

« APOCALYPSE DOW... JONES »

et

le « KRACH 40 »

SCENARIO D'UNE CRISE FINANCIERE

Acte 1 : Plantons le décor

Acte 2 : La crise américaine

Acte 3 : La crise systémique

Acte 4 : et maintenant... ?

Acte 1 : Plantons le décor

I) La toile de fond : 20 ans de déréglementations

1) Le tournant des années 1980

- Un nouveau dogme : le tout marché
- Les 3 D : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation (Cf. cours de première année)

2) l'apparition de nouveaux instrument financiers

2.1) L'arme fatale n° 1 : la titrisation

- Un mécanisme apparu dans les années 70... et qui s'impose dès les années 80 aux États-Unis et ensuite en Europe.
- Un instrument qui permet aux banques d'accorder davantage de crédits...
- ... et de se débarrasser d'actifs risqués.

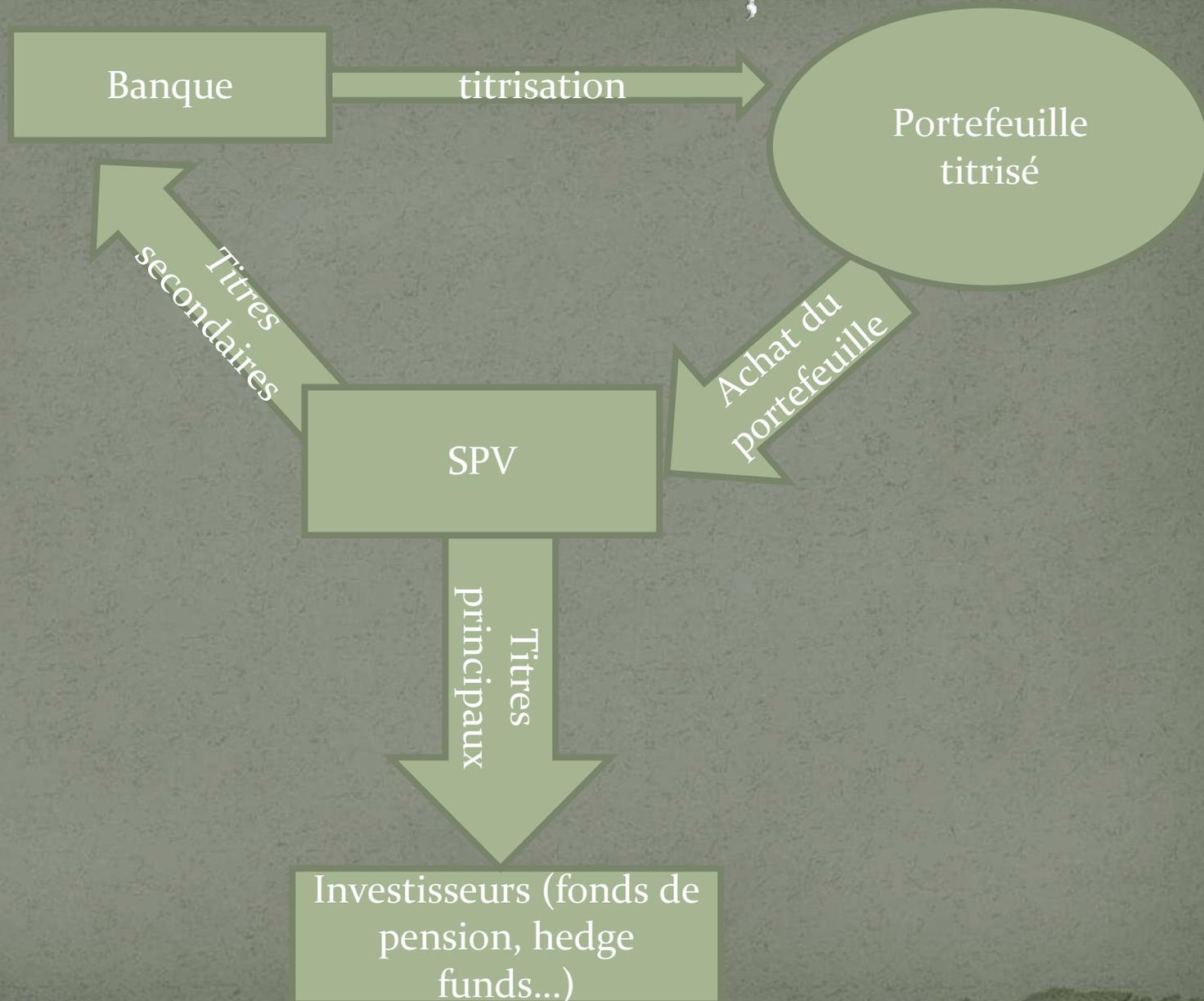
La titrisation : comment ça marche ?

- Une banque possède des actifs financiers, contrepartie par exemple de crédits qu'elle a accordés.
 - Ces actifs ne sont pas facilement négociables.
 - Les règles comptables l'obligent à constituer des réserves en fonds propres proportionnelles aux crédits accordés. Ce qui limite donc ses possibilités d'octroi de crédit.
- Elle découpe un paquet de crédits, en général des créances similaires, pour les transformer en titres d'où l'appellation « titriser ». Les actifs initiaux sont dits « sous-jacents ». Selon ce qu'on met dans les véhicules de titrisation, ils s'appellent CDO (*Collateralised Debt Obligation*), CBO (*Collateralised Bond Obligation*, adossé à des obligations), CLO (*Collateralised Loan Obligation*, adossé à des crédits à des entreprises)...
- Elle vend ces titres à des investisseurs. Les titres (obligations, billets de trésorerie, ...) représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.
- Plus précisément...

La titrisation : comment ça marche ?

- Entre la banque et l'investisseur apparaît généralement une société créée spécialement pour porter ces titres : c'est la « *Special purpose vehicle* » (SPV) ou « *Special purpose company* » (SPC). En France, ce sont des « *fonds communs de créance* » (FCC) qui assurent les opérations de titrisation. Elle est généralement créée pour l'occasion et acquiert les titres en émettant sur le marché des titres négociables garantis par le portefeuille titrisé.
- Elle acquiert le paquet titrisé qui entre dans son bilan comptable et sort donc du bilan de la banque
- Pour assurer la qualité du portefeuille, il fait l'objet d'une évaluation des risques de non paiement par l'établissement financier qui les émet et par au moins deux agences de notation financière.
 - Un montant équivalent au premier risque (qui a le plus de chances de se produire) donne lieu à la création de titres secondaires dits « subordonnés » aux titres principaux et qui subiront les premières pertes du portefeuille en cas de défaillance. Ils sont généralement vendus à la banque cédante qui prend ainsi à sa charge ce risque. Cela permet d'accroître la qualité des titres principaux.
 - les titres principaux sont souvent divisés en plusieurs catégories plus ou moins risquées. Les plus risquées rapportent plus... et les investisseurs choisissent en fonction de leur profil : fonds de pension (comportement peu risqué), hedge fund (comportement risqué)...

La titrisation : comment ça marche ?



La titrisation : comment ça marche ?

- Avantages

- Un instrument essentiel dans le développement des marchés de capitaux et dans le financement de l'économie.
- Un outil important pour les banques qui leur permet :
 - De transformer un portefeuille illiquide en des titres liquides... qui vont leur permettre de se refinancer...
 - Tout en se conformant aux règles prudentielles imposées dans la gestion de leurs bilan... (cf. *infra*)
 - Et en transférant le risque.

- Inconvénients

- Le transfert du risque... ne garantit pas sa disparition... même en jouant sur la loi des grands nombres.
- L'opacité du système. Il est très difficile de connaître et évaluer le risque contenu dans les portefeuilles... et dans les morceaux de portefeuille achetés.
- C'est là qu'intervient la structuration des crédits. On a mélangé dans les portefeuilles des actifs plus ou moins risqués... ce qui conduit à ne plus connaître le risque. De plus, des risques se retrouvent liés entre eux alors qu'ils étaient au départ indépendants. (cf. *infra*, le rôle des agences de notation qui ont attribué des bonnes notes à des produits risqués)

Acte 1 : Plantons le décor

I) La toile de fond : 20 ans de déréglementations

1) Le tournant des années 1980

2) l'apparition de nouveaux instrument financiers

2.1) L'arme fatale n° 1 : la titrisation

2.2) L'arme fatale n° 2 : les produits dérivés

- Le principe de la vente à terme
- Les dérivés
- Des pratiques risquées

Les marchés à terme...

- Une technique ancienne et très classique
 - Elle permet aux entreprises de se garantir contre des variations de cours de matières premières ou de devises. C'est donc une logique de couverture
 - Exemple 1 : une entreprise qui a besoin de \$ dans 3 mois pour payer une traite peut souhaiter fixer aujourd'hui le cours auquel elle souhaite effectuer cet achat. Inversement celle qui sait qu'elle sera payée en \$ dans 3 mois va souhaiter fixer le cours auquel elle pourra les convertir en €
 - Exemple 2 : une compagnie aérienne fixe ses tarifs plusieurs mois à l'avance. Si le pétrole baisse elle ferait un profit supplémentaire, mais si le pétrole augmente elle risque de perdre de l'argent et de ne plus pouvoir fonctionner. Elle n'a probablement pas intérêt à prendre ce risque. Pour se prémunir contre la hausse de cours du pétrole elle achète à terme son pétrole à un prix fixé d'avance à partir duquel elle définit sa politique tarifaire.
- Une technique qui favorise la spéculation
 - En face de celui qui cherche à se couvrir du risque... se place un autre acteur qui va prendre le risque.
 - Exemple : Un spéculateur qui anticipe une baisse de l'euro va vendre de l'euro à terme. À l'échéance, si l'euro a effectivement baissé il achètera des euros à un cours plus faible et les revendra au cours fixé.
 - Celui qui prend le risque cherche aussi à répartir les risques en diversifiant ses opérations. En « pariant » sur des risques différents il peut limiter ses pertes ... et ses gains.

Les marchés à terme... et leurs dérivés

- Les nouveaux produits financiers sont des « dérivés »
 - Ils reposent tous sur un échange à terme.
 - Ils sont dérivés d'un actif sous-jacent :
 - => un produit dérivé est un contrat à terme entre un acheteur et un vendeur qui dépend de la valeur de l'actif sous-jacent.
 - Ils permettent à certains de se couvrir d'un risque et à d'autres de le prendre.
- Une large gamme de produits dérivés sont apparus dans les dernières décennies
 - Différents types d'actifs sous-jacents : actions, indices boursiers, matières premières, taux de change, flux financiers liés à un événement (défaut de paiement d'une entreprise ou d'un créancier, catastrophe naturelle....)....
 - Certaines opérations sont fermes ... d'autres optionnelles.
 - Les opérations fermes engagent simultanément les deux parties
 - Les options : elles donnent le droit, mais pas l'obligation d'acheter (option d'achat, « call ») ou de vendre (option de vente, « put ») un actif sous-jacent, à un prix déterminé, à une échéance convenue. On peut vendre ou acheter ces options.

Les risques...

- Les produits dérivés ont largement contribué au développement des marchés financiers dans les dernières décennies et également à leur instabilité. Cf. de la faillite de la Barings (1995) à la Société générale....
- Des pratiques qui accroissent le risque : la vente à découvert et l'effet de levier.
 - Vente à découvert : consiste à vendre sur un marché à terme un produit que l'on ne possède pas en espérant le racheter à un cours moins élevé. Plus le cours chute et plus on gagne. Si en revanche le cours monte la perte peut être très forte.
 - L'effet de levier : sur un marché au comptant on doit nécessairement payer l'intégralité de l'achat. Sur un marché à terme on peut se permettre de ne déposer qu'une partie de la somme. Il en résulte un effet de levier très important qui multiplie les gains et les pertes.
- Un exemple de dérivé jouant un rôle dans la crise actuelle : les CDS ou dérivés de crédit
 - Les CDS : *credit default swap*. Il s'agit de se protéger contre les risques de crédit.
 - Il s'agit d'un contrat de protection entre acheteur et vendeur. L'acheteur de protection paye une prime et le vendeur de protection s'engage à compenser les pertes en cas de problème.
 - Les CDS sont considérés comme une des raisons de la crise de septembre 2008. Leur montant est passé de 6400 milliards de \$ fin 2004 à 57900 milliards fin 2007 et on parle de 62000 milliards en 2008, soit l'équivalent de tous les placements bancaires mondiaux. La banque *Lehman Brothers* était le premier acteur de ce marché avant sa faillite

Acte 1 : Plantons le décor

I) La toile de fond : 20 ans de déréglementations

- 1) Le tournant des années 1980
- 2) l'apparition de nouveaux instrument financiers
- 3) Des règles prudentielles facilement contournables

3.1) le ratio Cooke et les accords de Bâle (1988)

- Comité de Bâle (existe depuis 1974, composé des gouverneurs des banques centrales des pays de l'OCDE)
- ratio Cooke : fonds propres / engagements de crédit > 8%
- Le mécanisme du hors bilan permet de s'affranchir de cette contrainte
- La montée des produits dérivés accroît les risques
- => de nouveaux accords en 2005 : Bâle II. => ratio Mc Donough introduit la notion de risque :
Fonds propres > 8% des (risques de crédits (75%) + de marché (5%) + opérationnels (20%))
- Problème essentiel : évaluation du risque... le rôle des agences de notation (cf. infra)

Acte 1 : Plantons le décor

I) La toile de fond : 20 ans de déréglementations

- 1) Le tournant des années 1980
- 2) l'apparition de nouveaux instruments financiers
- 3) Des règles prudentielles facilement contournables
 - 3.1) le ratio Cooke et les accords de Bâle (1988)
 - 3.2) la dilution des risques et l'aléa moral
 - Le principe de l'aléa moral : celui qui se sent assuré correctement a tendance à prendre plus de risques.
 - Les conséquences : Les banques prennent plus de risques sur les crédits accordés, considérant qu'elles sont assurées... cf les CDS.

Acte 1 : Plantons le décor

II) Les acteurs : les « docteurs Folamour » de la finance mondiale

1) Les banques et les banques centrales

- Les banques : elles accroissent leurs activités en proposant toujours plus de produits financiers, de plus en plus sophistiqués et qui échappent à leur contrôle.
On assiste au développement de la banque à tout faire : banque de dépôt, d'investissement, bancassurance, caisse d'épargne...
- Les « golden boys » de la finance échappent parfois à leurs règles de contrôle internes. Les produits très sophistiqués sont difficiles à comprendre... mais rapportent beaucoup... => tendance à laisser faire (cf. Nick Leeson, Jérôme Kerviel (?)). Les échanges se réalisent souvent sur des marchés de gré à gré, très peu organisés.
- Les banques centrales : le développement des marchés de capitaux leur permet de sortir de leur rôle de prêteur en dernier ressort contraint (sauf depuis quelques temps...). Elles se recentrent sur la politique monétaire.
- La gestion des crises depuis 20 ans laisse croire qu'il suffit d'injecter massivement des liquidités en cas de problème.
- Leur crédibilité dans la lutte contre l'inflation a permis des taux d'intérêt plus faibles (favorisant la montée du crédit) et a créé un climat de sécurité relative favorisant la prise de risque.

Acte 1 : Plantons le décor

II) Les acteurs : les « docteurs Folamour » de la finance mondiale

- 1) Les banques et les banques centrales.
- 2) Les assurances et les rehausseurs de crédit
 - Les assurances : elles diversifient leurs activités traditionnelles vers des services financiers proches de ceux des banques (cf. la concurrence entre les banques et les assurances pour les produits d'« assurance-vie »). Elles participent au développement des produits dérivés. Elles assurent également les prêts bancaires (fonction classique) et seront donc touchées par les défauts de remboursement
 - Les rehausseurs de crédit (*monolines*): ce sont des établissements financiers qui apportent leur garantie à des emprunteurs leur permettant ainsi d'obtenir des crédits à des taux plus faibles. Le rehausseur dispose d'une bonne note et en fait profiter, moyennant une prime, l'emprunteur. Technique très utilisée aux États-Unis par les collectivités locales qui se financent sur les marchés de capitaux (en Europe ce sont plutôt des emprunts bancaires). Les rehausseurs de crédit ont également apporté leur garantie à des produits titrisés (particulièrement des CDO)... et vont se retrouver touchés par la crise des *subprimes*.

Acte 1 : Plantons le décor

II) Les acteurs : les « docteurs Folamour » de la finance mondiale

- 1) Les banques et les banques centrales.
- 2) Les assurances et les rehausseurs de crédit
- 3) Les agences de notation
 - Un rôle essentiel : elles évaluent la solvabilité financière des agents (entreprises, États), d'une opération financière emprunt, titrisation...). Leur notation (*rating*) permet d'évaluer les risques et fournit un signal aux marchés. Elle détermine les taux d'intérêt, prime de risque... qui sont imposés aux emprunteurs.
 - Les grandes agences : Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings
 - Une situation ambiguë : elles sont payées par les banques... ce qui pose le problème de leur indépendance.
 - Quelques affaires qui les décrédibilisent : elles conservent une bonne note pour *Enron* jusqu'à sa faillite... Elles font des erreurs dans la notation de certains produits... Les banques ont utilisé des outils informatiques développés par les agences pour évaluer leur propre risque...

Acte 1 : Plantons le décor

II) Les acteurs : les « docteurs Folamour » de la finance mondiale

- 1) Les banques et les banques centrales.
- 2) Les assurances et les rehausseurs de crédit
- 3) Les agences de notation
- 4) De grands absents: le FMI et les institutions internationales
 - Dans un contexte de déréglementation les institutions internationales ont été très en retrait. Elles n'ont pas su, pu, voulu imposer des règles prudentielles.
 - Elles ne sont pas capables de gérer la question des paradis fiscaux qui permettent de créer des structures financières opaques, incontrôlables.
 - Elles sont intervenues lorsque les crises étaient enclenchées – crise asiatique par exemple, et leur action a été largement critiquée.
« aujourd'hui ce sont les fanatiques du marché qui dominant le FMI. Ils sont persuadés que le marché, très généralement, ça marche, et que l'État, très généralement ça ne marche pas. Nous avons de toute évidence un problème : une institution publique créée pour remédier à des échecs du marché est à présent dirigée par des économistes qui font très largement confiance aux marchés et très peu confiance aux institutions publiques. » Stiglitz, La Grande Désillusion p 315.

Acte 1 : Plantons le décor

III) De bulles en krachs : faites vos jeux !

1) « Il n'y a pas de capitalisme sans crises financières »
(rapport du CAE 2004 p 10)

- Typologie des crises financières :

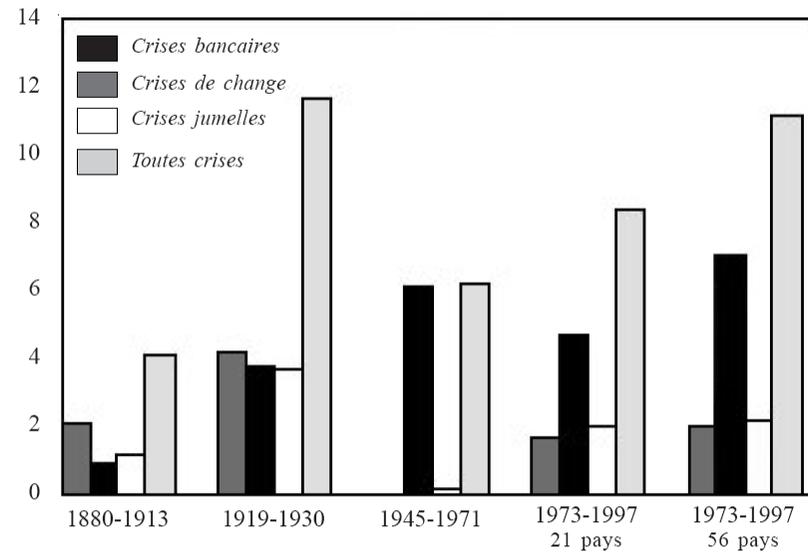
- Les crises de change
- Les crises bancaires
- Les crises boursières

On peut également rajouter les crises immobilières, les crises obligataires, les crises de la dette souveraine, les crises spéculatives liées à une matière (or, pétrole...)

Certaines crises vont cumuler les différentes formes. Ce sont souvent les plus graves.

- L'histoire économique montre que le capitalisme connaît de telles crises depuis ses origines : crise de tulipes (1634-1637), banqueroute de Law (1720)...

I.1. Fréquence des crises bancaires, crises de change, crises doubles : 1890-1997



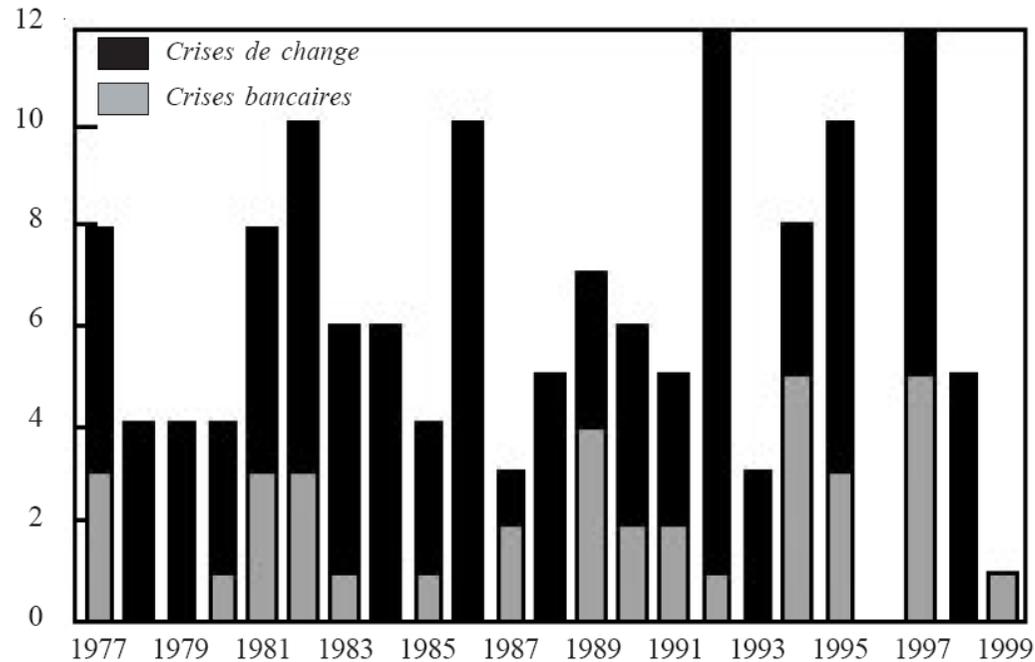
Note : La fréquence des crises est égale au nombre de crises divisé par le nombre d'années multiplié par le nombre de pays pour chaque période.

Source : Bordo et al. (2001).

Les crises financières, Rapport du CAE, 2004 page 16

Il faut noter la remontée des crises bancaires, le retour des crises de change – qui avaient disparu pendant le système de Bretton Woods – et la réapparition des crises jumelles depuis les années 1970.

I.3. Nombre de crises entre 1977 et 1999



Source : Stone et Weeks (2001).

Les crises financières, Rapport du CAE, 2004 page 16

Depuis les années 90 les crises bancaires augmentent, mais pas nettement les crises de change.

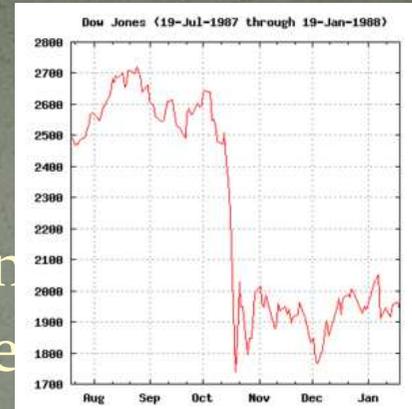
Les études économétriques semblent confirmer un lien entre libéralisation financière et crises bancaires (rapport CAE p 22)

Les crises jumelles ont peu touché les pays développés mais souvent les pays émergents

Acte 1 : Plantons le décor

III) De bulles en krachs : faites vos jeux !

- 1) « Il n'y a pas de capitalisme sans crises financières »
- 2) 1987, première frayeur... mais vite oubliée



16 octobre 1987, le Dow Jones perd 4%

19 octobre 1987 : *Black Monday*. -22,6% pour le Dow Jones (en 1929 c'était -12%). Toutes les places européennes s'effondrent.

- Des causes structurelles : instabilité du dollar depuis le début des années 80. Déséquilibre commercial américain. Déréglementation
- => accords du Plaza (septembre 85) font chuter le dollar => croissance américaine... mais tensions inflationnistes => montée des taux d'intérêt et accords du Louvre (février 87) pour stabiliser le dollar.
- Une crise aggravée par les mécanismes automatiques de vente.
- Fragilité des « caisses d'épargne » américaines. Plus de la moitié des caisses locales vont disparaître dans la crise.

Résolution

- La Fed injecte massivement des liquidités.
- La crise bancaire est surmontée par intervention des pouvoirs publics, création d'une caisse de défaisance (*Resolution trust corp.*) reprenant les caisses d'épargne en faillite.

Acte 1 : Plantons le décor

III) De bulles en krachs : faites vos jeux !

- 1) « Il n'y a pas de capitalisme sans crises financières »
- 2) 1987, première frayeur... mais vite oubliée.
- 3) Les années 1990 : les crises dans la périphérie du système...
 - La crise japonaise
 - ❑ Une énorme bulle spéculative. L'indice Nikkei est multiplié par 3 entre 1986 et 1989.
 - ❑ Un contexte qui change au début des années 90 (Guerre du Golfe, remontée des taux d'intérêt...)
 - ❑ Des faillites bancaires et une contagion au reste de l'économie. La croissance moyenne tombe à 1,6% sur la décennie.
 - ❑ 12 plans de relance... des taux d'intérêt nuls... n'arrivent pas à faire repartir l'économie japonaise.

Acte 1 : Plantons le décor

III) De bulles en krachs : faites vos jeux !

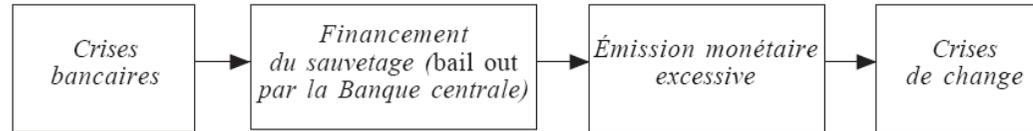
- 1) « Il n'y a pas de capitalisme sans crises financières »
- 2) 1987, première frayeur... mais vite oubliée.
- 3) Les années 1990 : les crises dans la périphérie du système...
 - La crise japonaise
 - Les crises européennes
 - Elles sont liées à un dégonflement de bulle immobilière et à des crises de change. 1992-1993, importantes crises spéculatives dans le SME.
 - Secteur bancaire et assurances touché dans plusieurs pays : Suède (S.E.B.), Espagne (Banesto), France (Crédit Lyonnais, Comptoir des entrepreneurs, GAN), Grande Bretagne (Barclay's, National Westminster, Midland et Lloyds)...
 - Grandes restructurations bancaires. L'exemple suédois est souvent cité aujourd'hui comme modèle. Regroupements bancaires en Espagne, en France, en GB... (cf. article du Monde du 12/10/2008)

Acte 1 : Plantons le décor

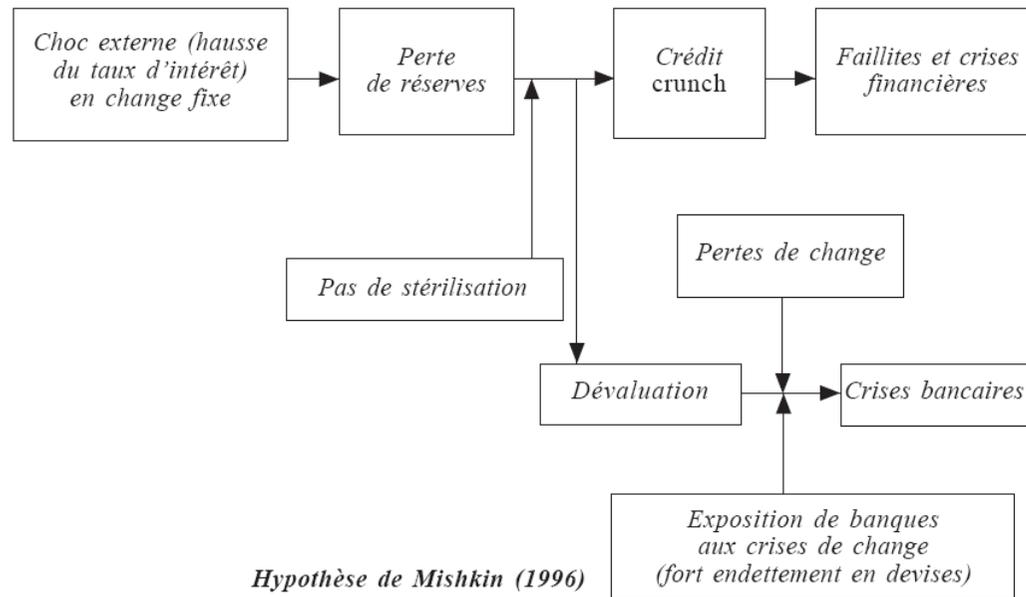
III) De bulles en krachs : faites vos jeux !

- 1) « Il n'y a pas de capitalisme sans crises financières »
- 2) 1987, première frayeur... mais vite oubliée.
- 3) Les années 1990 : les crises dans la périphérie du système...
 - La crise japonaise
 - Les crises européennes
 - Les crises asiatique (1997-98) et russe (1995 & 1998), sud-américaine
 - Elles touchent des pays émergents : Thaïlande, Indonésie, Russie, Chili, Argentine
 - Elles combinent crises de change et crises bancaires
 - Le lien de causalité entre crise de change et crise bancaire n'est pas tranché

a. Les crises bancaires entraînent les crises de change
Le modèle de Velasco (1987)



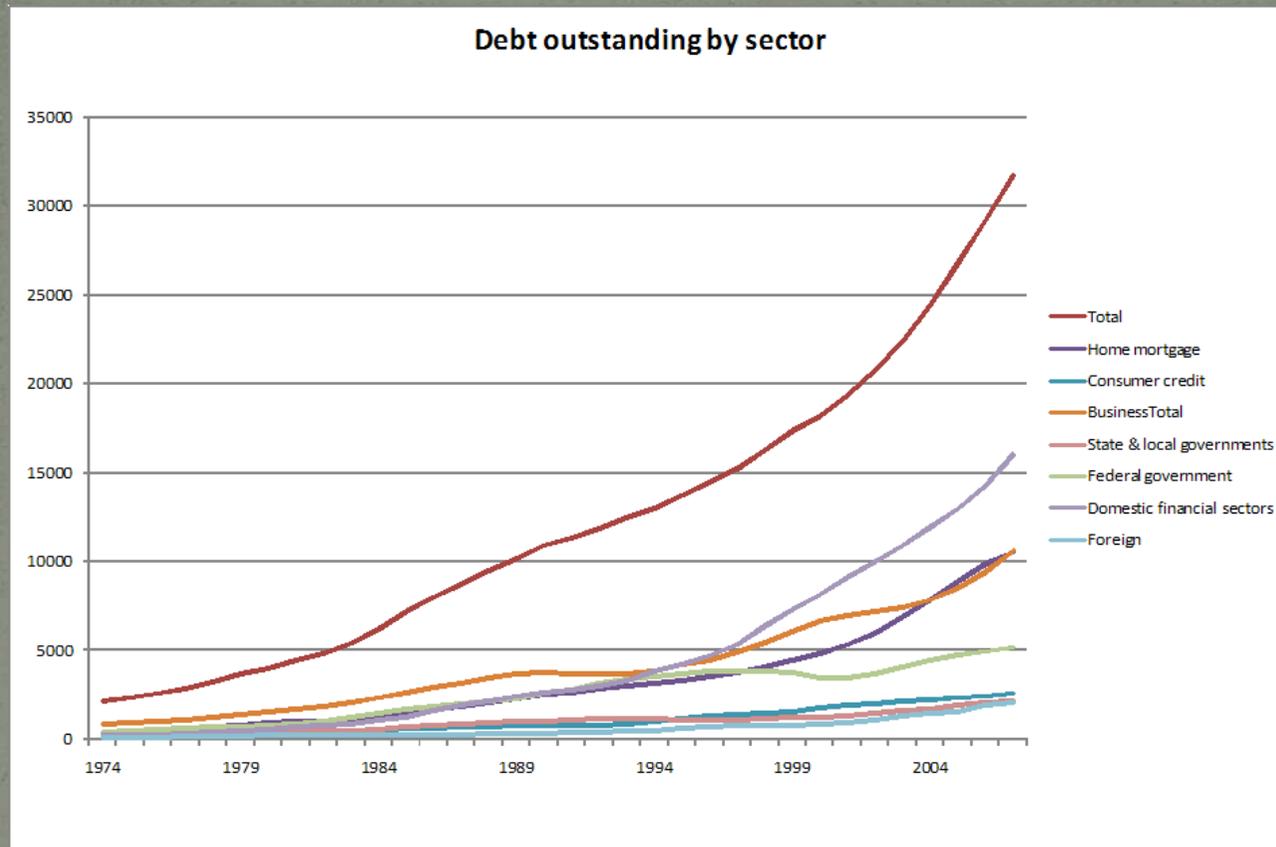
b. Les crises de change entraînent les crises bancaires
Le modèle de Stoker (1994)



Acte 2 : la crise américaine...

I) L'économie américaine, le crédit et les crises

1) L'économie américaine vit à crédit

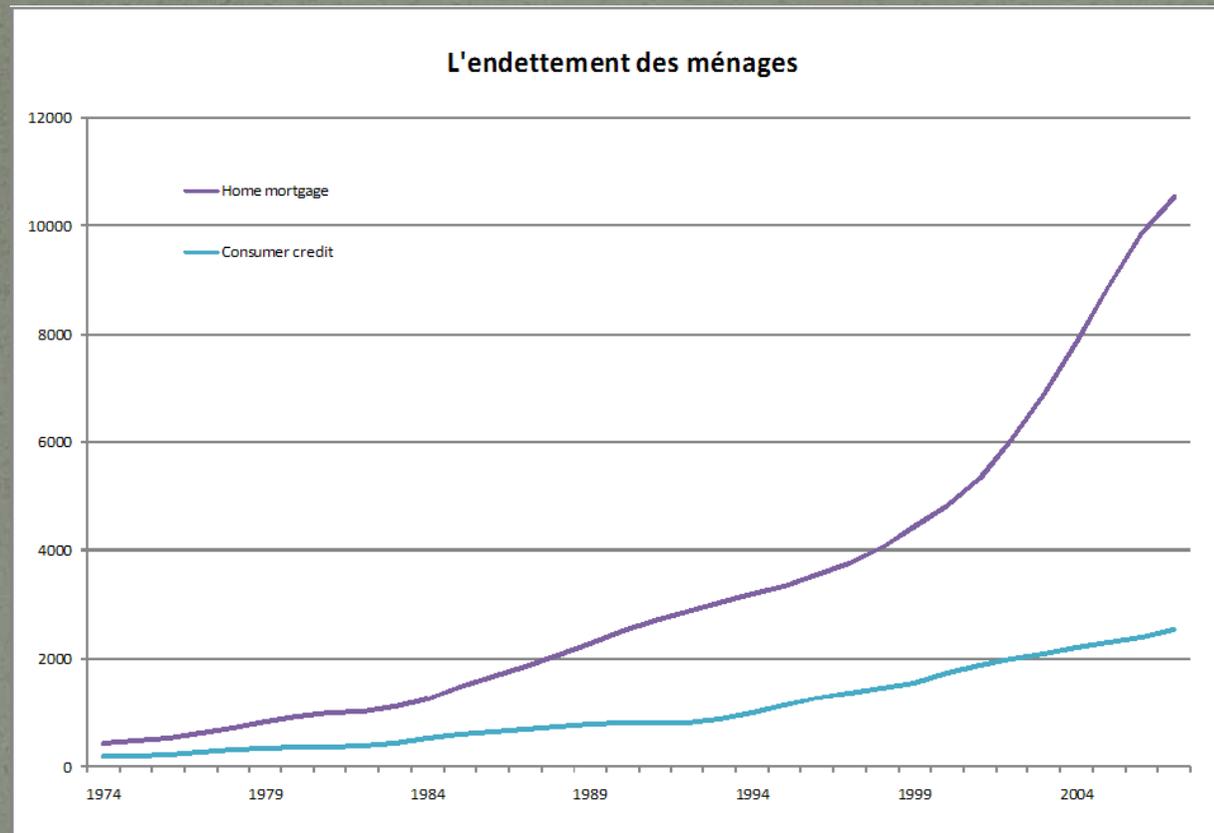


Federal reserve statistic release, 2008

Acte 2 : la crise américaine...

I) L'économie américaine, le crédit et les crises

1) L'économie américaine vit à crédit

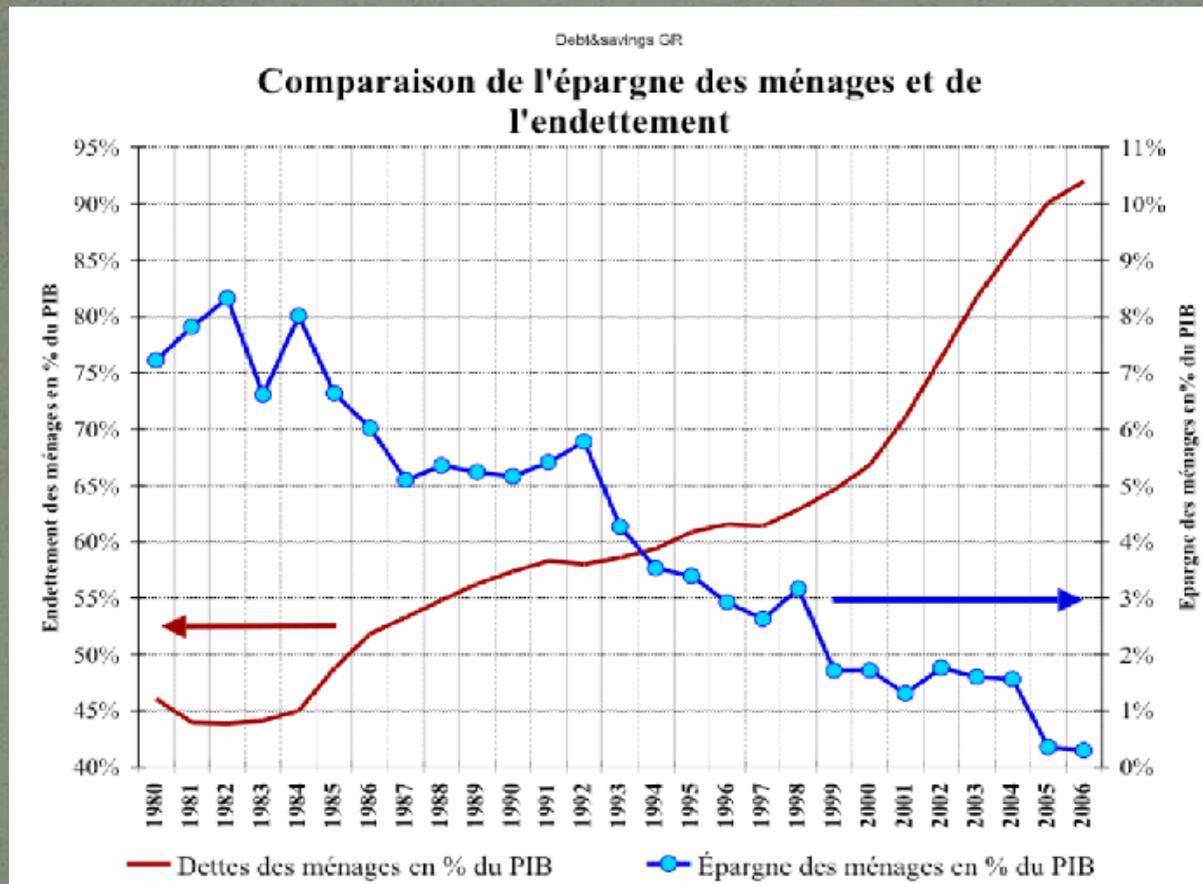


Federal reserve statistic release, 2008

Acte 2 : la crise américaine...

I) L'économie américaine, le crédit et les crises

1) L'économie américaine vit à crédit



Acte 2 : la crise américaine...

I) L'économie américaine, le crédit et les crises

1) L'économie américaine vit à crédit

Quelles explications ?

La très forte montée de l'endettement s'explique en partie par l'évolution des revenus. Les salaires ont stagné dans la dernière décennie poussant les ménages à s'endetter pour maintenir le niveau de consommation.

Par ailleurs, il ne faut pas négliger l'importance de l'endettement américain dans le fonctionnement du système financier international. Les déséquilibres commerciaux mondiaux génèrent des déficits et des excédents... qui se traduisent automatiquement par des mouvements de capitaux. Si les États-Unis sont globalement endettés, c'est aussi qu'il existe ailleurs des États qui souscrivent à ces emprunts. La Chine, le Japon, certains États pétroliers (y compris par l'intermédiaire de Fonds souverains) sont très friands des bons du Trésor américain.

Acte 2 : la crise américaine...

I) L'économie américaine, le crédit et les crises

- 1) L'économie américaine vit à crédit
- 2) Une économie largement épargnée... par les crises
 - Les crises financières ont concerné les États-Unis...
 - ❑ 1987 : les caisses d'épargne
 - ❑ 1998 : la quasi faillite de la *Long Term Capital Management*, qui avait spéculé sur la dette russe, a fait redouter une grave crise. Mais l'intervention conjointe de la Fed et de banques privées a empêché sa chute. La baisse des taux d'intérêt a contribué à alimenter la bulle spéculative sur la « nouvelle économie »
 - ❑ 2000... le dégonflement de la « bulle internet »
 - ...mais leurs conséquences n'ont pas été très graves
 - ❑ La croissance économique repart rapidement
 - ❑ Les baisses de taux d'intérêt et les injections de liquidité favorisent la reprise ... et le développement de nouvelles bulles spéculatives

Acte 2 : la crise américaine...

II) La mécanique de la crise des subprimes

1) Les prêts hypothécaires aux ménages pauvres

- Le principe du prêt hypothécaire
 - ❑ Un ménage pauvre souhaite acheter un logement.
 - ❑ Il contacte une banque qui lui propose un crédit, accompagné d'une hypothèque pour garantir ses remboursements.
 - ❑ Ce crédit est plus risqué, donc plus coûteux qu'un crédit hypothécaire à un ménage plus solvable (on appelle le taux d'intérêt *prime lending rate* d'où par extension *subprime* pour les crédits plus risqués)

- Un endettement à taux variable.

- La montée de l'immobilier permet d'adosser d'autres crédits

- La hausse des taux d'intérêt à partir de 2005 en raison de la montée de l'inflation, provoque le retournement du marché immobilier et la montée des taux variables.

Acte 2 : la crise américaine...

II) La mécanique de la crise des subprimes

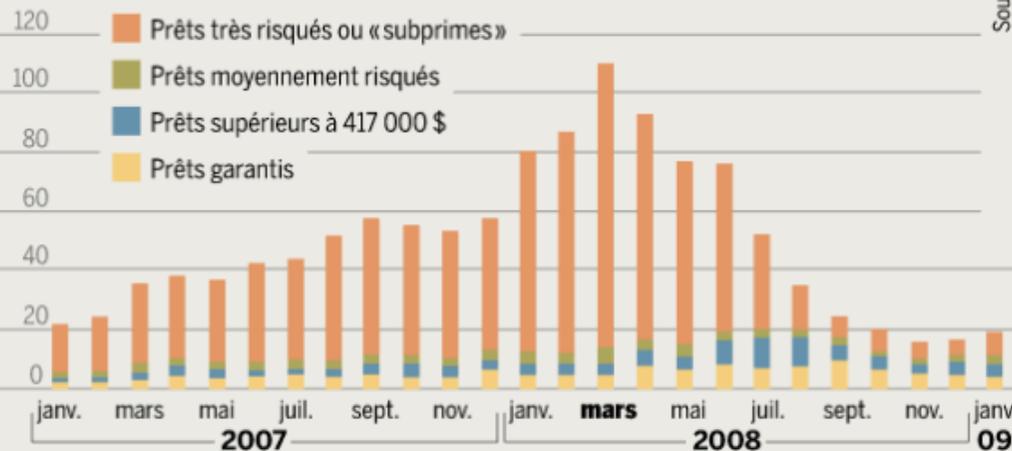
1) Les prêts hypothécaires aux ménages pauvres

- Le retournement du marché immobilier provoque des défauts de paiement
- Les banques récupèrent des logements dévalorisés
- Un marché relativement réduit, de l'ordre de 1700 à 2000 milliards de dollars, mais qui va se propager aux marchés financiers.
- Une bombe à retardement

Une bombe à retardement

▶ TRANSFORMATION PROGRAMMÉE DES PRÊTS IMMOBILIERS DE TAUX FIXES À TAUX VARIABLES AUX ÉTATS-UNIS

volume des prêts en milliards de dollars



Source : Bank of America

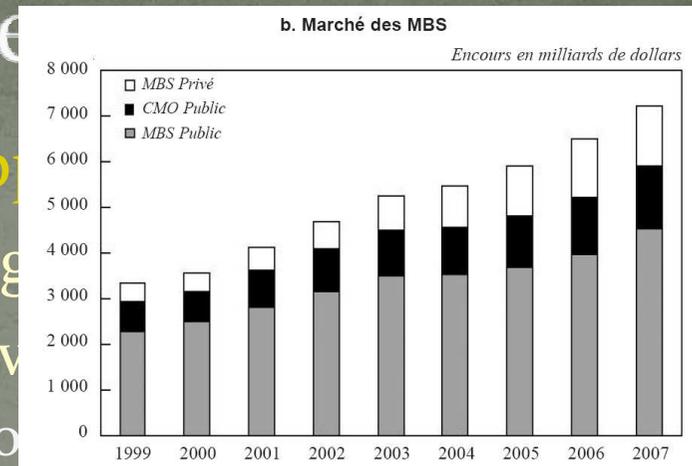
Acte 2 : la crise américaine

II) La mécanique de la crise des sub

1) Les prêts hypothécaires aux ménag

2) Le rôle de la titrisation et des dériv

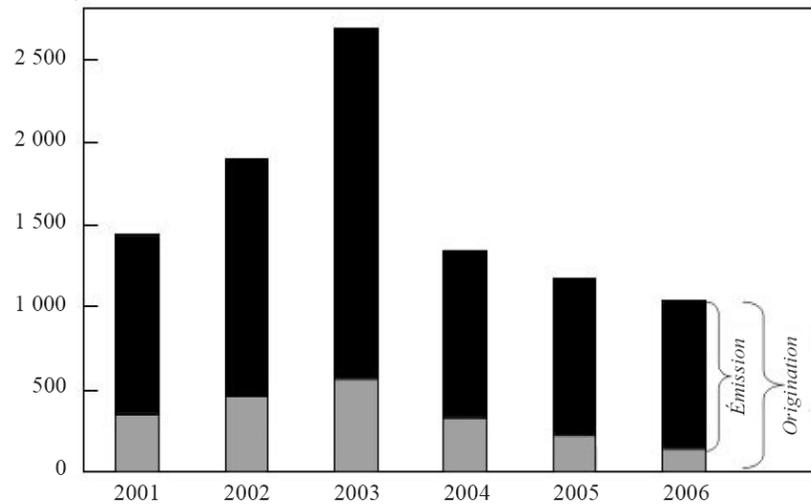
- Les mécanismes décrits plus haut o
- La titrisation des crédits hypothécaires , les *Mortgage-backed securities* (MBS) permet de diluer le risque : des organismes assurent la titrisation des crédits hypothécaires *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*; *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* et la *Gouvernement National Mortgage Association (Ginnie Mae)*; ils seront au cœur de la crise de 2008.
- Les assureurs et les rehausseurs de crédit garantissent le risque
- Les fonds d'investissement, de pension... achètent les titres



1.17. Part des crédits hypothécaires *primes* et *subprimes* titrisés

a. Prime

En milliards de dollars

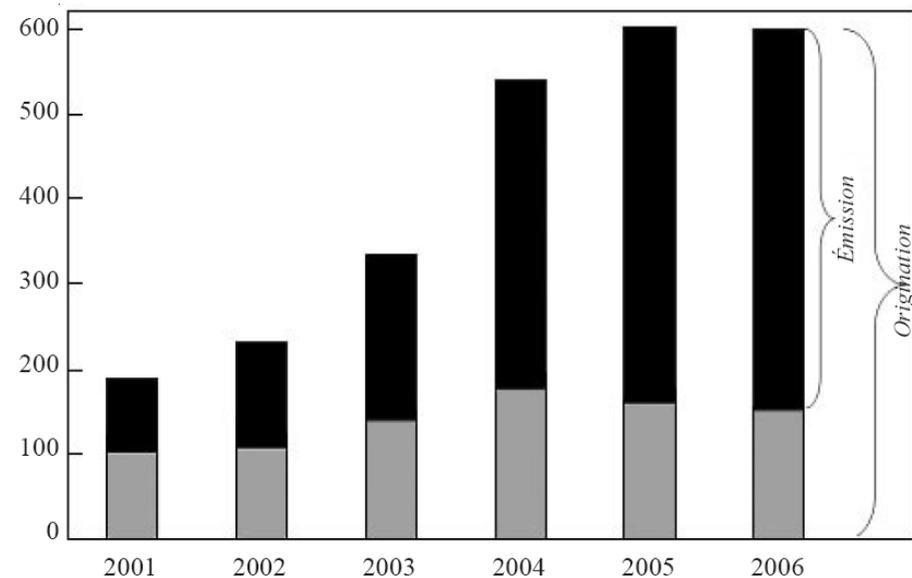


À l'origine, vers 2001 les subprimes sont beaucoup moins titrisés que les autres... puis sous la pression de la concurrence les proportions se rapprochent (75% contre 87%)

Rapport CAE, Crise des subprimes

b. Subprime

En milliards de dollars



Acte 2 : la crise américaine...

II) La mécanique de la crise des subprimes

- 1) Les prêts hypothécaires aux ménages pauvres
- 2) Le rôle de la titrisation et des dérivés
- 3) Le déclenchement de la crise

- Depuis le début de l'année 2007, des indices de défaillance liés aux *subprimes* se multiplient. HSBC lance son premier « profit warning » en raison du développement des impayés sur les crédits immobiliers ; les premières difficultés apparaissent pour les organismes liés aux subprimes (New Century Financial Corporation n'arrive plus à se refinancer , en GB Kensington revoit fortement ses résultats à la baisse;
- L'effondrement des *hedge funds* de la banque *Bear Stearns* (19 juillet 2007). Ils valaient 1,5 milliards de dollars et perdent toute leur valeur
- Les marchés boursiers dévissent dans les jours suivants (le Dow Jones a atteint un record de 14000 points le 18/07)
- Début août plusieurs banques sont en difficulté :
 - ❑ *American Home Mortgage*, un organisme de refinancement de prêts hypothécaire fait faillite. (6 août)
 - ❑ *BNP Paribas* gèle trois fonds de placement adossés à des créances immobilières (9 août ils seront rouverts le 23)
 - ❑ *Goldman Sachs* renfloue un de ses fonds d'investissement (13/08)

Acte 2 : la crise américaine...

II) La mécanique de la crise des subprimes

- 1) Les prêts hypothécaires aux ménages pauvres
- 2) Le rôle de la titrisation et des dérivés
- 3) Le déclenchement de la crise

...

- Les banques centrales injectent massivement des liquidités pour éviter la « crise de liquidité » car le marché interbancaire s'assèche :

- ❑ BCE : 95 Md € le 9/08; puis 61 mds le 10/08 et 48 mds le 13/08
- ❑ FED : 24 mds \$ le 9/08 ; 35 mds le 10 ; 2 mds le 13 ; 6 mds le 17 ; 3,5 mds le 21; 17 mds le 23
- ❑ La BoJ : équivalent de 6,5 mds € le 9 : 6,5 le 10 ; 3,75 le 13... puis retire 10 mds invoquant un excès de liquidité ce qui crée une panique sur les marchés. Elle injecte de nouveau l'équivalent de 6,7 mds € le 20/08 et 5,2 mds le 21/08

...

Acte 2 : la crise américaine...

II) La mécanique de la crise des subprimes

- 1) Les prêts hypothécaires aux ménages pauvres
- 2) Le rôle de la titrisation et des dérivés
- 3) Le déclenchement de la crise

- ...
- Les banques et assureurs sont touchés :
 - ❑ Les difficultés de la *Northern Rock*, n° 5 du crédit immobilier anglais. Elle n'est sauvée que par l'intervention de la Banque d'Angleterre qui lui prête 25 mds £. (14 septembre). Elle sera de fait nationalisée en février 2008.
 - ❑ *Union des banques suisses* (UBS), puis *Merrill Lynch* (3^e banque us) et *Citigroup* (considérée comme la première firme mondiale) sont en difficulté dès la fin 2007.
 - ❑ *American international group* (AIG) leader du marché de l'assurance annonce d'abord 352 millions de \$ de pertes (décembre) avant de les estimer à 5,2 milliards \$.
 - ❑ La *Bear Sterns*, quasiment en faillite est rachetée par *JP Morgan* avec l'appui de la Fed. (mars 2008)
 - ❑ Premières difficultés pour *Lehman Brothers* (juin 2008), *Freddie Mac* et *Fannie Mae* (juillet 2008)

Le montant global des pertes, estimé par la FED, est revu à la hausse: 50 Mds \$ en janvier 2007, 400 Mds en février 2008, 2000 Mds en mars 2008...

Acte 3 : la crise systémique

I) Septembre noir : de krach en krach

1) Qui a tué Lehman Brothers ?

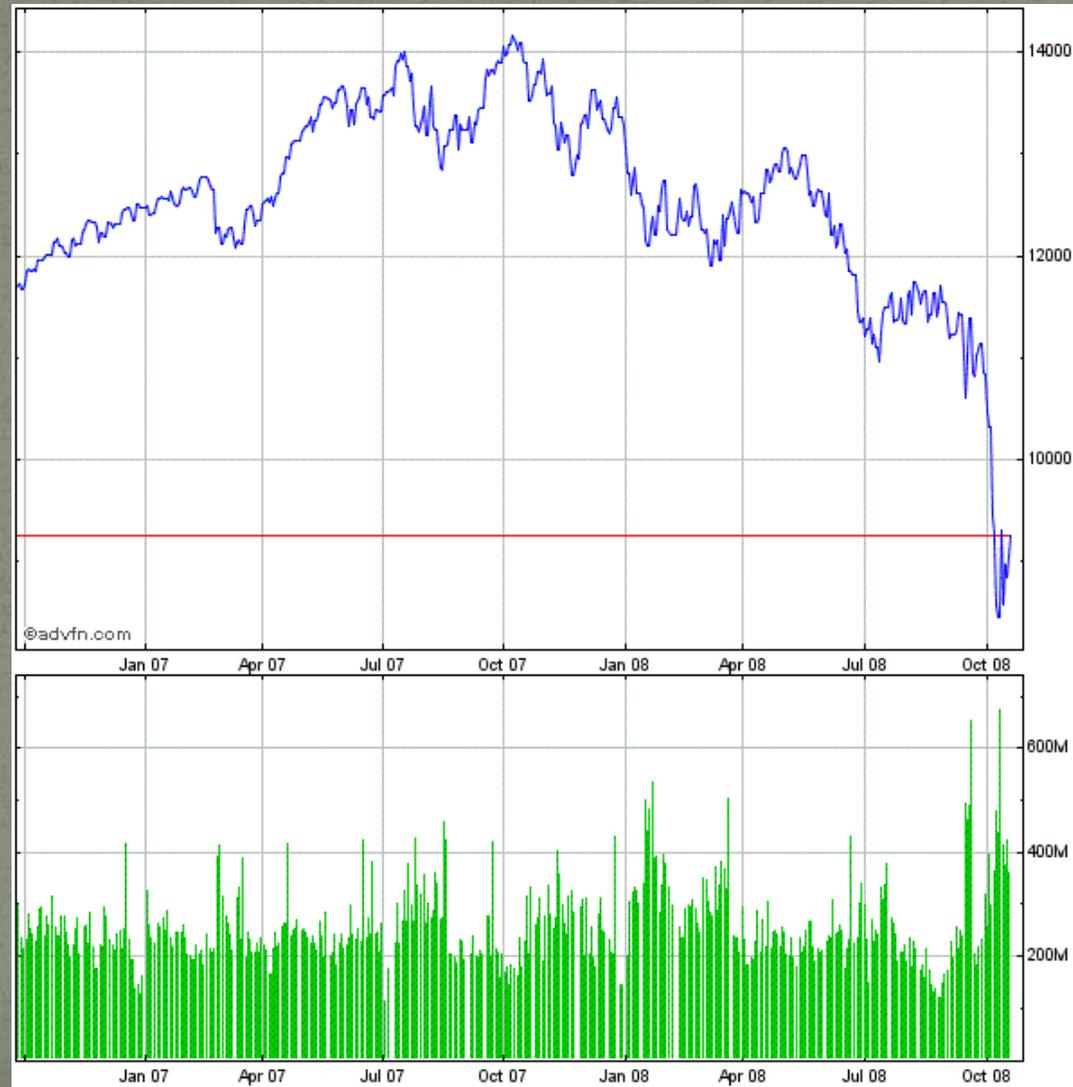
- ❑ La banque *Lehman Brothers* annonce 3,9 Mds \$ de pertes au 3^e trimestre.
- ❑ *Bank of America* et/ou la *Barclays* sont candidats à la reprise
- ❑ La Fed refuse de donner sa garantie contrairement à ce qu'elle avait fait pour *JP Morgan* à la reprise de *Bear Stearns*
- ❑ Faillite de *Lehman Brothers* (14 septembre)
- ❑ Pourquoi ? La volonté de faire un exemple pour lutter contre l'aléa moral ? Volonté de préserver des disponibilités pour faire face aux difficultés d'*AIG* ? Paulson, ancien membre de *Goldman Sachs* ne veut pas être accusé de favoriser son ancienne activité ?

2) Une vague de concentration bancaire

- ❑ *Bank of America* rachète *Merril Lynch* (15 septembre)
- ❑ Le Trésor fournit 85 mds \$ à *AIG* contre 85% des ses actions. (17 septembre)
- ❑ *JP Morgan* absorbe *Washington Mutual*, première caisse d'épargne en reprenant les actifs des banques de réseau, mais pas les dettes (25 septembre).
- ❑ *Citigroup* reprend *Wachovia* (27 septembre)

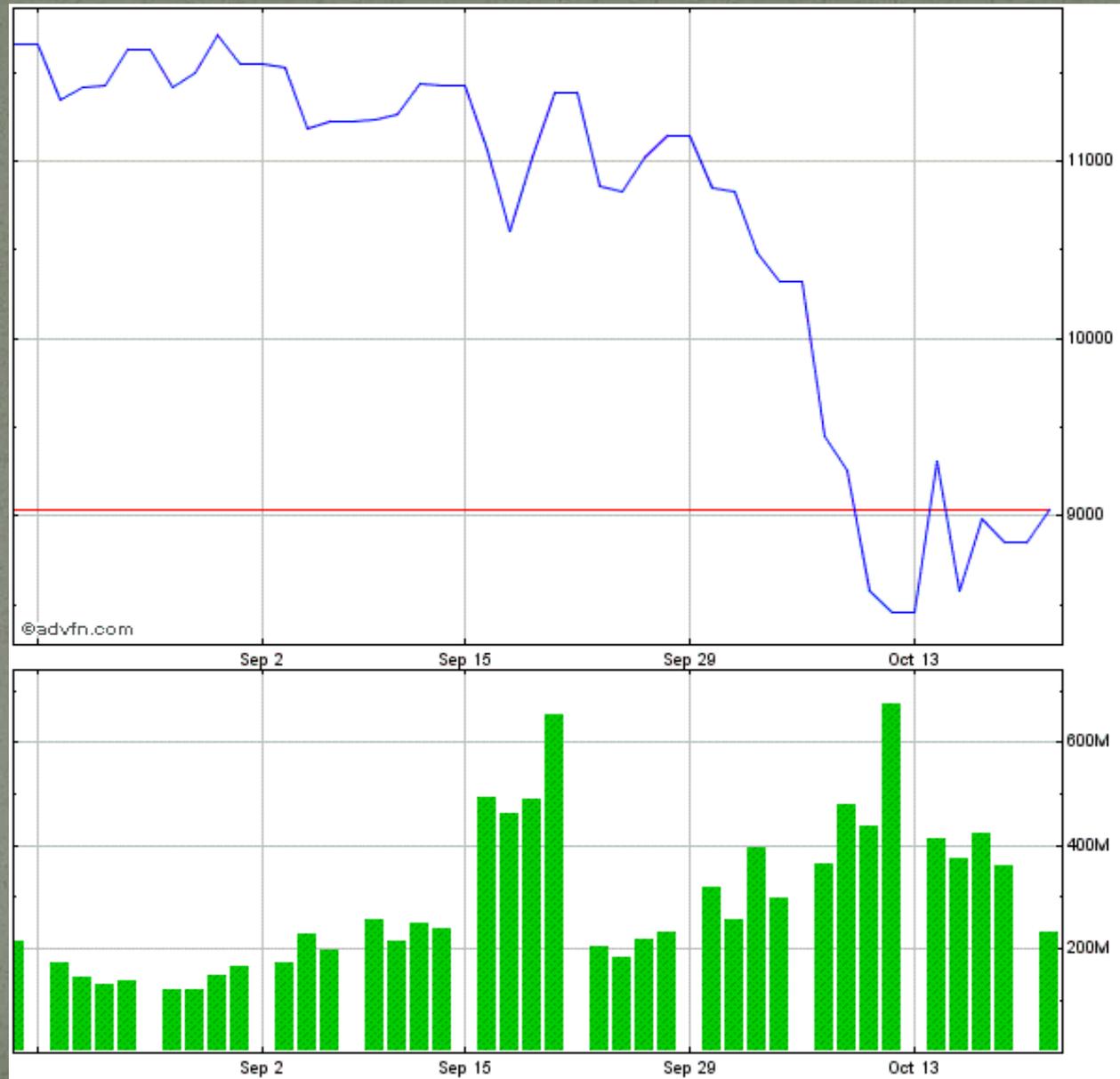
- 3) Krach boursier

Indice Dow Jones



transactions

Indice Dow Jones



Acte 3 : la crise systémique

II) La contagion

1) Ça « krache » de partout !

Des chutes vertigineuses

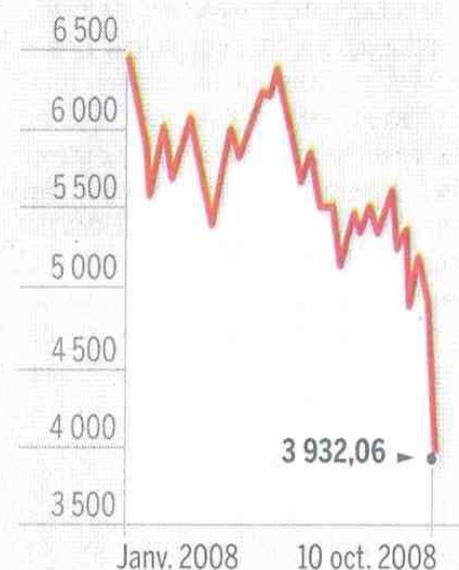
► CAC 40, en points à Paris



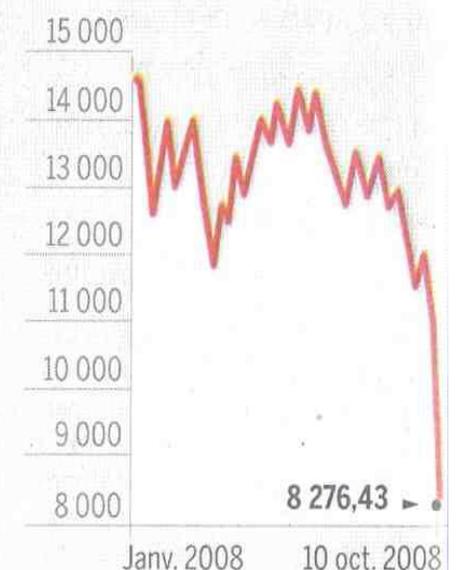
► DOW JONES, en points à New York



► FOOTsie, en points à Londres



► NIKKEI, en points à Tokyo



Source : Bloomberg

Acte 3 : la crise systémique

II) La contagion

1) Ça « krache » de partout !

2) Les difficultés bancaires s'étendent

- **Belgique** : *Fortis*. Sauvetage de la banque par les trois États du Bénélux (11,2 mds € le 28 septembre 2008). Puis reprise par BNP Paribas pour 15 mds € (6 octobre 2008)
- Sauvetage de *Dexia* par les gouvernements belge, français et luxembourgeois.
- **Allemagne** :
 - ❑ *IKB* est sauvée par l'État (octobre 2007) avant d'être reprise par un fonds américain (août 2008). *Sachsen LB* (octobre 2007) demande l'aide de l'État puis est rachetée par LBBW.
 - ❑ *Bayern LB* réclame de l'aide et surtout *Hypo Real Estate* en grande difficulté est finalement sauvée par l'intervention de l'État qui garantit les dépôts bancaires. (octobre 2008)
- **Grande Bretagne** :
 - ❑ La banque *Alliance & Leicester* est rachetée par l'espagnol *Santander* (14 juillet 2008) qui possède déjà *Abbey National*
 - ❑ La banque *Halifax Bank Of Scotland (HBOS)*, spécialisée dans les crédits immobiliers (première banque britannique dans l'immobilier) est rachetée par *Lloyds TSB* (18 septembre 2008)
 - ❑ la banque *Bradford & Bingley* est sauvée par l'intervention du gouvernement (nationalisation) et de la banque espagnole *Santander* (via *Abbey National*) (29 septembre)
 - ❑ L'État entre au capital de *RBS* (50%) et *HBOS* (70%) : augmentation de capital et devient majoritaire (12 octobre 2008)

Acte 3 : la crise systémique

II) La contagion

- 1) Ça « krache » de partout !
- 2) Les difficultés bancaires s'étendent
- 3) La crise de liquidité

➤ Les banques centrales injectent des liquidités :

Depuis le début de la crise les banques centrales injectent des liquidités... comment ? pourquoi ?

- ❑ Elles refinancent les banques en prenant en pension des titres contre de la liquidité. C'est une opération classique, qui fait partie du rôle de la banque centrale. Si les banques ont besoin de liquidités elles peuvent se prêter entre elles, en s'échangeant des titres contre de la monnaie liquide, mais elles peuvent également s'adresser à la banque centrale.
- ❑ Le taux d'intérêt pratiqué par la banque centrale est généralement considéré comme un taux plafond pour le marché monétaire. Inversement, une banque qui a un excès de liquidité peut la placer sur le marché ou s'adresser à la banque centrale. Le taux servi par la banque centrale sert de plancher.
- ❑ La situation actuelle est telle que les banques ne se font plus confiance. Elles refusent donc de se prêter entre elles et c'est la banque centrale qui doit fournir les liquidités aux marchés.
- ❑ MAIS...

Acte 3 : la crise systémique

II) La contagion

- 1) Ça « krache » de partout !
- 2) Les difficultés bancaires s'étendent
- 3) La crise de liquidité
 - Les banques centrales injectent des liquidités
 - Le marché interbancaire fait un arrêt cardiaque !

L'écart de taux d'intérêt entre le marché interbancaire et les bons du Trésor (TED Spread) mesure la prime de risque liée aux prêts interbancaires. Si un banque obtient 1% sur les bons du Trésor, il faut lui servir combien d'intérêt pour qu'elle prête à une autre banque ?





Source : [site Bloomberg](#)



Acte 3 : la crise systémique

I) Septembre noir : de krach en krach

II) La contagion

1) Ça « krache » de partout !

2) Les difficultés bancaires s'étendent

3) La crise de liquidité

- Les banques centrales injectent des liquidités
- Le marché interbancaire fait un arrêt cardiaque !
- Revoilà Keynes !
 - ❑ Les prophéties auto-réalisatrices...
 - ❑ La préférence pour la liquidité... la trappe à liquidité

Acte 3 : la crise systémique

III) Les plans de sauvetage

1) Le grand cafouillage américain

- Le signal catastrophique : le lâchage de *Lehman Brothers*.... (Cf. supra)
- Le premier plan Paulson (20 septembre)
 - ❑ le Trésor us doit racheter des MBS.
 - ❑ 700 milliards \$ de garantie
- ... refusé par le congrès... (29 septembre)
 - ❑ Malgré l'accord des deux candidats à la Présidence
 - ❑ Les républicains sont particulièrement hostiles... et traduisent le rejet des citoyens devant ce qui est considéré comme une « privatisation des profits et socialisation des pertes »

Acte 3 : la crise systémique

III) Les plans de sauvetage

1) Le grand cafouillage américain

- Le signal catastrophique : le lâchage de *Lehman Brothers*.... (Cf. supra)
- Le premier plan Paulson (20 septembre)
- ... refusé par le congrès... (29 septembre)

- Le plan Paulson n°2 adopté le 3 octobre
- ❑ Toujours le rachat de créances « toxiques », mais l'État prend part au capital des banques.
- ❑ limitation des rémunérations des dirigeants bénéficiaires du plan, interdiction des parachutes dorés.
- ❑ Révision des conditions des prêts hypothécaires accordés aux emprunteurs en difficulté.
- ❑ hausse du plafond de la garantie des dépôts bancaires, porté de 100 000 à 250 000 dollars pour un an (nouvelle mesure).
- ❑ crédits d'impôts pour la classe moyenne et aux entreprises (nouvelle mesure).
- ❑ calendrier. plan applicable jusqu'au 31 décembre 2009 ; prolongation éventuelle de deux ans. Le plan est supervisé par un conseil de surveillance où figurent le président de la Réserve fédérale, le secrétaire au Trésor et le président de la SEC, le régulateur boursier

Acte 3 : la crise systémique

III) Les plans de sauvetage

1) Le grand cafouillage américain

- Le signal catastrophique : le lâchage de *Lehman Brothers*.... (Cf. supra)
- Le premier plan Paulson (20 septembre)
- Le plan Paulson n°2 adopté le 3 octobre

- ... et finalement.... Un plan n° 3 ? De nouvelles mesures présentées le 14 octobre.
- ❑ Entrée au capital des banques pour 250 mds de \$
- ❑ 9 banques déjà candidates : *Citigroup*, *Wells Fargo*, *JP Morgan Chase* et *Bank of America* (et par extension *Merrill Lynch*, que cette dernière va racheter); *Goldman Sachs* ainsi que *Morgan Stanley*, les deux dernières banques d'affaires américaines indépendantes; et enfin deux établissements d'une taille un peu plus modeste, *Bank of New York* et *State Street*.
- ❑ Garantie des prêts interbancaires : L'agence fédérale de garantie des dépôts, la FDIC, va apporter sa garantie pour trois ans aux nouvelles dettes émises par les institutions financières, notamment les prêts interbancaires.

(Source : Le Monde)

Acte 3 : la crise systémique

III) Les plans de sauvetage

2) Les plans européens.

Un double objectif : permettre le redémarrage du marché interbancaire ; garantir les dépôts bancaires

- Le premier plan (300 mds €, 30 septembre) proposé par le gouvernement français aux autres pays européens . C'est une réplique du plan Paulson américain sans plus de précision. Les mesures ne sont pas encore clairement affichées : caisse de défaisance pour racheter des actifs douteux ? Recapitalisation des banques ? Garanties sur les prêts interbancaires ?
- Le second plan européen, proposé début octobre, a été construit à partir de trois types d'interventions possibles.
 - ❑ Première possibilité (à l'américaine) : reprise de créances douteuses pour donner de la liquidité aux banques. Essayer de revendre ensuite ces créances...
 - ❑ Deuxième possibilité : prendre des participations dans une banque. Entrée temporaire, permettant aux banques de se redresser. L'État doit ensuite revendre sa participation en faisant une plus-value.
 - ❑ Troisième voie : garantir les prêts entre les banques afin d'assurer au prêteur qu'il récupérera, quoi qu'il arrive, son argent. (solution préconisée par les anglais) C'est le principe de la caution. Ce dispositif ne coûte rien tant qu'un emprunteur ne fait pas défaut.

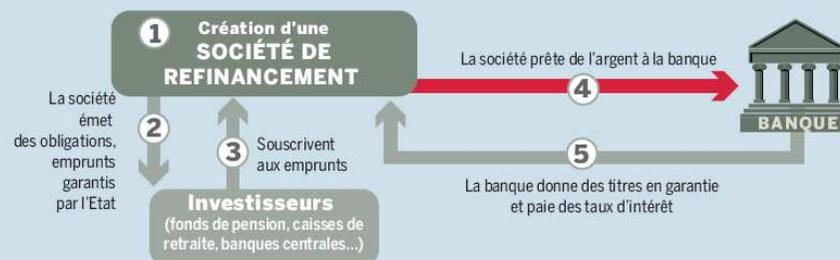
Le plan de sauvetage français (13 octobre) repose sur deux piliers.

- Création d'une *Société de refinancement*. En échange d'actifs "de bonne qualité", elle refinancera les établissements de crédit en leur prêtant du cash. Pour cette action, elle sera rémunérée. On est dans une logique d'assurance. L'Etat se portant garant à hauteur de 320 mds €, mais si aucune banque n'est défaillante, il n'y aura aucune sortie de fonds. L'Etat en sera actionnaire à hauteur de 34 %, ce qui lui donne une minorité de blocage. Elle émettra des titres, garantis par l'État, qui lui permettront de constituer son capital.
- 40 milliards d'euros permettront la recapitalisation des banques en difficulté.

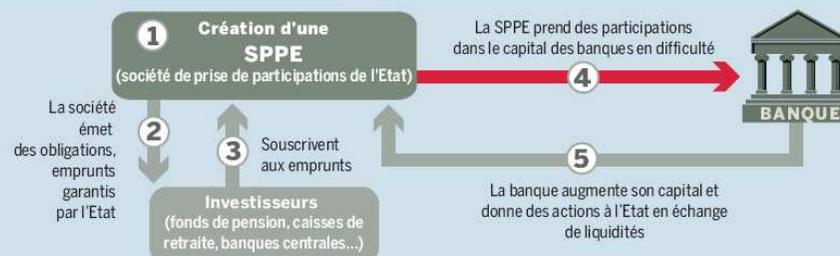
En France, l'Etat crée deux outils pour sauver le système bancaire

Présidée par **Michel Camdessus**, la Société de refinancement, détenue à 66 % par les banques et à 34 % par l'Etat, prêtera des liquidités à cinq ans. La société de prise de participation de l'Etat (SPPE), détenue à 100 % par l'Etat, entrera au capital des banques qui le souhaitent.

► Le refinancement des banques dans la limite de 320 milliards d'euros



► La recapitalisation des banques dans la limite de 40 milliards d'euros



► Pourquoi le système habituel du marché interbancaire ne fonctionne-t-il pas ?



La crise financière et la peur de la faillite d'un établissement bancaire conduisent les institutions financières à se méfier les unes des autres et à ne plus se prêter leurs liquidités excédentaires.

► Quel est le rôle des banques centrales ?

Elles « injectent » massivement des liquidités = elles prêtent à court terme de l'argent aux banques en prenant des titres en garantie.

Des plans de même ampleur sont proposés dans plusieurs pays européens.

Sur le plan européen :

➤ La BCE accepte que les banques lui présentent des créances sur les entreprises. Cela devrait faciliter l'accès aux liquidités.

➤ Assouplissement des normes comptables. Le *mark to market*, actuellement en vigueur pousse les banques à « liquider » des actifs dont la valeur se déprécie pour maintenir les ratios de solvabilité. Mesure déjà prise par les autorités américaines depuis le 1/10 pour les actifs difficiles à évaluer.

La planète au secours des banques

1 France

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **320 mds €**
Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **40 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €** par personne et par établissement bancaire

2 Royaume-Uni

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **320 mds €**
Fonds d'Etat : **64 mds €** pour la recapitalisation des banques

3 Irlande

Coût potentiel de la garantie des dépôts bancaires : **400 mds €**

4 Belgique

Deux des principales banques du Royaume, Dexia et Fortis, sont passées sous le contrôle de banques françaises et néerlandaises. Fortis-Pays-Bas a été nationalisée.
Garantie dépôts : **100 000 €**

5 Pays-Bas

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **200 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €**

6 Allemagne

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **400 mds €**
Fonds d'Etat : **80 mds €**

7 Autriche

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **85 mds €**
Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **15 mds €**

8 Hongrie

Montant de l'épargne garanti : **45 000 €**

9 Suisse

Recapitalisation d'UBS par l'Etat : **3,9 mds €**
Fonds de rachat d'actifs bancaires : **40 mds €**



10 Espagne

Garantie dépôt : **100 000 €**

11 Portugal

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **20 mds €**

12 Italie

Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **40 mds €**
Garantie épargne : **103 291 €**

13 Grèce

Refinancement et recapitalisation des banques : **28 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €**

14 Norvège

Garantie des crédits immobiliers : **41 mds €**

15 Islande

Trois principales banques nationalisées.
Plan de sauvetage proposé par la Russie : **3,7 mds €** et discussions avec le FMI

16 Arabie saoudite

Aide aux banques : **30 mds €**
Baisse des taux d'intérêt par la banque centrale, pour la première fois depuis deux ans

17 Canada

Rachat de crédits immobiliers auprès des banques : **15,5 mds €**

18 Etats-Unis

Plan de sauvetage bancaire voté par le Congrès : **518 mds €**. L'Etat en utilisera une partie (185 milliards d'euros) pour entrer au capital de neuf banques - Citigroup, Wells Fargo, JP Morgan Chase, Bank of America... - dans la limite de 18,5 milliards chacune

19 Inde

Aide au marché financier après chute de la roupie : **9 mds €**

20 Japon

Recapitalisation envisagée des banques régionales. Assouplissement des prêts aux banques par la Banque centrale

21 Chine

Baisse des taux d'intérêt (sept. et oct.) à raison de 0,27 % chacun

22 Hongkong

Garantie de tous les dépôts bancaires jusqu'en 2010

23 Singapour

Fonds de **75 mds €** pour garantir tous les dépôts bancaires

24 Australie

Plan d'urgence pour relancer la consommation : **5 mds €**
Garantie globale des dépôts bancaires pendant trois ans au moins

25 Nouv.-Zélande

Garantie des dépôts bancaires, pendant deux ans au moins

Acte 4 : et maintenant...

I) De la crise financière à la crise économique...

1) Les mécanismes de la transmission

➤ Le *credit crunch* et ses conséquences

- ❑ La crise bancaire provoque une contraction de l'offre de crédit.
- ❑ Les banques deviennent plus exigeantes sur les conditions d'obtention de prêts. Taux d'intérêt plus forts et conditions d'endettement plus sévères
- ❑ Les entreprises ne peuvent plus se financer : financement de l'investissement ou crédit à court terme
- ❑ Les particuliers obtiennent plus difficilement les crédits immobiliers et les prêts à la consommation.

⇒ Réduction de la consommation et de l'investissement

⇒ Récession !

Acte 4 : et maintenant...

I) De la crise financière à la crise économique...

1) Les mécanismes de la transmission

- Le *credit crunch* et ses conséquences
- Les effets de richesse
 - Le principe d'un effet de richesse.
 - ❖ Une approche développée initialement par Pigou à partir de l'évolution des prix : une baisse des prix se traduit par une augmentation du pouvoir d'achat qui accroît la consommation.
 - ❖ Une généralisation : si le prix des actifs augmente, les agents se sentent plus riches et vont augmenter leur consommation. Valable dans le cas d'un boom de l'immobilier ou d'une hausse des cours boursiers.
 - ❖ Un principe qui peut évidemment jouer à l'envers. L'effondrement du marché immobilier et des cours de bourse risquent de provoquer une contraction de la demande (on parle alors d'effet Keynes)

Acte 4 : et maintenant...

1) De la crise financière à la crise économique...

1) Les mécanismes de la transmission

- Le *credit crunch* et ses conséquences
- Les effets de richesse
 - Le principe d'un effet de richesse.
 - Les canaux de transmission actuels
 - ❖ Les fonds de pension : l'effondrement des marchés financiers provoque une dévalorisation de leurs actifs => risque sur les retraites de ménages
 - => effet immédiat sur la demande pour les ménages déjà concernés.
 - => Effet retardé pour ceux qui sont actifs et qui devront faire un effort d'épargne supplémentaire.
 - ❖ La dévalorisation des actifs (immobilier ou portefeuille)
 - => les ménages cherchent mécaniquement à reconstituer leur niveau antérieur => effort d'épargne supplémentaire (précaution) et réduction de la consommation.
 - => Les entreprises voient la valeur de leurs actifs baisser et réduisent leurs investissements....

Acte 4 : et maintenant...

I) De la crise financière à la crise économique...

1) Les mécanismes de la transmission

- Le *credit crunch* et ses conséquences
- Les effets de richesse
- La crise de confiance
 - ❑ Logique de prophétie auto-réalisatrices
 - ❑ Les entreprises réduisent leurs investissements par crainte sur la demande
 - ❑ Les ménages réduisent leur consommation par peur du chômage (remontée des taux d'épargne)
- ⇒ la crise redoutée se produit
- La transmission internationale
 - ❑ L'effet par le commerce international => conséquences sur les pays émergents (cf. fermetures d'usine de production de jouets en Chine)
 - ❑ L'effet par les taux de change.

Acte 4 : et maintenant...

I) De la crise financière à la crise économique...

1) Les mécanismes de la transmission

- Le *credit crunch* et ses conséquences
- Les effets de richesse
- La crise de confiance
- La transmission internationale
- Des effets stabilisateurs
 - ❑ La baisse du prix des matières premières
 - ❑ Une politique monétaire plus souple => taux d'intérêt en baisse ?

Acte 4 : et maintenant...

1) De la crise financière à la crise économique

Partie très « spéculative »...

1) Les mécanismes de transmission

2) Les plans de relance sont-ils possibles ?

➤ Les pays européens annoncent des plans de soutien

□ France : Sarkozy annonce le 23 octobre un plan de soutien à l'investissement

- ❖ Exonération de taxe professionnelle sur les investissements
- ❖ Création d'un *fonds stratégique d'investissement* pour apporter une aide financière aux PME fragilisées par la crise.

□ Angleterre : Gordon Brown lance un plan de relance keynésien (cf. Le Monde du 22/10)

- ❖ Aide aux PME, de 350 millions de livres (444 millions d'euros). L'Etat s'engage à payer ses factures dans les dix jours, contre trente jours aujourd'hui.
- ❖ Construction de logements sociaux et de nouveaux hôpitaux.
- ❖ Grands travaux :
 - ❖ achat de deux porte-avions pour près de 4 milliards de livres, engagement pour un nouveau programme de dissuasion nucléaire.
 - ❖ 9,3 milliards de livres dépensés pour les Jeux olympiques de Londres de 2012, quatre fois plus que ce qui était prévu mais qui pourrait créer 15 000 emplois
 - ❖ nouvelle voie de chemin de fer à travers la capitale, *Crossrail*, pour 16 milliards de livres.

Acte 4 : et maintenant...

1) De la crise financière à la crise économique

Partie très « spéculative »...

1) Les mécanismes de transmission

2) Les plans de relance sont-ils possibles ?

- Les pays européens annoncent des plans de soutien
- Des questions sans réponse pour l'instant
 - Quelles évolutions du cadre européen ?
 - ❖ Quid des critères du pacte de stabilité ?
 - ❖ Une relance concertée ?
 - Quelle politique monétaire ?

Acte 4 : et maintenant...

II) Quelles réformes internationales ?

Des pistes possibles... mais il faudra attendre fin novembre...

1) Vers une re-réglementation ?

- Les contraintes prudentielles des banques ?
 - ❑ Les accords de Bâle 2, leur application, leur généralisation...
 - ❑ La question du hors-bilan
- La spécialisation bancaire ?
- Les produits financiers ?

2) Lutte contre les paradis fiscaux ?

3) Des politiques économiques concertées ?