
LA CRISE FINANCIÈRE 2007-2008

LIONEL ARTIGE

HEC – UNIVERSITÉ DE LIÈGE - 11 MAI 2014



QU'EST-CE QU'UNE CRISE FINANCIÈRE ?

Une crise financière peut être :

- **Une crise monétaire (ou crise des changes)** – Ex : la crise Téquila (Mexique, 1994). Dévaluation du peso mexicain en raison de l'ancrage au dollar devenu intenable étant donné l'inflation mexicaine. Cette dévaluation engendre une crise économique.
- **Une crise de balance des paiements** – La crise asiatique de 1997. Déficit de la balance courante augmente le risque de ne pas avoir de réserves suffisantes pour payer les importations. Engendre fuite de capitaux, puis crise de liquidités et crise économique.
- **Une crise bancaire** : défaillance d'une banque ou panique bancaire (bank run). Si la banque n'est pas systémique, pas trop de risque de contagion.
- **Une crise boursière** : chute soudaine des valeurs mobilières – Ex : le « krach » boursier de 1987 a été de courte durée sans provoquer de crise économique.
- **Une crise systémique** : crise de l'ensemble du système financier – Ex : la crise de 1929 et la crise financière de 2007-2008. C'est une crise qui touche d'abord l'ensemble du système bancaire.

LA CRISE FINANCIÈRE DE 2007-2008

La crise financière de 2007-2008 est une crise du système financier comprenant le secteur bancaire et le « shadow banking system ».

Le « casting » de cette crise :

- Le marché immobilier américain
- Un produit financier : les dérivés de crédit
- Une stratégie financière : l'effet de levier
- Le « shadow banking system » (non régulé) : brokers/dealers, banques d'investissement américaines, hedge funds.
- Le secteur bancaire (régulé) : banques commerciales américaines et banques universelles européennes qui sont des banques de dépôt.
- Les Banques Centrales : la Fed et la BCE sont les acteurs majeurs.
- Les Etats

LE PARADOXE DE LA CRISE FINANCIÈRE DE 2007-2008

La crise financière de 2007-2008 soulève le paradoxe de la régulation :

- La régulation du secteur des banques commerciales américaines va les pousser à chercher d'autres sources de profits en créant les conditions de la rentabilité d'une innovation financière majeure des années 90 : les dérivés de crédit.
- L'adoption de cette innovation financière et sa commercialisation à grande échelle par le secteur non régulé du système financier, à savoir le « shadow banking system », vont être la cause de la gravité de la crise systémique.

Dans le système financier d'aujourd'hui, la régulation peut être à la fois un garde-fou contre les dérives des institutions financières et un incitant au développement d'innovations financières permettant d'échapper à cette même régulation (d'autant plus que la régulation est toujours postérieure aux innovations). Mais l'absence de régulation est la pire des situations.

LA FRAGILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER DES ANNÉES 2000

Le secteur régulé : banques de dépôt

- Une partie de son passif est constituée des dépôts de ses clients garantis par l'Etat jusqu'à un certain plafond (100 000 euros aujourd'hui).
- Ce secteur a accès aux liquidités de la Banque Centrale.
- Ce secteur est soumis à une régulation bancaire stricte.
- Ce secteur est donc « equity-constrained » mais pas « debt-constrained ».
- En temps de crise, ce secteur est plutôt « acheteur » ce qui tend à réduire la gravité de la crise.

Le secteur non régulé : « shadow banking system »

- Ce secteur ne peut pas légalement recevoir de dépôts.
- Ce secteur n'a pas accès aux liquidités de la Banque Centrale.
- Ce secteur est soumis à une faible régulation.
- Ce secteur est donc « equity-constrained » ET « debt-constrained ».
- En temps de crise, ce secteur est plutôt « vendeur » ce qui aggrave la crise.

Durant les années 2000, la frontière entre les deux secteurs est devenue beaucoup plus poreuse. La meilleure rentabilité du shadow banking system a incité les banques de dépôts à adopter ses stratégies et à créer des entités juridiques de type « shadow banking ».

LA FRAGILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER DES ANNÉES 2000

- **Insolvabilité d'une institution financière** : survient quand les fonds propres (equity) sont insuffisants pour payer les dettes.
 - Plus l'effet de levier (ratio dettes sur fonds propres) est élevé, plus le risque d'insolvabilité est grand. En période de conjoncture macroéconomique florissante, l'optimisme tend à laisser augmenter l'effet de levier.
 - Le secteur régulé et le secteur non régulé étant « equity-constrained », en cas d'insolvabilité, il n'y a pas grande chose à faire : ou bien laisser l'institution faire faillite ou bien la recapitaliser (ajouter des fonds propres).
- **Illiquidité d'une institution financière** : survient quand les revenus courants des actifs ne permettent pas de payer les dettes courantes en raison d'un « maturity mismatch ». En valeur actualisée, les fonds propres couvrent les dettes mais, à une certaine date, il peut y avoir une impossibilité de payer les dettes courantes.
 - Pour le secteur régulé, qui n'est pas « debt-constrained », aucun souci : la Banque Centrale peut le refinancer, c'est-à-dire que l'institution financière contracte une nouvelle dette (réserves), généralement à un taux bon marché, pour payer ses dettes courantes.
 - Pour le secteur non régulé, qui est « debt-constrained », pas d'autres possibilités de contracter de nouvelles dettes qu'en passant par le marché de capitaux puisque la Banque Centrale ne peut refinancer ce secteur. Si le marché refuse de prêter des liquidités à une institution financière momentanément illiquide, cette illiquidité peut vite se transformer en insolvabilité si l'Etat n'intervient pas pour la recapitaliser.

LES STRATÉGIES DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES DES ANNÉES 2000

Chaque institution financière a ses objectifs et ses contraintes même si l'objectif ultime demeure la rentabilité. Néanmoins, en finance, le profit est inversement proportionnel au risque. La bonne stratégie financière est donc la maximisation du profit sous la contrainte de minimiser les risques.

- La banque de dépôt a pour mission de fournir des services à ses clients (particuliers et entreprises) : sécurité des dépôts, comptes d'épargne et crédits.
- La banque d'investissement a pour mission d'accompagner le développement des entreprises non financières : émission d'actions et d'obligations, fusions-acquisitions, prises de participation, ...
- Le private equity fund a pour mission de prendre des participations à long terme dans des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers.
- Le fond de pension a pour mission d'assurer les pensions de ses affiliés.
- Le hedge fund a pour mission de faire des profits tous azimuts en usant d'un effet de levier élevé : achat et vente d'actions et obligations de toutes qualités plutôt de maturité courte, short-selling, spéculation, ...

Au cours des années 2000, il y a eu une tendance de beaucoup d'institutions financières à se comporter comme des hedge funds sans toutefois en maîtriser les risques. Lehman Brothers (banque d'investissement) en est un bon exemple.

LES PROFITS ET LES CONTRAINTES D'UNE BANQUE DE DÉPÔT DEPUIS LA DÉRÉGULATION FINANCIÈRE DES ANNÉES 80

- Une banque de dépôt emprunte à court terme (dépôts) et prête à long terme (crédits aux particuliers et aux entreprises). Ce « maturity mismatch » crée un risque de liquidité propre à tout intermédiaire financier.
- La Banque Centrale fournit une assurance contre ce risque de liquidité en apportant des réserves en cas de nécessité.
- En contrepartie de cette assurance, le secteur des banques de dépôts est régulé (nationalement même en Europe).
- La dérégulation financière des années 80 a permis l'émergence d'un secteur financier non bancaire venu faire concurrence au secteur bancaire. Cette concurrence a fait fondre les profits du secteur bancaire qui a commencé à chercher d'autres sources de profit plus risquées tout en demeurant dans le secteur régulé.
- Les contraintes des banques de dépôts américaines étaient encore plus strictes, puisqu'en vertu de la loi Glass-Steagall, une banque de dépôt ne peut avoir les activités de trading d'une banque d'investissement. Difficile pour elles de trouver d'autres sources de profits. Le marché des produits dérivés, notamment les swaps, qui échappe à la loi Glass-Steagall, va permettre à ces banques de dépôts de renouer avec les profits d'antan.

LE GRAAL DU BANQUIER : LES DÉRIVÉS DE CRÉDIT

- La concurrence du secteur financier non bancaire a eu deux conséquences sur le secteur bancaire : baisse des profits et baisse de la qualité des actifs (donc augmentation du risque de contrepartie) ce qui fait augmenter le risque de liquidité et mécontente les actionnaires des banques.
- Même si l'activité « swaps » des banques a permis de relancer les profits à la fin des années 80, le rendement de cette activité commence à nettement baisser au début des années 90 au fur et à mesure que la concurrence sur ce marché s'intensifie.
- C'est à ce moment-là que J. P. Morgan, la grande banque de dépôts américaine, la banque de toute la fine fleur industrielle américaine, cherche une nouvelle source de profit.
- C'est en 1994, au moment où le marché des dérivés subit sa première crise, que J. P. Morgan met au point ce que l'on pourrait appeler le « graal » du banquier, un produit dérivé sur des crédits (ou obligations).

QU'EST-CE QU'UN DÉRIVÉ DE CRÉDIT ?

- Sur un marché dérivé, on échange du risque.
- Sur le marché des swaps de taux, on échange, en général, un taux variable contre un taux fixe. Comme les prix des obligations sont très sensibles aux mouvements des taux d'intérêt, un investisseur n'aimant pas le risque cherchera à se couvrir contre le risque de taux d'intérêt en signant un contrat de swap de taux.
- Pour une banque de dépôt, son principal risque est le risque de contrepartie. Quand une banque accorde un prêt à un particulier ou à une entreprise, elle court le risque de ne pas être remboursée si le particulier devient insolvable ou si l'entreprise fait faillite. Malheureusement, cet actif bancaire n'est pas cessible sur le marché. Cela reviendrait à rompre la relation avec son client (commerciallement suicidaire) et, de plus, l'information sur le client associé au crédit ne peut être révélée au marché. En d'autres termes, cet actif n'est pas titrisable.
- Un dérivé de crédit consiste à adopter la technique du contrat de swap en vendant le risque à un tiers sans lui vendre l'actif sous-jacent (le crédit). Cela permet donc de préserver la relation commerciale entre la banque et son client.

QU'EST-CE QU'UN DÉRIVÉ DE CRÉDIT ?

- Pourquoi le dérivé de crédit serait-il le « graal » du banquier ?

Comme l'actif bancaire n'est pas titrisable, la banque de dépôt, en vertu de la réglementation Bâle I, doit immobiliser 8\$ de fonds propres pour 100\$ de crédit quelle que soit sa qualité. Pour J. P. Morgan, qui a un excellent portefeuille d'actifs, c'est beaucoup de capital immobilisé pour un risque quasi nul. Si une innovation financière permettait de retirer le risque de contrepartie sans retirer ces actifs du bilan de la banque, cela permettrait de diminuer les risques de la banque, de libérer le capital immobilisé pour l'utiliser à des fins profitables et conserver la relation commerciale avec les clients : c'est bel et bien le « graal » du banquier.

- J. P. Morgan n'est pas l'inventeur du dérivé de crédit (c'est Bankers Trust) mais c'est J. P. Morgan qui va, la première, être capable de rentabiliser ce produit dérivé.

LE PREMIER CONTRAT CDS DE J. P. MORGAN

- Blythe Masters de J. P. Morgan identifie une opportunité pour tester un dérivé de crédit.
- En 1993, après l'échouement de l'Exxon Valdez sur les côtes de l'Alaska, la compagnie pétrolière Exxon Oil se voit menacer de payer une amende de 5 milliards de dollars. Client fidèle de J. P. Morgan, la compagnie demande une ligne de crédit disponible pour y faire face le cas échéant.
- Pour J. P. Morgan, ce genre de crédit est peu rentable et exige de mettre du capital en réserves. En même temps, elle ne peut dire non à un tel client.
- La première solution consisterait à accorder le crédit puis à le vendre à un tiers investisseur. C'est commercialement impossible puisque que cela reviendrait à rompre la relation de loyauté avec son client.
- A l'automne 1994, Blythe Masters contacte les dirigeants de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD) et leur propose de leur vendre le risque associé à la ligne de crédit de Exxon mais sans leur vendre le prêt.

LE PREMIER CONTRAT CDS DE J. P. MORGAN

- La BERD a des crédits disponibles pour des emprunteurs de grande qualité.
- J. P. Morgan paierait à la BERD une commission chaque année pour l'assurance qu'apporterait la BERD contre le risque de remboursement de la part de Exxon.
- Si Exxon fait faillite, la BERD doit assumer le remboursement du crédit à la place de Exxon. Si Exxon ne fait pas faillite, alors la BERD empoche les juteuses commissions payées par J. P. Morgan qui étaient bien évidemment supérieures aux rendements d'une obligation AAA ou d'un crédit.
- Compte tenu de la très faible probabilité de défaillance de Exxon, la BERD se montre très intéressée par ce contrat.
- Pour J. P. Morgan, le contrat permet de repousser les limites de crédits octroyés imposées par la politique de risque de la banque et celles imposées par Bâle I tout en maintenant sa relation clientèle privilégiée avec Exxon.
- Une fois que les juristes réussirent à mettre en place le cadre légal et les conditions, le contrat fut signé entre la BERD et J. P. Morgan.
- On donna à ce contrat le nom de *Credit Default Swap* (CDS).

COMMENT DÉVELOPPER LE MARCHÉ DES CDS ?

Deux défis à relever ?

- La régulation : est-ce que les autorités vont accepter de lever la règle de Bâle des 8% de fonds propres pour garantir le risque de contrepartie ? En août 1996, la Fed autorise les banques à utiliser les dérivés de crédit pour diminuer leurs fonds propres en réserves.
- Le contrat Exxon Oil/BERD est un contrat particulier. En effet, même si J. P. Morgan n'a pas eu à révéler de l'information sur la qualité de Exxon, elle n'en avait pas besoin. La qualité de Exxon est de notoriété publique. Mais, comment créer des contrats CDS sur les crédits des emprunteurs dont la qualité n'est connue que de la banque ? C'est le principal défi et le principal obstacle à « l'industrialisation » des CDS ?

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

Deux méthodes furent proposées :

- La méthode proposée par l'équipe londonienne de J.P. Morgan consistait à créer un marché liquide grâce à une sorte de bourse où l'on échangerait des CDS comme on échange des actions.
- La méthode proposée par l'équipe de New York reposait sur la titrisation (securitization). Au lieu de vendre le risque d'un crédit unique un par un comme dans la méthode précédente, cette méthode consistait à assembler une multitude de crédits, mettre en commun leurs risques associés et vendre cette agrégation des risques sous forme de CDS.
- Cet assemblage porte le nom de titrisation. En mélangeant des grandes quantités de crédits, il n'y avait plus besoin d'analyser le risque à l'échelle individuelle. Il suffisait de faire confiance à la loi des grands nombres selon laquelle les pertes causées par la défaillance de certains emprunteurs seraient couvertes par les profits réalisés sur les autres crédits.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- L'assemblage peut être composé de crédits ayant des probabilités de risque de défaut différentes. Le titre ainsi obtenu est divisé et vendu en tranches :

la tranche la plus sûre et la moins lucrative est la tranche « Senior »;

la plus risquée et la plus lucrative est la tranche « Junior »;

la tranche intermédiaire est la tranche « mezzanine ».

Un tel titre est appelé Collateralized-Debt Obligation (CDO). Le paiement des coupons est versé en priorité aux détenteurs de la tranche « Senior ».

- Cette technique sera appliquée à toutes sortes de crédits.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- La méthode proposée par l'équipe de New York reprend justement la structure du CDO et l'applique aux risques de contrepartie.
- Si des emprunteurs font défaut, les pertes seront affectées en priorité aux détenteurs de la tranche « Junior », puis ensuite à ceux de la tranche « Mezzanine ». L'hypothèse raisonnable voulait que la tranche « Senior » ne soit jamais affectée dans la mesure où la probabilité que tous les emprunteurs de l'assemblage fassent défaut en même temps est proche de 0.
- Bien évidemment, la rémunération des tranches varie selon l'exposition au risque, la tranche « Junior » étant la plus rémunératrice. Les investisseurs peuvent donc choisir le niveau de risque désiré.
- Enfin, l'équipe de New York proposait de reprendre l'idée de l'entité légale utilisée pour les ABS (Asset-Backed Securities) en général. Il s'agit du Special Purpose Vehicle qui est une société-écran (shell company) installée dans un paradis fiscal. Le SPV, créé par une banque, achète les actifs illiquides de cette banque, les titre et les vend aux investisseurs. Hormis l'avantage fiscal, le SPV permet d'extraire de la banque les actifs servant de collatéraux aux ABS ou aux CDO.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- Dans le cas des CDS, le SPV serait l'assureur de J. P. Morgan, garantissant la banque contre le risque de contrepartie de l'assemblage moyennant des commissions régulières. Le SPV pourrait alors diviser l'assemblage des risques en différentes tranches qu'il vendrait aux investisseurs.
- Normalement, pour assurer complètement l'assemblage, le SPV devrait vendre la totalité des tranches. Mais comme la probabilité que tous les emprunteurs fassent défaut en même temps est très faible, le SPV ne doit vendre qu'une petite partie des tranches (8% du risque total calculé par la banque) pour effectivement assurer J. P. Morgan. Ainsi, J. P. Morgan est assuré facilement et, en plus, le risque est sorti de son bilan.
- C'est donc la méthode proposée par New York qui l'emporte. Le nom donné à ce contrat était : Broad Index Secured Trust Offering (BISTRO). Le nom qui va populariser ce type de contrat sera bientôt : Synthetic CDO.
- Pourquoi « synthetic » ou « virtual » ? Parce qu'il n'y a pas de transfert des actifs. J. P. Morgan reste propriétaire des actifs, lui permettant de maintenir une relation de loyauté avec sa clientèle privilégiée.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- J. P. Morgan identifie alors dans ses livres de comptes des crédits aux entreprises d'un montant de 9,7 milliards de dollars. Après avoir créé une société-écran, ils calculent que le SPV a besoin de vendre des tranches pour 700 millions de dollars soit 8% du total. C'est le premier synthetic CDO dévoilé en décembre 1997.
- Ils s'adressent aux agences de notation pour obtenir une cote du titre structuré. Après bien des réticences, elles finissent par accepter de noter AAA les deux tiers des 700 millions et Ba2 pour les tranches inférieures.
- Les 700 millions seront vendus en quelques jours. En effet, pour les investisseurs cela permet d'avoir un rendement appréciable pour une petite mise de fond par rapport aux cash CDO.
- Le succès de cette finance structurée va être colossal. Pour J. P. Morgan et pour d'autres banques, les dérivés de crédit vont permettre, à grande échelle, de retirer des livres de compte des risques associés à des crédits.
- C'est un peu comme si le Graal de la finance bancaire avait été découvert!! L'équipe de J. P. Morgan, à l'origine de ces dérivés de crédit, était convaincue que cela permettrait de mieux déconcentrer les risques, de disperser les risques dans l'ensemble de l'économie et, finalement, d'améliorer l'efficacité des marchés financiers.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- Le succès fut tel que J. P. Morgan s'est mis à concevoir des synthetic CDO pour d'autres banques empochant ainsi de très juteuses commissions.
- Ce rêve de banquier devenu réalité a buté rapidement sur un petit obstacle venu des autorités de régulation. En effet, l'un des objectifs des CDS était de permettre à J. P. Morgan de contourner la règle des 8% de Bâle I. Malgré le feu vert de la Fed, les modalités d'application n'étaient pas encore établies. Cela n'affectait pas beaucoup J. P. Morgan qui se focalisait plutôt sur ses contraintes de crédits internes. En revanche, les banquiers de J. P. Morgan se sont aperçus que c'était la principale motivation des autres banques qui leur achetaient des constructions de produits CDS.
- Le feu vert de la Fed en 1996 précisait bien que la règle des 8% pouvait être levée sur les crédits dont les risques avaient été authentiquement retirés des livres de compte.
- En clair, la Fed exigeait que tous les risques soient assurés. En d'autres termes, sur le premier synthetic CDO de J. P. Morgan, les 700 millions de dollars finançaient l'assurance de 8% des 9,7 milliards de dollars de crédits.

Donc, 92% n'étaient pas financés. Les banquiers de J. P. Morgan considéraient qu'il était inutile de tout assurer.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- Pour satisfaire l'exigence des autorités de régulation, l'équipe de J. P. Morgan proposa d'assurer la partie des crédits qui ne l'était pas et le vendre à un investisseur qui serait tout de même intéressé par un taux très faible.
- Pourquoi un taux très faible ? Parce que la partie non-financée correspond à une très faible probabilité de défaillance. J. P. Morgan décida d'appeler ce risque associé à ces 92%, le risque « super-senior ».
- En effet, les deux tiers des 700 millions de dollars étaient notés AAA. Forcément, la partie restante ne pouvait avoir qu'une plus faible probabilité de défaillance. Donc la qualité de la partie restante ne pouvait être que meilleure, d'où le label « super-senior » donné par la banque.
- Il restait le problème de la vente de ce risque « super-senior ». Qui pouvait investir dans un produit aussi bizarre rapportant aussi peu ?
- J. P. Morgan repéra un client potentiel : American International Group (AIG) la plus grosse compagnie d'assurance des Etats-Unis. En tant qu'assureur, il n'était pas soumis aux règles de Bâle I et donc n'avait pas d'obligation de mettre en réserve du capital pour l'achat de risque de défaut.

L'INDUSTRIALISATION DES CDS

- J. P. Morgan proposait d'assurer 1\$ de risque à un prix de 0,02 cent. Bien que le rendement fut faible, AIG se montra intéressé puisque la compagnie d'assurance pouvait accroître le rendement avec le volume alors même qu'elle ne devait pas immobiliser des ressources en capital pour le faire. C'était donc un moyen simple et très sûr de faire des profits.
- Au moment même où J. P. Morgan et d'autres banques vendaient ce risque « super senior » aux compagnies d'assurance et de réassurance, les autorités de régulations, après un intense lobbying de Wall Street, convenaient qu'il n'était pas nécessaire que les banques assurent cette partie-là du synthetic CDO.
- Néanmoins, les autorités de régulation imposèrent aux banques qui souhaitaient garder le risque « super-senior » dans leurs livres de compte de poster du capital en réserves. Normalement, la règle de Bâle I impose 8\$ de réserves pour 100\$ de crédits. Les autorités de régulation américaines imposèrent la règle de 20% de ces 8%. En d'autres termes, cela revenait à poster 1,60 dollars en réserves pour 100\$ de crédits.
- Bien qu'il y ait eu d'autres conditions sur les CDS, il s'agissait bien d'un assouplissement de la règle de Bâle I !

- L'implication pour les banques était très claire :

Auparavant, pour 100 millions de dollars de crédits, les banques devaient poster 8 millions de dollars en fonds propres.

Maintenant, pour 100 millions de dollars de crédits, les banques devaient poster 1,6 millions de dollars, « libérant » ainsi 6,4 millions de dollars de capital.

Certains ont même ironisé sur ce résultat du contrat « BISTRO » en le renommant « BIS Total Rip Off » (Gillian Tett (2009), p. 74).

- Néanmoins, quelle stratégie adopter face à risque « super-senior »?

LA POLITIQUE DE DÉRIVÉS DE CRÉDIT DE J. P. MORGAN

- J. P. Morgan, malgré la faible probabilité du risque « super-senior » de se réaliser, décida de vendre une grande partie de ce risque, notamment à AIG.
- Cela supposait bien sûr de payer des commissions à AIG qui devenaient de plus en plus importantes au fur et à mesure que le nombre de contrats signés augmentait.
- Le coût pour J. P. Morgan augmentait d'autant plus que le risque « super-senior » qui était rémunéré à 2bp au début était passé à 11bp en 1999.
- Néanmoins, la banque préférait demeurer prudente, bien que la régulation l'autorisait à procéder différemment.
- Par ailleurs, J. P. Morgan ne construisait des synthetic CDO qu'à partir de crédits aux entreprises. Elle a exclu de le faire à partir de crédits hypothécaires. En effet, pour les crédits hypothécaires, depuis la crise de 1929, le marché immobilier n'avait jamais connu de baisse des prix à l'échelle nationale (Etats-Unis). Néanmoins, le manque de données sur ce marché ne permettait pas de calculer avec confiance la corrélation des défauts de paiement, un critère essentiel pour des CDS.

... ET LES AUTRES (BANQUES DE DÉPÔT ET SHADOW BANKS)

- Les autres banques ont commencé à faire des CDS à partir des crédits hypothécaires à grande échelle.
- Beaucoup d'autres banques ont fait ce que les autorités de régulation permettaient, à savoir conserver dans leurs livres de comptes des montagnes de risque « super-senior » pour éviter d'avoir à payer des commissions. Elles vendaient aussi ce risque à des « credit monolines ».
- Les banques ont conçu d'innombrables innovations : single-tranche CDO (seule la tranche AAA était vendue, le reste étant conservé par la banque, donc c'est plus risqué), CDO square (CDO de CDO) voir CDO cube (CDO de CDO de CDO), CDO of ABS, mezzanine CDO of ABS (les CDO les plus risqué sur le subprime), synthetic CDO of ABS...etc...
- Les Banques européennes qui étaient restées très timides sur le secteur obligataire en comparaison avec leurs homologues américaines se sont jetées à corps perdu dans le secteur des dérivés : Deutsche Bank, UBS, Crédit Suisse, Royal Bank of Scotland, Société Générale ...De plus, elles étaient en train d'adopter les règles de Bâle II qui favorisaient les actifs AAA comme tous ces produits structurés.

... ET LES AUTRES (BANQUES DE DÉPÔT ET SHADOW BANKS)

- Bien que J. P. Morgan ait initié l'industrialisation des dérivés de crédits, les profits de la banque faisaient pâle figure en comparaison avec ses concurrentes et les banques d'investissement.
- Comme le marché des dérivés est très opaque et que la politique interne des banques est confidentielle, les banquiers de J. P. Morgan se demandaient comment les concurrents pouvaient enregistrer de tels profits. N'oublions pas que la plupart de ces dérivés étaient notés AAA.
- Bien sûr, il y avait l'utilisation d'effets de levier très élevés. Mais il y avait l'industrialisation des dérivés de crédits hypothécaires qui manifestement rapportait beaucoup.

LES PRÉMICES DU DÉSASTRE

- En juin 2004, la FED interrompt sa politique très souple de taux d'intérêt et fait passer son taux directeur de 1 à 1,25%.
- Pourquoi ce changement de politique monétaire ? Le renchérissement du pétrole et la politique monétaire trop accommodante font craindre un retour de l'inflation. Greenspan décide donc de réagir.
- Le taux de la FED ne cessera plus de monter graduellement jusqu'en septembre 2007 où il atteint le niveau de 5,25%.
- Les conséquences sont prévisibles : baisse du marché obligataire et problèmes pour le marché immobilier. Ceux qui avaient des taux variables voient leurs mensualités augmenter et les nouvelles constructions trouvent plus difficilement acquéreurs puisque le coût de l'emprunt devient un peu plus élevé.
- Les taux longs restent à des niveaux relativement faibles mais le refinancement sur le marché à court terme commence à être élevé.
- Au printemps 2006, les prix du marché immobilier américain commencent à décliner.

LES PRÉMICES DU DÉSASTRE

- A ce moment-là, nombreux sont ceux à nier l'existence d'une bulle financière et notamment une bulle immobilière. Beaucoup s'attendent à un « soft landing » du marché immobilier.
- De plus, peu allaient anticiper que la baisse des prix immobiliers toucherait l'ensemble du territoire américain.
- Cela dit, ces premiers signes inquiétants n'ont pas eu d'effet sur les CDO liés aux crédits hypothécaires qui continuaient à être vendus à grande échelle.
- A la fin de 2006, Goldman Sachs après avoir spéculé sur la hausse du marché immobilier décide de changer de position et spéculer sur sa baisse en vendant ses positions sur les crédits hypothécaires (short-selling).
- Le prix des CDS sur crédits hypothécaires commençait à monter sensiblement.

LES PRÉMICES DU DÉSASTRE

- Le 12 juin 2007, deux hedge funds, très exposés au marché du subprime et liés à la banque Bear Stearns accumulent les pertes et sont à la recherche de liquidités. Bien entendu, utilisant un très fort effet de levier, ces deux hedge funds ont des dettes vis-à-vis des banques qui leur ont fait crédit, comme J. P. Morgan. C'est un exemple de la connexion entre le shadow banking system et les banques.
- Merrill Lynch, une des autres banques créancières, souhaitait récupérer ses fonds en saisissant les collatéraux qui étaient des CDO ou des ABS. Pour bien se faire entendre, ML menace de vendre sur le marché ces titres structurés. Cette annonce provoqua l'effroi sur les marchés car ces titres étaient rarement échangés. Compte tenu de la conjoncture, nombreux avaient peur de voir le marché donner une faible valeur à ces titres, obligeant les autres à revoir à la baisse la valeur de leurs actifs. Cette annonce a fait l'effet d'une bombe.
- Pour éviter cela, Bear Stearns finira par renflouer l'un des fonds et la crise s'arrêta pour un temps.
- Quelles étaient les causes de la crise de ces deux hedge funds ? Un cocktail qui allait devenir classique : effet de levier trop important, actifs illiquides achetés à crédit et difficiles à vendre rapidement (ABS, CDO,...), et des clients qui pouvaient retirer leurs mises à tout moment : « maturity mismatch » ou crise de liquidité.

LES PRÉMICES DU DÉSASTRE

- Deuxième coup de semonce : mi-juillet, une banque allemande de Düsseldorf IKB contacte J. P. Morgan afin d'obtenir un crédit pour assurer la liquidité d'un SIV (Special Investment Vehicle).
- Le SIV levait des fonds en émettant des Commercial Papers et achetait des titres structurés liés aux crédits hypothécaires.
- Or, le SIV ne parvenait plus à vendre du CP sur le marché monétaire. Les traders de Londres signalent à J. P. Morgan qu'il y a un sorte de « bank run » sur le marché du CP.
- Ce fut une nouvelle très alarmante. En effet, ce marché à très court terme est très sûr et pas cher. Les grands acheteurs de ces titres courts sont les grands money-market funds (SICAV monétaires).
- Il n'y avait plus d'acheteurs sur un secteur particulier du CP où le SIV de IKB se finançait : c'est le ABCP : asset-backed commercial paper.

LES PRÉMICES DU DÉSASTRE

- Le ABCP, comme son nom l'indique, permet aux SIV tels que celui de IKB d'emprunter en postant des ABS comme collatéraux et notamment des CDO liés aux crédits hypothécaires.
- Comme les défauts de paiement sur les crédits hypothécaires s'accumulaient, les titres structurés liés à ces crédits commençaient à faire peur. Or les acheteurs des ABCP sont les plus risquophobes. Jusqu'ici, ils avaient ces titres car ils étaient notés AAA sans vraiment savoir ce que c'était. Mais avec la rumeur qui enflait à propos de ces titres, les indices en baisse, sans que personne ne soit vraiment capable de dire quel risque ils comportaient, ces acheteurs cessèrent tout simplement d'acheter les ABCP.
- Le 6 août 2007, une société de crédits hypothécaires américaine se déclare en faillite après de grosses pertes et une incapacité à lever des fonds sur le marché monétaire.
- Le 9 août 2007, BNP Paribas suspend trois fonds d'investissement incapables de se fournir des liquidités.

LES BANQUES CENTRALES INTERVIENNENT

- Sans prévenir ses homologues, la BCE annonce le 9 août sur son site web qu'elle est prête à fournir aux banques autant de liquidités que nécessaire au taux de 4% en raison de « tensions » sur le marché monétaire européen.
- Deux heures plus tard, la BCE annonce qu'elle a fourni 94 milliards d'euros à 49 banques, trois fois le montant habituel.
- La perception de l'existence d'une crise est flagrante. Mais beaucoup furent surpris. Questionné sur les causes de cette injection massive, le porte-parole de la banque répondait que la BCE avait observé un taux anormalement élevé sur le marché interbancaire mais était incapable de dire pourquoi il avait augmenté.
- La décision de la BCE va marquer le début de la crise financière, c'est-à-dire la prise de conscience qu'une crise financière est en train de naître.
- Les dirigeants de la Fed sont pris par surprise. Pour eux, le problème des crédits hypothécaires était sous contrôle.

LES BANQUES CENTRALES INTERVIENNENT

- Bien que les indicateurs se mettent à signaler une panique sur les marchés, la Fed injecte modérément des liquidités le 9 août et un peu plus le jour suivant.
- Beaucoup de SIV européens se finançaient en dollars et avaient donc besoin de dollars à court terme. Le gel du marché monétaire rendait impossible toute levée de fonds. La BCE et la Fed s'accorderont pour alimenter le marché interbancaire en dollars.
- Il faut attendre le 31 août pour que le président Bush intervienne publiquement sur la crise du marché immobilier et de ses conséquences financières.
- Les développements de la crise jusqu'ici sont marqués par la baisse des prix immobiliers entraînant les défauts de paiements qui à leur tour ont provoqué la méfiance à l'égard des titres structurés liés aux crédits hypothécaires. Le système bancaire et ses éléments « shadow » connaissent une crise de liquidités à laquelle les banques centrales répondent. Mais les économies réelles ne sont pas en récession.

LA CRISE FINANCIÈRE

- La crise de liquidité ou d'insolvabilité du shadow banking system et des banques + la récession économique aggravaient la situation financière des banques.
- Mais un élément crucial de cette crise finit par émerger : le risque « super-senior ». Cette crise révéla qu'un certain nombre de banques avait accumulé ce risque à très grande échelle dans leurs livres de compte. Étant donné la chute du prix des actifs, la valeur des titres structurés non assurés baissait et plombait très durement les bilans bancaires.
- Le cours des actions bancaires commençait leur grand plongeon. Les marchés s'attaquèrent à celles qui étaient les plus exposées aux titres structurés liés aux subprime et autres crédits hypothécaires et celles qui ne pouvaient bénéficier des liquidités de la Fed. Dans l'ordre, Bear Stearns, Lehman Brothers et Merrill Lynch, ...
- Le 16 mars 2008, JPMorgan Chase rachète Bear Stearns pour une bouchée de pain et sauve ainsi le système financier global.

LA CRISE FINANCIÈRE

- L'histoire ne se répètera pas avec la deuxième banque d'investissement la plus fragile : Lehman Brothers.
- Les autorités américaines sont incapables de trouver un repreneur privé et restent prisonnières de leur idéologie libérale. Ils laisseront Lehman faire faillite le 14 septembre 2008.
- C'est la panique et la chute des prix des actifs.
- Le 16 septembre, ce qui semblait impossible pour Lehman devient possible pour AIG qui détient des énormes quantités de risque « super-senior ». En effet, le gouvernement américain *de facto* nationalise le groupe d'assurances. Sa faillite aurait certainement détruit totalement le système financier.

FINALEMENT, ... QUELLES SONT LES CAUSES ?

- Effets pervers des dérivés de crédit : les acteurs ont privilégié le volume plutôt que la qualité. La gestion du risque a été reléguée au second plan dans un grand nombre d'institutions financières.
- Effet de levier trop important qui a rendu la dépendance du système financier au marché monétaire trop forte.
- L'absence de régulation du marché immobilier américain.
- L'absence de surveillance du « shadow banking system ».
- « Saving glut » : liquidités internationales (pays asiatiques) très abondantes qui ont comprimé le prix de l'argent et nourri la demande de produits « high-yield ».