

Difficultés sur le marché des prêts hypothécaires aux ménages les plus fragiles : Quels risques pour l'économie américaine ?



Depuis quelques mois, les institutions spécialisées dans la distribution de crédits hypothécaires à risque (subprime loans) connaissent des difficultés ; certaines ont déjà fait faillite.

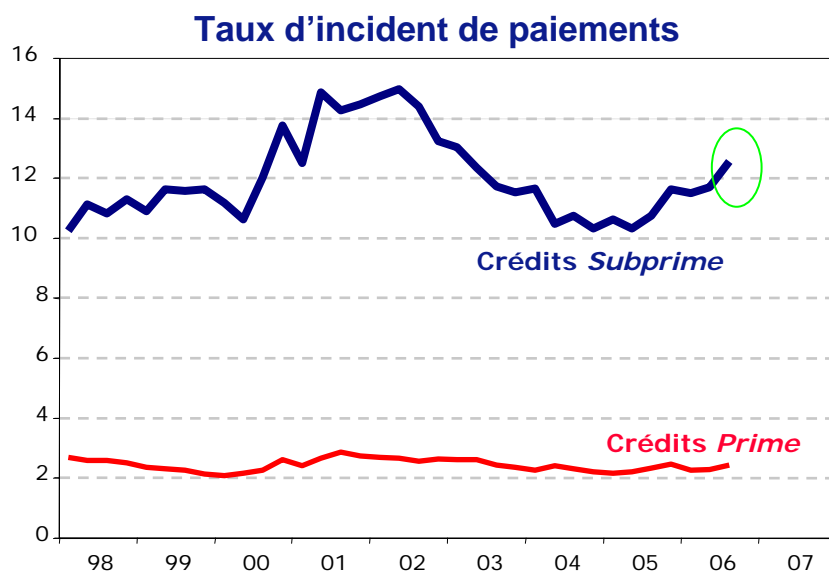
En début de semaine, l'un des quatre plus grands distributeurs de prêts subprime – New Century – a annoncé qu'il ne pourrait honorer ses engagements. Comment en est-on arrivé là ? New Century a emprunté auprès de banques d'investissement pour faire des prêts subprime, avant de revendre une large part... à ces mêmes banques qui en assurent la titrisation. Le problème est que les crédits cédés comportaient une option de rachat : New Century s'engageait, si les incidents de paiements montaient trop rapidement – ce qui a été le cas pour ceux accordés l'an passé – à racheter les crédits vendus. Faute de liquidités suffisantes pour racheter ces crédits, faute aussi de trouver de nouveaux prêteurs, New Century est aujourd'hui en quasi-faillite.

Si les développements récents sur le marché des prêts hypothécaires sont spectaculaires et si les turbulences sur les marchés ont toutes chances de continuer pendant encore plusieurs semaines, l'onde de choc pour l'économie américaine devrait néanmoins rester limitée.

Quelle est l'ampleur réelle du problème ?

Fin 2006, le stock de crédit hypothécaire *subprime* s'élevait à 1200 milliards de dollars, soit 12 % environ du stock total de créances hypothécaires. Près de la moitié de ces prêts ont été titrisés.

Le taux « normal » d'incidents de paiements sur ces prêts est d'environ 10 %. Il donne une indication sur la perte associée habituellement à ce type de crédits. Dans la mesure où cette perte est déjà intégrée dans le prix des prêts *subprime*, ce qui importe pour les détenteurs de ces créances est moins le niveau de ce taux que son évolution. Or, entre mi-2005 et fin 2006, le taux d'incidents de paiements est monté de 10 % à 13 % et il y a fort à parier qu'il continue de progresser sur les prochains trimestres.



Graphique 1 : Augmentation du taux d'incidents de paiements des crédits hypothécaires subprime.
Source : Thomson Datastream, ABX

- **Supposons que ce taux monte à 15 % d'ici fin 2007** – un peu plus rapidement que ne le laisserait attendre un ralentissement modéré des créations d'emplois (l'emploi est la variable qui normalement explique l'évolution des incidents de paiements). Si l'on applique à ces prêts, un taux de recouvrement d'environ 60 % (hypothèse prudente, puisque ce taux est celui appliqué en général aux prêts en défaut, ce qui n'est pas nécessairement le cas de tous ceux qui connaissent des incidents de paiements), **la perte « non anticipée » se monterait à quelque 25 milliards de dollars** [=1200 x (0.15 – 0.10) x (1-0.6)].
- Les prêts *subprime*, accordés au cours des dernières années, ne comportent pas tous les mêmes risques : ceux accordés jusqu'en 2004 semblent l'avoir été dans le respect des standards de crédits habituels et leurs détenteurs ont bénéficié, entre temps, d'une hausse du prix de leurs maisons ; les prêts octroyés en 2005 et surtout 2006 sont en revanche nettement plus risqués (25% des prêts accordés en 2006 ne comprenaient pas de remboursement de capital pendant les premières années (*interest only*), contre... 0 % en 2000 et près de la moitié ont été accordés en fonction des revenus déclarés par les ménages, sans que ceux-ci n'aient à les prouver, contre moins du quart en 2000). **Ajoutons donc un supplément d'incidents de paiements de 5 % sur les prêts subprime effectués en 2006** (i.e. 600 milliards de dollars) : **cela augmente la perte calculée plus haut de 12 milliards de dollars** [= 600 x 0.05 x 0.4].

La perte totale, calculée ici en retenant des hypothèses plutôt pessimistes, s'élèverait ainsi à un peu moins de 40 milliards de dollars.

On note d'ailleurs que la décote des titres *subprime* observée récemment donne, si on l'applique à l'ensemble des prêts, une perte en capital du même ordre de grandeur¹. Ce montant n'est pas négligeable, mais ne menace pas l'équilibre financier américain : sur la seule année 2006, les profits des institutions de crédit assurées par la FDIC ont approché 150 milliards de dollars (130 milliards pour les seules banques commerciales). De plus, la titrisation d'une partie de ces prêts assure une plus large répartition des risques.

Quelles sont les conséquences pour l'économie ?

La difficulté pour l'économie américaine est en réalité aujourd'hui moins de faire face à une accumulation de pertes dans un compartiment particulier du marché du crédit, que de **rester près du plein emploi**, en même temps que se poursuit le ralentissement de l'endettement des ménages.

De ce point de vue, le maintien, en février, d'un taux de chômage relativement bas devrait rassurer les pessimistes. Le problème est que cette crise du *subprime* survient au moment où **l'investissement des entreprises semble, de façon un peu surprenante, être tombé en panne**.

Ce ralentissement de l'investissement productif nous a d'ailleurs conduits **à réviser de 2,7 % à 2,4 % notre prévision de croissance pour les Etats-Unis en 2007**, sans toutefois modifier notre prévision d'un indice S&P 500 à 1470 points fin 2007.

La Fed va-t-elle baisser ses taux ?

La banque centrale américaine souhaite, depuis plusieurs mois déjà voir l'endettement des ménages ralentir et les banques resserrer leurs standards de crédit. La stabilité financière n'étant actuellement pas en jeu, elle a peu de raisons de baisser immédiatement ses taux directeurs. Elle devrait en revanche modifier la teneur du communiqué qu'elle publiera à l'issue de son prochain comité de politique monétaire (le 21 mars) et abandonner son biais haussier. La manœuvre permettrait aux taux d'intérêt à long terme de baisser encore, si les statistiques économiques publiées devaient signaler un ralentissement plus marqué de l'économie. La conséquence principale de la crise du *subprime* nous semble donc être **d'allonger la période pendant laquelle les taux d'intérêt à long terme vont rester bas** (tombant éventuellement nettement sous les 4,5 %).

Si toutefois, malgré ces taux obligataires bas, le resserrement des standards de crédit et les difficultés des institutions financières empêchaient une réponse « normale » de l'économie à cette détente, la Fed – constatant une faiblesse durable des demandes hebdomadaires de prêts hypothécaires – n'hésiterait pas à baisser rapidement et fortement ses taux.

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

¹ Les prix des tranches de crédits hypothécaires *subprime* titrisés et notées AAA ont à peine baissé, ceux des tranches notées BBB ont diminué de près de 30 % pour les crédits les plus accordés (ceux accordés en 2006). On a supposé dans le calcul de la perte en capital que la part des tranches notées BBB représentait 10 % du total des prêts titrisés.