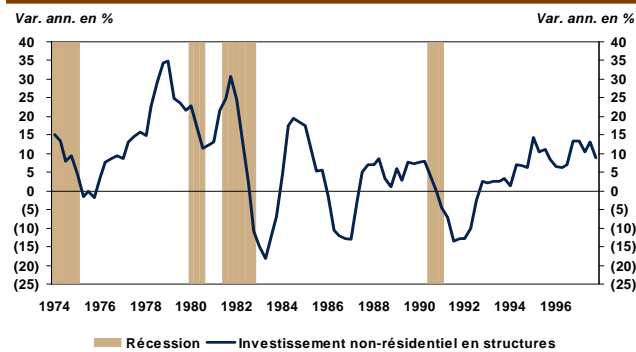
4. Accroissement du risque

Rapidement, les risques d'intérêt ont été remplacés par des risques de crédit. Les dépôts étant assurés par la *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)*, les *S&L* étaient incitées à s'inscrire dans des secteurs d'activité lucratifs (mais plus risqués, et pour lesquels elles détenaient une expérience limitée), afin de redresser leurs bilans. En particulier, les nouvelles réglementations permettaient aux *S&L* de participer dans des projets immobiliers commerciaux. Dans certains États, l'investissement direct en immobilier, en Bourse et dans les sociétés de service était permis quasi sans limite. Certaines *S&L* se sont empêtrées dans des placements spéculatifs et les produits dérivés.

5. Récessions régionales et sectorielles

La situation a été envenimée par des récessions régionales et sectorielles. En particulier, en lien avec l'effervescence créée par la hausse marquée des prix du pétrole, l'augmentation de l'emploi, des revenus et du prix des maisons s'est traduite par un flux migratoire important, vers le sud-ouest, de travailleurs à la recherche d'un emploi et d'un boum de la construction. Or, la chute marquée des prix du pétrole (de 30 \$ US le baril en 1985 à 10 \$ US en 1986) a provoqué un éclatement de la bulle immobilière (graphique 2). Les entrepreneurs ont fait défaut sur leurs prêts (octroyés en grande partie par les *S&L*), et les biens pris en garantie se sont dévalués à un rythme trop rapide pour protéger la valeur des prêts. Les *S&L* des régions agricoles ont connu un sort similaire, alors que le prix du grain s'est déprécié en première moitié des années 80.

Graphique 2 – La crise des S&L reflète l'éclatement de la bulle immobilière commerciale des années 80



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À la fin, bien que les difficultés se soient déroulées dans des régions spécifiques, l'importance relative du marché bancaire de certains de ces États, en termes d'institutions et de ressources, s'est traduite par un problème à l'échelle nationale. En conséquence, les profits se sont évaporés en 1986 (0,1 G\$), et les *S&L* sont devenues largement déficitaires de 1987 (-7,8 G\$) à 1989 (-17,6 G\$).

COÛTS ET CONSÉQUENCES DE LA DÉBÂCLE DES S&L

Au cours des années 80, les *S&L* ont essuyé des pertes sans précédent sur les prêts et les investissements, qui ont mené jusqu'à l'insolvabilité du *FSLIC* à la fin de 1986. En réponse à la situation, le congrès a créé, en 1987, le *Financing Corporation (FICO)*, afin d'amasser du capital pour le *FSLIC* en émettant des obligations de long terme, mais la contribution a été nettement insuffisante face aux problèmes bancaires criants. De 1986 à 1989, sous le *FSLIC*, puis de 1989 à 1995, sous le *Resolution Trust Corporation (RTC)*, son remplaçant, 1 043 institutions détenant des avoirs de 519 G\$ US ont été dissoutes ou carrément fermées (tableau 2). Cela a mené à une restructuration massive de l'industrie, le nombre d'institutions passant de 3 234 à 1 645 au cours de la période, soit une diminution de près de 50 %.

Tableau 2
Défaut des institutions de dépôts

En M\$	FSLIC ¹		RTC ²	
	Nombre	Actifs	Nombre	Actifs
1986	54	16 264		
1987	48	11 270		
1988	185	96 760		
1989	9	725	318	134 520
1990			213	129 662
1991			144	78 899
1992			59	44 197
1993			9	6 148
1994			2	137
1995			2	435
Total	296	125 019	747	393 998

¹ Federal Savings and Loan Insurance Corporation; ² Resolution Trust Corporation.

Source : Federal Deposit Insurance Corporation

La crise n'a vraiment commencé à prendre fin qu'en 1989 avec la mise sur pied du *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA)* de l'administration Bush. Le coût total imposé aux contribuables a été colossal et a lancé un débat important sur le risque moral qu'entraînait l'implication directe du gouvernement dans la résolution de la crise. De 1986 à 1995, le manque à gagner s'est élevé à 152,9 G\$ US, dont 81 % (123,8 G\$ US) ont été relégués aux contribuables (tableau 3).

Tableau 3
Coûts estimés de la résolution des S&L¹

En G\$	Secteur		Total
	Privé	Public	
Coût direct			
FSLIC ² /FRF ³ (1986-1995)	22,0	41,0	63,0
RTC ⁴ (1989-1995)	7,1	75,6	82,7
Estimation	29,1	116,5	145,7
Coût indirect		7,3	7,3
Total	29,1	123,8	152,9

¹ Savings and Loan ; ² Federal Savings and Loan Insurance Corporation ;

³ FSLIC Resolution Fund ; ⁴ Resolution Trust Corporation .

Sources : Federal Deposit Insurance Corporation

LA CRISE DU SUBPRIME : RÉPÉTITION DE L'HISTOIRE

Sans revenir en détail sur les causes de la présente crise⁴, les similitudes avec l'épisode des S&L sont frappantes, tant par la nature des sources (correction immobilière) que par l'ampleur des pertes (environ 3 % du PIB). En peu de mots, la détérioration du crédit hypothécaire à risque aux États-Unis reflète un accroissement des risques, un relâchement des critères de conformité et une détérioration régionale du marché de l'emploi.

Face à une hausse sans précédent du prix des maisons et à une remontée des taux d'intérêt, l'inaccessibilité des propriétés a incité les ménages à se tourner de plus en plus vers les prêts à risques⁵. Les prêteurs hypothécaires n'hésitaient pas à les promouvoir, puisque le risque était relégué aux banques. Ces dernières rachetaient les hypothèques et les assemblaient dans le but de les remettre sur le marché sous forme de titres obligataires garantis par les actifs immobiliers sous-jacents aux hypothèques. Le tout a été facilité par les agences de notation qui, en disposant habilement les différentes tranches de crédit, octroyaient une cote élevée aux produits structurés en question. Tout allait bien tant que le prix des maisons augmentait. Tout s'est arrêté lorsque la bulle immobilière a éclaté.

La turbulence financière a débuté lorsque les défauts sur les prêts *subprime* se sont accélérés, précipitant le prix des maisons en baisse. Le tarissement de la demande pour le papier commercial adossé à des actifs immobiliers a résulté en une perte sans précédent de liquidités sur le marché monétaire, et les écarts des taux d'intérêt interbancaires de

⁴ Voir le *Point de vue économique* «Les problèmes de crédit, un risque majeur», Desjardins, Études économiques, 17 mars 2008.

⁵ Les prêts à risques (*subprime*) sont accordés aux emprunteurs dont le dossier est entaché ou incomplet. La part des prêts *subprime* a bondi de 5,7 % en 2000 à 13,5 % en 2006.

trois mois se sont élargis à des niveaux nettement supérieurs aux taux directeurs ciblés (graphique 3). En raison d'une réappréciation généralisée du risque et de l'assombrissement des perspectives de croissance, les problèmes de liquidités persistent toujours.

Graphique 3 – La tension demeure élevée sur les marchés monétaires



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

L'EFFET DE LEVIER : TOUJOURS LE GRAND COUPABLE

Jusqu'à maintenant, les pertes déclarées sont de 290 G\$ US (tableau 4), et il est estimé qu'au bout du compte elles s'élèveront à plus de 400 G\$⁶. Cette somme, importante en soi, demeure toutefois limitée lorsqu'on la compare à l'ensemble des hypothèques résidentielles en circulation (3,8 %), à la taille du PIB (2,8 %) ou à la capitalisation boursière américaine (1,8 %). Dans ces conditions, comment la crise du *subprime* peut-elle avoir un effet aussi négatif sur le système financier et l'économie des États-Unis?

Une étude récente⁷ montre que l'impact s'annonce potentiellement significatif parce que près de la moitié des pertes sera absorbée par des institutions ayant un fort recours à l'endettement (institutions de dépôt, banques d'investissement, fonds spéculatifs...). Selon les comptes statistiques de la Fed, les banques commerciales des États-Unis utilisent un effet de levier d'environ 9,5 pour 1.⁸ Les banques d'investissement ont des leviers d'endettement encore plus importants : Bear Stearns (32,8 pour 1), Morgan

⁶ Le Fonds monétaire international (FMI) arrive à une estimation un peu plus pessimiste où les pertes potentielles liées à l'exposition des banques aux prêts *subprime* et aux produits structurés liés, et aux pertes sur les prêts à la consommation et aux entreprises, pourraient être de l'ordre de 440 à 510 G\$ US.

⁷ David GREENLAW, Jan HATZIUS, Anil K. KASHYAP et Hyun Song SHIN, « Leveraged losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown », US Monetary Policy Forum Conference Draft, 29 février 2008.

⁸ En février 2008, l'actif total s'élevait à 10 993,9 G\$, alors que le passif atteignait 9 838,5 G\$. Ainsi, le ratio du capital sur l'actif total = (10 993,9 G\$ - 9 838,5 G\$)/10 993,9 G\$ = 10,5 %, ce qui correspond à un effet de levier de 9,5 pour 1.

Tableau 4
Subprime : pertes des banques

En G\$ (au 21 avril)	Dépréciation	Perte	Total
Citigroup	35,3	5,6	40,9
USB	38,0		38,0
Merrill Lynch	31,7		31,7
Bank of America	9,2	5,7	14,9
Morgan Stanley	12,6		12,6
HSBC	3,0	9,4	12,4
JPMorgan Chase	5,5	4,2	9,7
IkB Deutsche	9,1		9,1
Washington Mutual	0,3	8,0	8,3
Deutsche Bank	7,5		7,5
Wachovia	4,9	2,4	7,3
Credit Agricole	6,6		6,6
Credit Suisse	6,3		6,3
Mizuho Financial Group	5,5		5,5
Canadian Imperial (CIBC)	4,1		4,1
Societe Generale	3,9		3,9
Bayerische Landesbank	3,7		3,7
Wells Fargo	0,9	2,7	3,6
E*Trade	2,5	0,9	3,4
Lehman Brothers	3,3		3,3
WestLB	3,3		3,3
Barclays	3,2		3,2
Bear Stearns	3,2		3,2
Royal Bank of Scotland	3,1		3,1
National City	0,5	2,6	3,1
Goldman Sachs	3,0		3,0
Dresdner	2,8		2,8
ABN Amro	2,5		2,5
Fortis	2,4		2,4
HSB Nordbank	2,4		2,4
Natixis	1,9		1,9
BNP Paribas	1,4	0,3	1,7
DZ Bank	1,5		1,5
Bank of China	1,3		1,3
Caisse d'Épargne	1,3		1,3
LB Baden-Wuerttemberg	1,3		1,3
Nomura Holdings	1,0		1,0
Sumitomo Mitsui	1,0		1,0
Gulf International	1,0		1,0
Banques européennes non énumérés ci-haut (1)	8,4		8,4
Banques asiatiques non énumérés ci-haut (1)	5,0	0,4	5,4
Banques canadiennes excluant CIBC	2,5	0,1	2,6
Total	247,6	42,3	289,9

(1) Dont les pertes sont inférieures à 1 G\$.

Source : Bloomberg

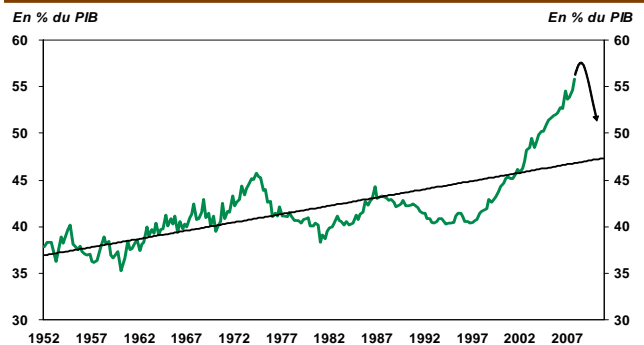
Stanley (32,6 pour 1), Lehman Brothers (30,7 pour 1), Merrill Lynch (27,8 pour 1) et Goldman Sachs (26,2 pour 1)⁹.

⁹ Mark GONGLOFF, « Crunch Proves a Test of Faith for Street Strong », *The Wall Street Journal*, 17 mars 2008.

Le problème est qu'en raison des effets de levier les banques doivent réduire les prêts qu'elles octroient par un multiple des pertes engrangées afin de rééquilibrer leurs bilans. Si l'on suppose un effet de levier moyen de 10 pour 1 pour l'ensemble de l'industrie, et si l'on suppose que les institutions seront en mesure de combler la moitié des pertes encourues par de nouvelles levées de fonds, le déclin du capital de 100 G\$ pourrait se traduire par une contraction de 1 000 G\$ des prêts à la consommation et aux entreprises.

L'étude, plus circonspecte dans son analyse, arrive à un scénario de base où la contraction du crédit pourrait atteindre 910 G\$. Cela retrancherait *grosso modo* 1,3 point de pourcentage à la croissance du PIB réel au bout de quatre trimestres. Toutefois, les pertes pourraient être encore plus grandes. L'effet de levier étant historiquement pro-cyclique, c'est-à-dire fort utilisé en période d'essor et rapidement réduit en période de contraction, il est possible que le ralentissement économique amène les institutions financières à diminuer leur recours à l'endettement (graphique 4).

Graphique 4 – Les institutions financières vont-elles diminuer les leviers d'endettement?

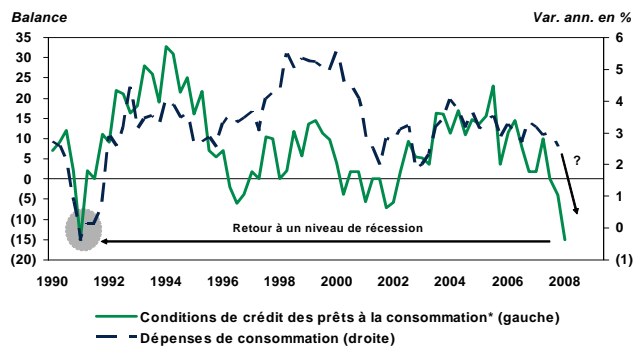


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

CONTRACTION DU CRÉDIT BANCAIRE = RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

Les pertes sur les prêts hypothécaires et les titres financiers sous-jacents ainsi que la contraction du crédit disponible aux prêts aux entreprises et aux consommateurs menacent sérieusement la croissance économique (graphique 5). Étant donné le degré élevé d'incertitude quant à leur exposition au risque, les institutions financières ont resserré leurs conditions de crédit et se sont retirées de tout type de prêts risqués, préférant conserver leur capital afin de parer les pertes potentielles. La répercussion de la baisse de cadence sur l'emploi et les salaires risque de prolonger la correction du prix des maisons. À terme, cela pourrait se traduire par une diminution marquée du levier d'endettement des banques, une situation qui ne manquerait pas de diriger les États-Unis vers une période prolongée de faible croissance.

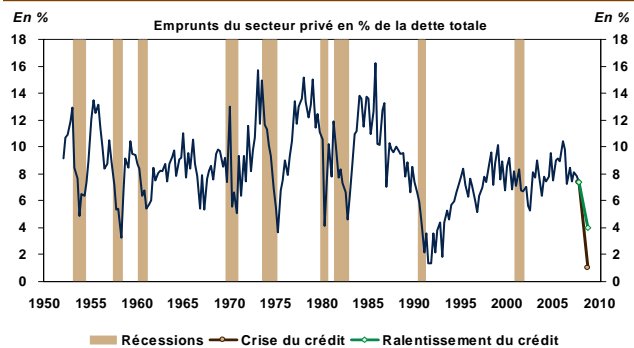
Graphique 5 – Crédit à la consommation



* Pourcentage net des banques désirant effectuer plus de prêt à la consommation.
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Le FMI évalue que le resserrement des conditions de crédit (*credit squeeze*) pourrait retrancher environ quatre points de pourcentage à la croissance du crédit aux États-Unis¹⁰. Dans un scénario plus catastrophique qui mènerait à un arrêt indéterminé du crédit (*credit crunch*), l'impact pourrait être deux fois plus important et s'apparenter à l'épisode des *S&L* (graphique 6). Un tel scénario pourrait survenir dans l'éventualité où les institutions ne peuvent déterminer les risques qu'elles prennent en prêtant aux autres institutions. Même les institutions ayant les meilleures cotes trouveraient alors plus difficile d'obtenir du crédit.

Graphique 6 – Une crise du crédit pourrait signifier une contraction importante du crédit au secteur privé



Source : Desjardins, Études économiques

LA FED À LA RESCOUSSE

La différence majeure avec les épisodes précédents de resserrement du crédit réside dans la réponse sans précédent des instances gouvernementales. D'un côté, l'administration Bush a mis sur pied le *Economic Stimulus Act* de 2008. Le plan de relance, estimé à 168 G\$, devrait contribuer pour

0,7 point de pourcentage à la croissance du PIB réel en 2008¹¹. D'un autre côté, bien que les critiques aient fusé de toute part face à l'hésitation de Ben Bernanke au moment de l'éclatement de la crise en août 2007, l'ampleur des ajustements qui ont été faits depuis ont rapidement démontré la détermination de la Fed à assurer le bon fonctionnement du système financier américain.

Depuis septembre 2007, la cible des fonds fédéraux a été abaissée de 300 points de base, soit de 5,25 % à 2,25 %, et la porte reste clairement ouverte à d'autres baisses de taux. À notre avis, deux autres réductions des fonds fédéraux verront le jour d'ici l'été. Mais la Fed a rapidement compris que le problème de liquidité qu'engendrait le dysfonctionnement du marché des titres adossés à des créances hypothécaires ne passerait pas uniquement par des baisses de taux d'intérêt et les mesures non conventionnelles ont été multipliées au cours des derniers mois (tableau 5). En plus d'abaisser le taux d'escompte, la Fed a confirmé son rôle de prêteur de dernier recours en permettant aux négociants principaux d'utiliser cette fenêtre. À l'aide de prêts à terme, la Fed a mis à la disposition des banques et des principaux négociants les liquidités nécessaires pour rencontrer leurs exigences, et elle a élargi la gamme des titres pris en nantissement¹².

Le point tournant a probablement été le financement du sauvetage de J. P. Morgan sur Bear Stearns. Certes, la Fed veut éviter à tout prix d'initier un débat sur le risque moral, mais les effets de contagion causés par la faillite de l'une des plus importantes banques d'investissement aux États-Unis aurait pu mettre le système financier américain en péril :

[...] Our financial system is extremely complex and interconnected, and Bear Stearns participated extensively in a range of critical markets. With financial conditions fragile, the sudden failure of Bear Stearns likely would have led to a chaotic unwinding of positions in those markets and could have severely shaken confidence. The company's failure could also have cast doubt on the financial positions of some of Bear Stearns' thousands of counterparties and perhaps of companies with similar businesses. Given the current exceptional pressures on the global economy and financial system, the damage caused by a default by Bear Stearns could have been severe and extremely difficult to contain. Moreover, the adverse effects would not have been confined to the financial

¹⁰ Global Financial Stability Report, avril 2008.

¹¹ Congressional Budget Office, « Policy Options for the Housing and Financial Markets », avril 2008.

¹² Voir le *Point de vue économique*, « La politique d'ajout de liquidités de la Fed est-elle vraiment expansionniste et inflationniste? », Desjardins, Études économiques, 14 avril 2008.

Tableau 5
Facilités de prêts de la Fed aux institutions financières

	<i>Opérations de marché*</i>	<i>Prêts au taux d'escompte (Discount Window)</i>	<i>Term Auction Facility (TAF)</i>	<i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>	<i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>
Admissibilité	Négociants principaux	Institutions de dépôt	Institutions de dépôt	Négociants principaux	Négociants principaux
Échéance du prêt	De 1 à 28 jours	De 1 à 90 jours	28 jours	1 jour	28 jours
Type de prêts	Fonds fédéraux (liquidités)	Fonds fédéraux (liquidités)	Fonds fédéraux (liquidités)	Fonds fédéraux (liquidités)	Titres du Trésor américain
Taux d'intérêt	Taux des fonds fédéraux	Taux d'escompte	Par enchères	Taux d'escompte	Par enchères
Quand	Chaque jour	Sur demande	Deux fois par mois	Sur demande	Chaque semaine
Type de garanties	Titres du Trésor, titres d'agences, titres hypothécaires d'agences	Titres du Trésor, titres d'agences, titres hypothécaires d'agences, autres titres de dettes	Titres du Trésor, titres d'agences, titres hypothécaires d'agences, autres titres de dettes	Titres du Trésor, titres d'agences, titres hypothécaires d'agences, autres titres de dettes ¹	Titres du Trésor, titres d'agences, titres hypothécaires d'agences, autres titres de dettes ²
Mise en place du programme	Existant, avec modifications le 7 mars 2008	Existant, avec modifications le 17 août 2007	Le 12 déc. 2007	Le 16 mars 2008	Le 11 mars 2008

* Prises en pension, cessions en pension, achats et ventes de titres; ¹ Incluant titres privés adossés à des actifs hypothécaires ou autres; ² Incluant titres hypothécaires privés.

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

system but would have been felt broadly in the real economy through its effects on asset values and credit availability. [...]

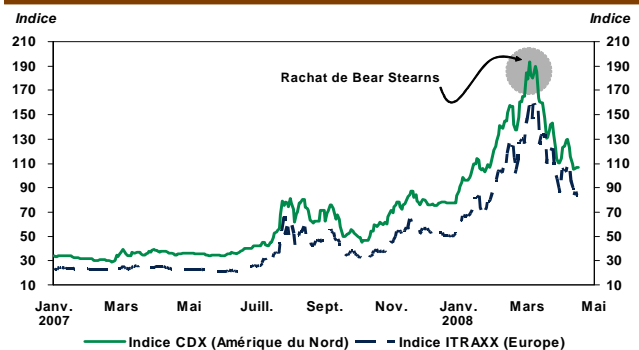
Ben Bernanke, 2 avril 2008.

Rapidement, les risques de contrepartie ont diminué (graphique 7). Les Bourses américaines se sont ralliées, l'indice S&P 500 gagnant près de 7,5 % au cours des quatre semaines qui ont suivies, après avoir atteint un creux le 17 mars au matin.

LA FIN DE LA CRISE EST-ELLE EN VUE?

La dépréciation du billet vert, combinée à l'assouplissement monétaire de la Fed, le plan fiscal de l'administration Bush et la diminution des taux d'intérêt de long terme, devrait supporter l'activité économique en dépit de l'élargissement des écarts de taux. Toutefois, ces ajustements ne tiennent pas compte du resserrement drastique des conditions de crédit des banques et de l'affaissement du marché des

Graphique 7 – Le coût de l'assurance contre le risque de défaut a beaucoup diminué depuis le rachat de Bear Stearns

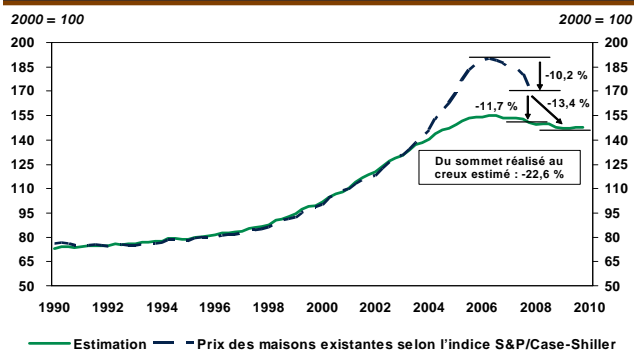


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

produits structurés, qui a été une importante source de l'accroissement du crédit au cours des dernières années. Par ailleurs, les mesures de la Fed ont fait en sorte de limiter les problèmes liés à la crise (solvabilité et liquidités) plutôt que

s'attaquer aux sources du problème (la chute du prix des maisons). Or, un modèle simple du prix des maisons aux États-Unis, basé sur les taux d'intérêt et les revenus des ménages, suggère qu'une baisse additionnelle de 10 à 15 % est encore nécessaire pour amener une stabilisation du marché immobilier (graphique 8)¹³.

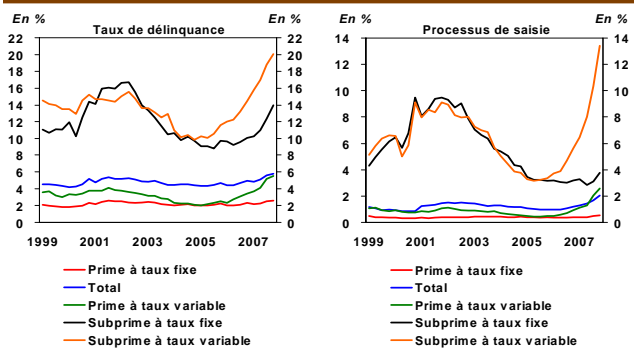
Graphique 8 – La correction du prix des maisons devrait se continuer



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

Les prix pourraient toutefois chuter davantage. Le problème est que la situation est exacerbée par un cercle vicieux où la correction du prix des maisons incite un nombre grandissant de propriétaires en difficultés à remettre leur clé, ce qui accroît le stock de maisons et exerce des pressions baissières additionnelles sur la valeur des maisons (graphique 9). Avec de plus en plus de ménages ayant une équité négative sur leur maison¹⁴, les taux de défaillance sur les prêts à risque octroyés en 2007 sont sur la voie de connaître une performance encore pire qu'en 2005 et 2006.

Graphique 9 – La délinquance et les saisies continuent d'augmenter, particulièrement pour les hypothèques à risque



Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

¹³ Voir le *Point de vue économique*, « États-Unis : la baisse du prix des maisons est-elle sur le point de s'achever? », Desjardins, Études économiques, 12 mars 2008.

¹⁴ En décembre 2006, First American CoreLogic estimait à 7 % le nombre de ménages ayant une équité négative sur leur maison. Avec la chute de 11 % enregistrée depuis, le nombre se situe vraisemblablement maintenant entre 15 % et 20 %.

LE GOUVERNEMENT DOIT-IL INTERVENIR (ENCORE)?

On comprend maintenant mieux les ramifications de la crise, mais il semble que cette dernière ne connaîtra son dénouement que lorsque la correction immobilière aura atteint un creux. Dans ces conditions, la possibilité d'une intervention du secteur public fait de plus en plus les manchettes. Au bout du compte, il reste possible que seul un rachat à rabais de la part du gouvernement des prêts en difficultés, puis garantie par la *Federal Housing Administration* puisse arrêter la chute du prix des maisons et stabiliser le marché du crédit.

Il est devenu évident qu'une nouvelle réglementation allait s'imposer quand la Fed est intervenue dans le rachat de Bear Stearns et quand elle a signifié qu'elle ne laisserait pas une grande firme d'investissement capituler. Si, à la fin, les contribuables paient la note, le gouvernement resserrera les limites sur les risques que les banques peuvent prendre. Certains seront tentés de remettre le blâme sur la Fed pour avoir laissé son taux directeur à 1 % trop longtemps, mais les banques devront maintenant y penser à deux fois avant d'accroître la prise de risque dans une situation qui s'apparente à une bulle. Si les banques ne peuvent penser les blessures que leur comportement risqué leur a infligées, elles doivent être découragées de prendre des risques mal calculés.

Toutefois, en raison du risque moral que cela encourt, le gouvernement s'impliquera directement dans le rachat des hypothèques en défaut uniquement lorsque toutes les autres options auront été épuisées. En théorie, pour qu'une intervention publique soit optimale, le gouvernement doit faire la part des choses entre l'habileté des banques à lever du capital et le coût lié à la fermeture des établissements bancaires.

Pour le moment, les levées de capitaux effectuées par les institutions de prêts vont bon train (tableau 6). Au 16 avril, plus de 162 G\$ ont été amassés par les institutions financières, dont près du tiers par les fonds souverains. Avec plus de la moitié des besoins déjà comblés par le secteur privé, il est fort possible que les banques soient en mesure d'arriver par elles-mêmes à se sortir de l'impasse. Cela, d'autant plus que l'accroissement de la pente de la courbe des rendements, résultat des baisses agressives de la Fed, leur permettra de rétablir leur marge bénéficiaire. Puis, il reste toujours l'option de vendre des actifs ou de diminuer les versements de dividendes.

Tableau 6 Injection de capitaux du secteur privé

	<i>Total</i>	<i>Contribution par investisseur</i>	
En G\$ (au 16 avril)			
Citigroup	30,4	6,9	Government of Singapore Investment Corp.
		5,6	Kuwait Investment Authority, Alwaleed bin Talal, Capital Research, Capital World, Sandy Weill, investisseurs publics
		7,5	Abu Dhabi Investment Authority
		10,4	Investisseurs publics
UBS	28,0	11,0	Government of Singapore Investment Corp.
		2,0	Investisseurs du Moyent-Orient non-identifié
		15,0	Investisseurs publics
IKB Deutsche	13,4		Gouvernement allemand, associations bancaires
Bank of America	13,0		Investisseurs publics
Merrill Lynch	12,8	6,6	Korea Investment Corp., Kuwait Investment Authority, Mizuho Financial Group
		5,0	Temasek Holdings
		1,2	Davis Selected Advisors
Wachovia	10,5	3,5	Investisseurs américains non-identifiés
		7,0	Investisseurs publics
WaMu	10,0	3,0	Investisseurs publics
		2,0	TPG Inc.
		5,0	Investisseurs institutionnels
Societe General	8,8		Investisseurs publics
WestLB	7,9		État de la Rhénanie du Nord Westphalie, associations des caisses d'épargne, gouvernements régionaux
Barclays*	7,7	3,0	China Development Bank
		2,0	Temasek Holdings
		2,8	Investisseurs publics
Morgan Stanley	5,0		China Investment Corp.
Lehman Brothers	4,0		Investisseurs publics
Canadian Imperial (CIBC)	2,9	1,5	Li Ka-Shing, Manulife Financial, Caisse de dépôt et placement du Québec, OMERS
		1,4	Investisseurs publics
HSBC	2,0		Investisseurs publics
National City	1,9		Investisseurs publics
E*Trade	1,8		Blackrock Inc., Citadel, autres investisseurs
Credit Suisse	1,4		Investisseurs publics
Gulf Int'l	1,0		Gouvernement de Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie saoudite, UAE
Total	162,5		

* Les investissements de China Development Bank's et de Temasek's dans Barclays Plc se sont fait avant sa tentative d'achat de ABN Amro Holding NV l'année dernière.

Source : Bloomberg

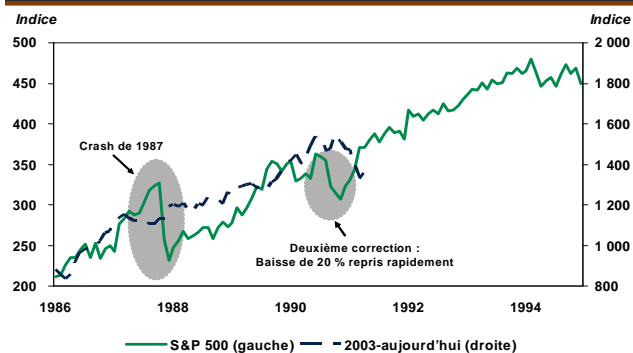
CONCLUSION

Le pire de la crise est vraisemblablement passé; il reste maintenant à savoir si le resserrement des conditions de crédit fera que la récession sera longue ou courte. L'époque des *S&L*, qui s'est étalée sur plusieurs années, et qui a mené à une crise du crédit, suggère qu'une véritable reprise économique pourrait n'avoir lieu que plus tard en 2009.

À notre avis, la situation appelle à plus de baisses de taux que présentement escomptées par le marché. Certes, la persistance des prix élevés de l'énergie constitue un enjeu pour les autorités monétaires. Toutefois, le contexte général demeure déflationniste (ralentissement économique, augmentation des capacités de production, perte d'emploi, baisse des salaires...) et la priorité restera axée sur la relance de l'économie et le bon fonctionnement du système financier. Ainsi, un peu à l'image des années 90, il est probable que les taux d'intérêt ne remonteront pas avant un certain temps

Cela ne veut pas dire pour autant que les marchés financiers vont cesser de fonctionner. En dépit des difficultés économiques rencontrées au cours des années 80 et 90, les marchés boursiers ont réussi à tirer leur épingle du jeu (graphique 10).

Graphique 10 – La performance des bourses n'a pas été si mauvaise durant la crise des S&L



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Martin Lefebvre
Économiste senior