

**LES HUIT BRAS
DE LA
CRISE FINANCIÈRE AMÉRICAINE**

**Pierre Langlois, M.Sc – économiste
Fédération des chambres immobilières du Québec
Octobre 2008**

Table de matières

I.	Introduction.....	1
II.	Illustration d'anciennes crises financières.....	1
	Crise américaine Savings and Loans 1989-91 (S&L).....	1
	Crise suédoise de 1992	1
	Crise asiatique de 1997	2
	Crise russe de 1998.....	2
	Crise argentine de 2001-02.....	2
III.	Huit sources de l'actuelle crise financière américaine	3
	1. Spéculation immobilière et le dégonflement de la bulle	3
	2. Outils hypothécaires subprimes et le courtage hypothécaire.....	3
	3. Cotation de crédit.....	4
	4. Une science financière complexe et une gouvernance incompétente	4
	5. Politique monétaire et politique gouvernementale	5
	6. Le comportement du consommateur américain.....	5
	7. Réglementation financière absente	6
	8. Lobbying financier.....	6
IV.	Au Canada.....	7
V.	Conclusion.....	7

I. Introduction

Apparue dès 2007, la crise financière qui sévit dans l'industrie financière américaine est sans doute l'électrochoc le plus virulent depuis la Grande Dépression. Elle se véhicule essentiellement par un resserrement des liquidités des institutions financières.

Le tout a débuté par l'éclatement de la bulle immobilière américaine. Entre 2001 et 2006, le marché de la vente immobilière américaine a connu une croissance spectaculaire. Sept des vingt marchés en importance ont vu leur prix médian croître de 80 % sur cette période, il était prévisible d'envisager une correction.

Ce qui est spectaculaire avec la crise actuelle, c'est l'ampleur du degré de pénétration des outils hypothécaires dans le système financier. Le choc initial causé par la réduction de la valeur du stock immobilier et les défauts de paiement hypothécaire ont engendré une cascade d'effets financiers qui était bien imprévisible.

Cette imprévisibilité vient du fait que les sources des maux financiers américains sont multiples. Ces sources, regroupées sous huit chapitres; huit bras d'une pieuvre financière sous-jacents l'industrie bancaire, ont fini par étouffer mortellement quelques-uns des plus anciens fleurons de *Wall Street*.

Les crises financières ne sont pas rares d'un point de vue géopolitique, la structure des systèmes financiers demeurant une discipline complexe dont les plus illustres universitaires ne saisissent toujours pas l'ensemble des méandres. Un retour sur les crises passées s'impose en parallèle de la compréhension de celle-ci.

II. Illustration d'anciennes crises financières

Crise américaine Savings and Loans 1989-91 (S&L)

En 1989, plus de 700 associations rurales de crédit et d'épargne sont mises en faillite et le gouvernement américain a dû éponger **125 milliards de dollars**. Ces associations furent, grâce à une série de changements législatifs, déréglementées et sujettes à très peu d'encadrement contrairement aux institutions bancaires. Ces associations ont également permis de nombreux prêts immobiliers imprudents.

Aussi, des intermédiaires de marché – courtiers en dépôt - avaient développé une stratégie qui forçait les associations à prêter des sommes risquées aux déposants représentés par lesdits courtiers. Ainsi, les associations prirent un risque global d'opération beaucoup trop élevé et les faillites se sont multipliées.

Crise suédoise de 1992

Une déréglementation financière a permis aux banques suédoises à l'époque d'alimenter grandement le secteur des prêts hypothécaires. Suite à l'effondrement du marché immobilier suédois, la couronne suédoise sombra sur les marchés de change. La Banque centrale suédoise dut augmenter les taux d'intérêts, plongeant ainsi le pays dans une profonde récession.

Le gouvernement suédois dû devenir actionnaire des plusieurs banques commerciales, pour un montant de **18 milliards de dollars**, soit 4 % du PIB suédois de l'époque.

Crise asiatique de 1997

Les forts taux d'intérêts asiatiques du début des années 90 permirent aux pays de l'Asie du Sud-Est d'attirer énormément de capital, turbo-chargeant par le fait même la valeur des actifs asiatiques, y compris l'immobilier. La croissance du PIB régional se chiffrait à plus de 10 % annuellement, c'était le miracle asiatique. Avec des taux de change fixes, les gouvernements locaux se sont largement endettés.

Lorsque la Fed américaine se mit à rehausser ses taux à la fin de la récession américaine du début des années 90, plusieurs investisseurs ont ramené du capital en Amérique, réévaluant par le fait même le dollar américain. Les devises fixes asiatiques perdirent de leur lustre et propulsèrent les places boursières de la région dans une spirale négative.

Crise russe de 1998

La crise asiatique entraîna vers la baisse le prix des commodités, que l'économie russe exporte en grande quantité. Cette conjoncture économique négative, liée à un rouble artificiellement fixe et à un déficit public galopant dû aux efforts militaires russes en Tchétchénie, a nécessité l'implication du FMI à hauteur de **23 milliard de dollars**.

Crise argentine de 2001-02

En raison d'un peso fixé au dollar américain, l'économie argentine stagnait depuis trois ans. Le gouvernement souhaitait dévaluer le peso, ce qui a lancé une course à changer les pesos en dollars. Les banques furent prises d'assaut par le public et les entreprises. Le gouvernement dû geler l'ensemble des comptes bancaires du pays et plafonner les retraits.

Des signes communs transparaissent de ces crises, notamment la présence de spéculation immobilière, de déréglementation, d'endettement du secteur public et d'affaiblissement de la devise locale... Tous des symptômes que présentait l'économie américaine avant le début de l'actuelle crise financière.

III. Huit sources de l'actuelle crise financière américaine

1. Spéculation immobilière et le dégonflement de la bulle

Plusieurs marchés immobiliers américains ont connu des hausses de prix vertigineuses entre 1998 et 2005, notamment la Floride, le Nevada, New-York, l'Arizona et la Californie. Les fondements économiques de ces états n'expliquent qu'une faible partie du fondement de cette croissance immobilière.

De 1997 à 2006, le prix moyen d'une propriété aux États-Unis a cru de 124 %. Cette embellie spectaculaire du marché immobilier a incité les constructeurs à augmenter les mises en chantier, ce qui en 2006 des marchés se retrouvent avec un surplus d'inventaire. Une pression à la baisse s'installa sur les prix, les taux hypothécaires augmentèrent et des propriétaires attachés à des produits hypothécaires variables commencèrent à être pris en défaut.

La poussée des prix immobiliers sur cette période est également le fruit d'une vaste opération spéculative, le *flipping*. Près de 40 % des transactions résidentielles n'impliquaient pas l'acquisition d'une propriété principale.

La *National Association of Realtors® (NAR)*, et implicitement son ancien économiste en chef David Lereah, sont pointés du doigt par bien des observateurs économiques pour avoir biaisé les messages entourant la publication des résultats de la revente du courtage immobilier.

Lereah publia alors qu'il dirigeait les services économiques de NAR, des ouvrages basés sur des analyses jovialistes : *Are You Missing the Real Estate Boom?: Why Home Values and Other Real Estate Investments Will Climb Through The End of The Decade*. Lereah influença les membres de son organisation, les agents et courtiers immobiliers américains.

Les flippers immobiliers et le jovialisme de NAR sont l'une des premières causes de la crise financière.

2. Outils hypothécaires subprimes et le courtage hypothécaire

La prolifération des hypothèques *subprime* sont au cœur même de l'écrasement du secteur financier américain. Entre 1994 et 2006, la part de ces outils hypothécaires dans le marché total est passée de 5 % à 20 %, faisant par le fait progresser de façon importante la demande de propriétés résidentielles américaines.

L'un des instruments *subprimes* le plus prisé fut le ARM, (*interest-only adjustable rate mortgage*). Cette formule permet à son détenteur de ne payer que l'intérêt et aucun principal. Le détenteur peut également différer des paiements mensuels et les ajouter à son principal. Les mensualités progressent de façon importante après une certaine période. Les taux d'introduction sont très bas, souvent près de 1 %. Selon le groupe *Fitch*, les paiements mensuels ont cru de 63 % lors de l'ajustement des taux.

Le détenteur d'une ARM n'arrive donc pas à bâtir une équité sur sa propriété et dans un marché baissier se retrouve avec un passif hypothécaire largement supérieur à son actif immobilier.

Par exemple, pour la sixième banque américaine *Washington Mutual (WaMu)*, près de 45 % de ses détenteurs d'ARM sont à risque de faire défaut. L'enveloppe ARM de Wamu est évaluée à **52,9 milliards de dollars**.

La palme de détention d'ARM revient à Wachovia, qui en possède pour plus de **122 milliards de dollars**. Countrywide, au troisième rang, en a pour **25,4 milliards de dollars**. Downey Financials et IndyMac de Californie en totalisent respectivement pour près de **7 milliards et 3,5 milliards**.

Les courtiers hypothécaires américains sont également visés dans l'étude des sources de l'actuelle crise financière. Les outils hypothécaires suggérés aux clients étaient dans certains cas fonction de la prime de rétribution obtenue par le courtier. Un mécanisme de rétribution, le *Yield Spread Premium (YSP)*, est d'ailleurs fortement soupçonné d'avoir fait augmenter de façon importante le nombre d'hypothèques à hauts risques. Ainsi, le YSP incitait certains courtiers hypothécaires à qualifier des clients à un plus haut taux hypothécaires que celui normalement proposé par l'institution bancaire. Le courtier hypothécaire maximisait ainsi sa rétribution et l'institution bancaire pouvait par la suite vendre à un meilleur prix cette hypothèque sur le marché secondaire. Étrangement la législation américaine oblige les courtiers hypothécaires à divulguer le YSP, mais plusieurs enquêtes indépendantes démontrent que cette obligation n'était pas respectée.

Or, les régulateurs en matière de courtage immobilier de certains états américains sont même sous enquête policière pour ne pas avoir donné suite à des plaintes du public sur des agissements questionnables de certains courtiers hypothécaires et pour avoir émis des permis de pratique de courtage immobilier à des individus ayant un passé criminel.

En Floride, le commissaire du *Office of Financial Regulation* a dû démissionner suite à la publication d'articles de presse suggérant que son organisation avait émis des milliers de permis à des criminels impliqués dans le blanchiment d'argent et dans le trafic de stupéfiants.

En novembre 2007, le président du comité législatif sur les services financiers du congrès américain, le démocrate Barney Frank, déposait le projet de loi H.R. 3915. La nouvelle loi contraindrait les courtiers hypothécaires de s'assurer que le client possède la capacité de payer l'outil hypothécaire vendu et interdirait aux courtiers de suggérer des produits hypothécaires qui ne sont pas dans l'intérêt du client.

3. Cotation de crédit

Les agences de cotation de crédit sont la troisième source de la présente crise financière. En accordant des cotes inappropriées à des structures financières appuyées par des pools hypothécaires en guise de collatéral, les agences ont berné bien des investisseurs institutionnels.

Deux formes d'instruments financiers étaient liés aux pools hypothécaires à hauts risques : les *collateralized debt obligation (CDO)* et les *mortgage backed securities (MBS)*.

Le CDO offre aux investisseurs un cash flow appuyé sur différents actifs, dans le cas présent ceux-ci étaient fort trop concentrés en pools hypothécaires à hauts-risques via des MBS. Ainsi, lorsque le nombre de défauts de paiement ont augmenté, ces CDO furent décotés par les agences.

On évalue à environ 200 milliards de dollars les investissements liés aux CDO déployés entre 2003 et 2006. Suite à la prolifération des défauts de paiements, les fonds institutionnels et alternatifs ont éprouvé de grandes difficultés à assigner une valeur juste en termes de prix à ces CDO.

On reproche aux agences de cotation d'être en conflit d'intérêt, étant rémunérées par les institutions structurant les CDO et MBS. Une régulation de la cotation de crédit est dans la mire de la Securities Exchange Commission (SEC).

4. Une science financière complexe et une gouvernance incompétente

La structure quantitative des instruments financiers est devenue fort complexe. Les nouveaux analystes financiers sont désormais formés en mathématiques, physique, informatique – délogeant par le fait même les comptables et autres MBA. La science financière a évolué à une grande vitesse dans les dernières années, les

dirigeants des institutions financières ont certainement subi un certain déphasage face à la prolifération des nouveaux outils quantitatifs.

Les dirigeants des institutions et les conseils d'administration sont actuellement targués d'incompétence de par leur non compréhension des facteurs de risque qu'ils ont inclus dans leur processus d'investissement. La structure de rémunération de ces dirigeants est aussi une source de l'actuelle crise. En maximisant la rémunération des dirigeants en fonction des profits à court terme des institutions financières, que ce soit par des bonus au rendement ou par des options d'actions (stock options), il s'en est suivi une prise de risques supplémentaires.

Des questions demeurent. Comment Angelo Mozilo de Countrywide a pu augmenter le nombre d'outils hypothécaires à hauts risques, tout en reconnaissant publiquement que ceux-ci étaient plus risqués qu'on le croyait, tout en liquidant pour plus de 300 millions de dollars d'action en options?

Ou comment la direction de Merrill Lynch a pu laisser son CEO, Stan O'Neal, acquérir First Franklin afin de prendre davantage d'exposition aux outils hypothécaires? Et comment les dirigeants de Bear Sterns ont pu donner le feu vert à la création de deux fonds alternatifs qui a acheté passablement de CDO?

5. Politique monétaire et politique gouvernementale

5.1 Politique monétaire d'Alan Greenspan

Suite aux difficultés économiques post 9/11 et à l'écrasement de la bulle techno en 2001, la Fed américaine a amorcé une série de réductions du taux directeur afin de stimuler l'économie et d'injecter une quantité phénoménale de liquidités dans le système financier américain. Le taux réel d'intérêt s'est même retrouvé en territoire négatif. Avec de si faibles taux, les investisseurs traditionnels ont du se retourner vers des instruments plus risqués afin d'augmenter les rendements des capitaux.

5.2 Politique du Housing and Urban Development Department (HUD)

En 1977, l'administration Carter met en vigueur le *Community Reinvestment Act (CRA)*. Cette loi force les institutions financières à diversifier leurs offres hypothécaires afin de rejoindre l'ensemble des communautés, incluant les moins fortunés.

Par la suite en 1993, l'administration Clinton modifie le *CRA* afin de le rendre plus flexible et de réduire la lourdeur bureaucratique dudit programme.

Ces contraintes législatives ont certainement contribué à l'effervescence des subprimes.

6. Le comportement du consommateur américain

Évidemment, personne n'a forcé le consommateur américain à signer des hypothèques ARM, qui extrapolait en intérêts au fil du temps. Certains observateurs blâment principalement le consommateur américain pour son manque de vision, de responsabilité et son utilisation fébrile du crédit.

En 2004, la Fed américaine évaluait la dette globale du consommateur américain à plus de 2 billions (2 000 milliards) de dollars (excluant les hypothèques). Ce niveau sans précédent représentait une croissance de 100 % en dix ans. Plusieurs groupes de défense des consommateurs ont décrié largement l'augmentation des dettes de consommation des Américains. Simplement en dettes de cartes de crédit, l'Américain moyen doit un montant estimé entre 9 000 et 13 000 dollars.

7. Réglementation financière absente

En mai 2004, un ancien gouverneur de la Fed américaine, Edward Gramlich, prévient Alan Greenspan du manque de réglementation entourant la prolifération des prêts *subprimes*. Selon ses estimations, plus de la moitié des prêts *subprimes* étaient faits sans aucun encadrement de la part du gouvernement fédéral américain. Gramlich fit remarquer la lourdeur des pénalités liant les consommateurs aux prêts subprimes. Et pourquoi ces produits hypothécaires complexes étaient-ils destinés aux consommateurs les moins bien équipés pour comprendre les impacts complets de tels montages financiers, demanda Gramlich au congrès américain.

Par ailleurs, on peut également s'interroger sur la portée de la Loi *Sabarnes-Oxley* (SOX), qui suite à la débâcle de Enron, devait mieux baliser le contrôle comptable. Comment, en vertu de SOX, des agences de crédit ont pu coter à AAA des obligations liées à des hypothèques subprimes? SOX devait également encadrer les vérificateurs internes dans leur analyse de gestion du risque. Comment donc des institutions financières assujetties à SOX ont pu prendre une ouverture au risque beaucoup trop grande?

8. Lobbying financier

Comment le congrès américain a-t-il pu laisser un secteur financier sans un encadrement réglementaire moderne? Une partie de la réponse vient probablement des liens entre cette industrie et le financement des campagnes électorales des législateurs américains. Ainsi, Freddy Mac et Fannie Mae ont largement financé les campagnes des législateurs américains siégeant au comité du congrès sur les services financiers. Countrywide, l'un des acteurs principaux dans l'ascension des produits subprimes, a même offert des prêts hypothécaires à taux réduits à des membres du Congrès américain. Les législateurs américains sont plongés dans un conflit d'intérêt apparent.

IV. Au Canada

S'il est clair, aujourd'hui, que les sources de la crise financière américaine sont multiples. Qu'en est-il de la présence de ces maux au Canada?

Au chapitre du courtage immobilier et du courtage hypothécaire, le Canada possède un encadrement professionnel plus strict, minimisant la possibilité d'euphorie de la part de ces professionnels. La légèreté régulatrice de certains états américains est absente des principaux marchés canadiens. Pour ce qui est de la crédibilité des informations conjoncturelles portant sur le marché immobilier, le Canada se distingue par un plus grand nombre d'observateurs à cet égard. Notons que les institutions financières, la SCHL, les bannières et les chambres immobilières émettent régulièrement leurs analyses et messages quant à la direction du marché, ce qui est à l'opposé de la main mise de NAR sur ce volet du côté américain.

Les outils hypothécaires sont moins exotiques au Canada. Les *subprimes* canadiens sont bien balisés par la SCHL et les autres assureurs hypothécaires et la déduction fiscale des intérêts hypothécaires sur une propriété résidentielle n'est pas permise. D'ailleurs un effet négatif de la crise américaine sera le balayage des outils subprimes au Canada. Ceux-ci répondaient à des besoins précis, notamment au chapitre des travailleurs autonomes et des hauts salariés sans mise de fonds.

Pour ce qui est du financement des partis politiques, les règles canadiennes interdisent désormais les versements provenant du secteur privé suite au scandale des commandites de 2004.

Trois des huit sources de la crise américaine sont donc minimalement présentes sur le territoire canadien.

Toutefois, la cotation de crédit au Canada se fait par les mêmes joueurs qu'aux États-Unis et la gouvernance des institutions financières canadiennes n'est pas très différente qu'au sud de la frontière.

D'ailleurs, la concentration bancaire canadienne en un nombre plus faible de joueurs augmente le risque quant aux dommages économiques potentiels liés à l'écrasement d'un joueur. La forte présence de coopérative de services financiers est un élément distinct favorable du portrait bancaire canadien.

Quant à la Banque du Canada, de par sa taille et la volatilité d'une petite devise comme le dollar canadien, elle perd continuellement de son indépendance face aux grandes banques centrales. Les directions prises par la Fed américaine influent grandement la prise de décision du gouverneur de la Banque du Canada.

La réglementation canadienne est aussi une source d'inquiétude. Le fait que l'encadrement financier est partagé entre les provinces et le gouvernement fédéral augmente aussi le risque de vide réglementaire sur certains produits financiers ou la distribution de ceux-ci. La réflexion lancée par le gouvernement fédéral sur une possible centralisation des pouvoirs réglementaires est inévitable.

V. Conclusion

Déjà à la fin 2006, les premiers symptômes sont apparus quant à une possible crise financière américaine : euphorie immobilière, déclin du dollar et un dérapage au niveau des finances publiques. Ce trio de symptômes aurait pu pousser la Fed américaine et la SEC à une plus grande vigilance.

Une fois la prolifération virale de l'écrasement des subprimes, on ne peut que constater comment le système financier américain était fragile. L'incompétence des dirigeants et la nonchalance des agences de cotation de crédit auront transformé l'éclatement d'une bulle immobilière en la pire débâcle financière depuis 1929.

Le Canada doit apprendre des ennuis américains et revoir profondément sa réglementation financière, tant au niveau de l'industrie bancaire, des valeurs mobilières que de la distribution.