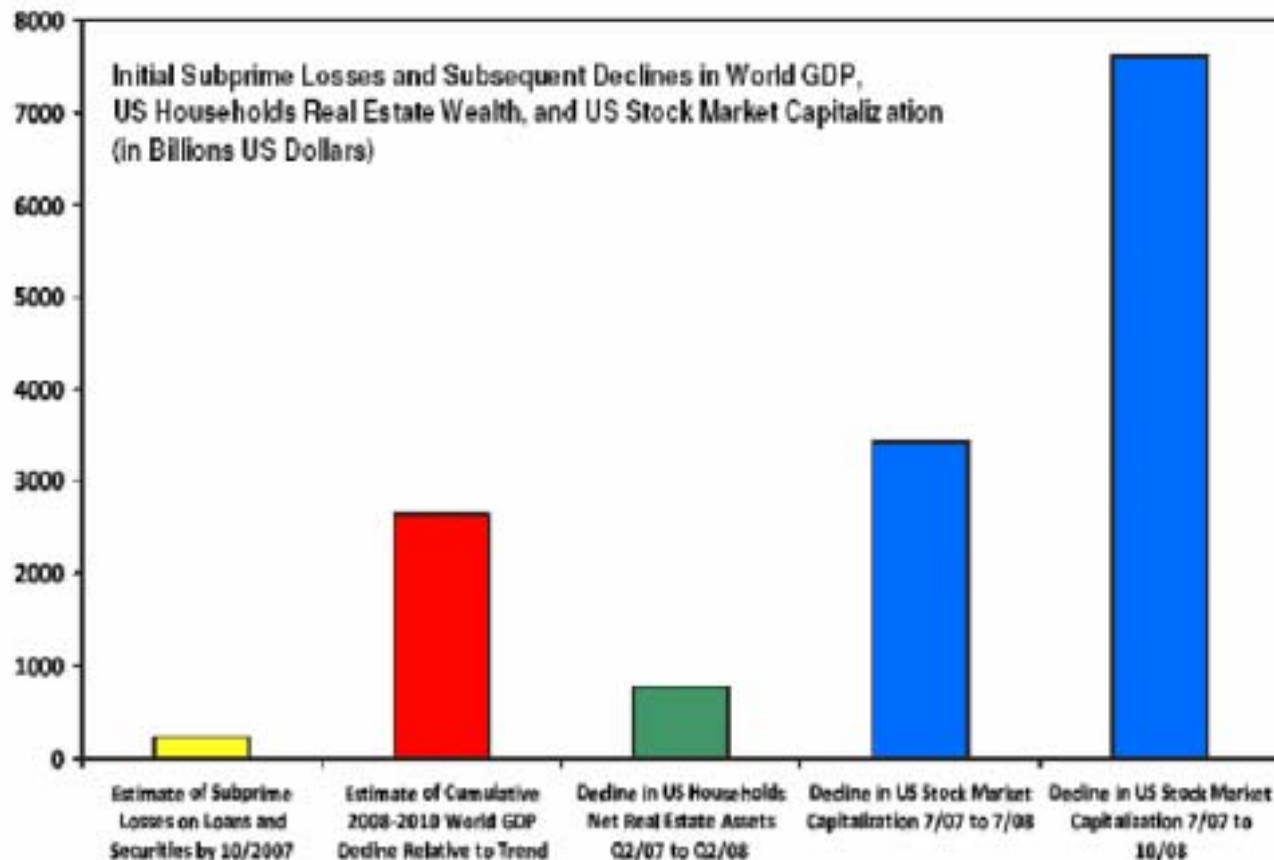


Origines de la crise financière

Question :

Comment une crise limitée du marché du crédit immobilier (subprimes) a-t-elle précipité une telle crise économique ?



Etincelle : crise des *subprimes*

- ❑ Crédits immobiliers à risque : gagés sur le logement de l'emprunteur avec taux d'emprunt variable, indexé sur les taux directeurs de la Fed
- ❑ Segment limité du marché du crédit immobilier: 20% (ménages les plus pauvres)
- ❑ Montant négligeable des actifs physiques et financiers, seulement 3,8% des 60 000 milliards d'actifs totaux

Amplification des pertes

- ❑ Pertes des subprimes: 250 milliards de dollars
- ❑ Perte cumulée anticipée pour la production mondiale 2008-2015 : 4 600 milliards de \$, soit 20 fois la perte initiale !
- ❑ Perte enregistrée sur les actifs financiers de Juillet 2007 à Novembre 2008: 26 400 milliards de \$, soit 100 fois la perte initiale

A – Conditions initiales

La crise des subprimes s'explique par la conjonction de 3 phénomènes

❑ A.1 - Déséquilibres macroéconomiques

❑ A.2 – Dérégulation et dysfonctionnements microéconomiques

❑ A.3 – Des pratiques financières à risque

A – Conditions initiales

A.1 – Déséquilibres macroéconomiques

- ❑ Années 1990 et début des années 2000 : la « tranquillité » de la conjoncture (faibles fluctuations du PIB et de ses composantes - grande modération, faible inflation) s'accompagne d'une amélioration des situations macroéconomiques et d'une modernisation des structures financières des pays émergents.
- ❑ Excès de liquidités au niveau mondial, du à d'importants excédents commerciaux et à un fort taux d'épargne dans les pays émergents (e.g., la Chine épargnait 50% de son PNB) et les pays exportateurs de matières premières. La plupart de ses liquidités se sont portées sur des bons du Trésor US, et des obligations chez Fannie Mae et Freddie Mac.
- ❑ Crédibilité de la politique monétaire de l'époque : les agents croient à la bonne maîtrise de l'inflation par les Banques Centrales
- ❑ Cela favorise la confiance, et une diminution de l'aversion au risque.

A – Conditions initiales

A.1 – Déséquilibres macroéconomiques

- ❑ La diminution des primes de risque conduit à une baisse des taux d'intérêts à long-terme : crédit abondant et bon marché.

- ❑ Favorisation des opérations à effet de levier.

- ❑ Hausse des bourses et de l'immobilier, expansion des crédits hypothécaires

- ❑ Les stabilisateurs automatiques du crédit (plus de crédit → plus d'inflation → relèvement des taux → moins de crédit) ne jouent pas comme à l'accoutumée.

A – Conditions initiales

A.2 – Dérégulations et dysfonctionnements microéconomiques

□ Deux décisions clés aux Etats-Unis

- Dérégulation des commissions (qui ne sont plus fixées) sur les opérations boursières depuis les années 1970
- Abrogation des restrictions Glass-Steagall sur le mélange des activités de banque commerciale et de banque d'investissement dans les années 1990.

□ Concurrence renforcée, diminution des marges des banques d'investissement.

□ Chute des valeurs boursières à partir de 2000 (9/11, éclatement de la bulle technologique « dot-com » etc.)

□ Forte concurrence des *hedge funds*.

A – Conditions initiales

A.2 – Dérégulation et dysfonctionnements microéconomiques

- ❑ Les intermédiaires financiers doivent, pour satisfaire leurs clients, trouver d'autres placements offrant une rentabilité élevée.

- ❑ Pour faire face à cette exigence de rentabilité, les banques :
 - Augmentent leur volume d'activité (en relâchant les conditions d'attribution des prêts)
 - Innovent, en élaborant de nouveaux véhicules de titrisation

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

□ Bienfaits habituels de l'innovation financière :

- Baisse des coûts de transaction
- Souplesse dans les opérations financières
- Contribution à l'efficacité des marchés :
amélioration du processus de découverte des prix,
meilleure allocation des risques

□ Mécanisme crucial dans la crise financière actuelle : titrisation

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

- ❑ Titrisation (securitization) : technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (e.g., prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société *ad hoc*, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.
- ❑ Née aux USA dans les années 1980, la titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000.
- ❑ Transformation par les Banques des prêts immobiliers subprimes en titres du type *Asset Backed Securities* (ABS) (« valeur mobilière adossée à des actifs »).
- ❑ De tels ABS peuvent être constitués de paquets de 1 000 à 10 000 crédits, d'un montant unitaire de 100 000 à 500 000 US\$.

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

- Quel est l'intérêt pour les Banques de « titriser » ? (1/2)
- Transformer un portefeuille illiquide (prêts immobiliers à long-terme) en des titres liquides.
 - Les investisseurs achetant ces titres prennent leur décision sur la qualité des actifs cédés, et non pas sur la qualité du vendeur. Une institution qui ne serait pas en très bonne situation financière peut donc lever des fonds à des conditions intéressantes si elle a des actifs de qualité dans son bilan.
 - Transfert du risque de crédit : le risque de perte sur le portefeuille est passé chez les investisseurs. Les Banques peuvent donc limiter (« *capper* ») leurs propres risques. Problème : les Banques sont aussi incitées à en prendre davantage !

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

□ Quel est l'intérêt pour les Banques de « titriser » ? (2/2)

- Gestion de bilan : en refinancant son portefeuille de crédit, une banque peut libérer des fonds et accroître son activité ou générer de nouveaux actifs (prêts) tout en maintenant son bilan à un niveau maîtrisé (ratios de prudence), puisque les prêts immobiliers titrisés sont sortis de son bilan.
- Discrétion vis-à-vis du client (la banque peut céder son portefeuille de crédit sans que l'emprunteur n'en sache rien).

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

- ❑ Transfert et dilution du risque sur les marchés financiers.
- ❑ *Collateralized Debt Obligation* (CDO): structures créées sur mesure par les banques pour revendre des titres risqués sur les marchés financiers en les mélangeant à d'autres actifs financiers.
- ❑ Un CDO regroupe en général des titres issus de 100 à 250 actifs (ABS, CDO, ou simples obligations) pour un montant compris entre 1 et 2 milliards de dollars.

A – Conditions initiales

A.3 – Pratiques financières à risque

- ❑ Parts de CDO divisées en 3 tranches selon le degré de risque :
 - Equity (le plus risqué)
 - Mezzanine (intermédiaire)
 - Senior ou Super-senior (le moins risqué, généralement noté AAA par les agences de rating)

- ❑ Très grande complexité de la transformation des crédits immobiliers en produits dérivés, traçabilité impossible, d'où une évaluation imparfaite des agences de rating.

- ❑ La concentration des risques est susceptible d'alimenter le *risque systémique*

A – Conditions initiales

□ Spécificité des marchés financiers :

- Rôle essentiel des anticipations : le prix d'un actif est non seulement fonction des fondamentaux, mais aussi de la présence potentielle d'anticipations auto-réalisatrices
- Interaction avec le marché du crédit, effets de levier :

Hausse prix d'actifs → Hausse du crédit → Hausse prix d'actifs

A – Conditions initiales

- Opacité et défaillance de la régulation sur les nouveaux produits financiers :
 - Credit Default Swaps : instruments servant à protéger un créateur contre le risque de défaut de son débiteur. Si le débiteur fait défaut, le banquier/assureur contrepartie du CDS reprend le titre de créance à sa valeur initiale. GROS PROBLEME si le banquier/assureur n'a pas assez provisionné sur ces produits.
 - Echech de la régulation prudentielle : contournement des ratios prudentiels (e.g., Cooke) avec la titrisation, permettant de classer de nombreux actifs hors bilan.

A – Conditions initiales

Fonctionnement de type « Market to Market »:

- Les actifs sont évalués sur la base de leur prix de marché
- Le risque n'est plus évalué en fonction du montant total de crédit, mais de la probabilité de défaut
- Dissémination et opacité des risques au sein même des banques

A – Conditions initiales

Lorsque le système financier fonctionne correctement, les risques sont censés être alloués de manière optimale vers ceux qui supportent d'en accepter les conséquences.

Mais ceci ne préjuge pas de leur capacité à en supporter effectivement les risques...

B – Mécanismes d'amplification

Panique Bancaire

☐ Version traditionnelle :

- Rumeurs (justifiées ou non) sur la santé financière d'une Banque
- Retraits massifs des déposants
- Epuisement des réserves
- Faillite de la Banque

☐ Version moderne :

- Crise de liquidité de Banques
- Les Banques doivent vendre une partie de leurs actifs sur les marchés financiers pour retrouver des liquidités
- Problème, ces actifs sont risqués ou supposés comme tels par le marché
- Absence de demande de ces produits
- Vente à prix bradés, diminuant la richesse de toutes les Banques, amplifiant la crise de liquidité

B – Mécanismes d'amplification

□ Contraction générale du crédit

- Les banques ne prêtent plus
- Les banques ne se prêtent plus entre elles (assèchement de la liquidité sur le marché interbancaire)
- La contraction du crédit amplifie la crise de l'immobilier, et amplifie la dépression des actifs

□ Mondialisation des marchés financiers

- Nouveauté par rapport à la crise asiatique (1997) ou la crise de 2000 : absence de découplage
- Contagion via l'intégration importante des marchés financiers internationaux

C – Effets à court-terme

- ❑ Hausse des défauts sur les emprunts immobiliers + crise de liquidité : résultats des banques très sévèrement affectés
- ❑ Réduction massive du levier d'endettement (*deleveraging*)
- ❑ Conséquences très négatives sur la consommation et l'emploi.

D – Effets à long-terme

- ❑ Hausse des coûts de financement de l'économie : hausse du coût de financement des banques et hausse des primes de risques supportées par les entreprises et les ménages emprunteurs.
- ❑ Diminution des opérations de titrisation : les banques devront donc détenir davantage de fonds propres.
- ❑ Financement plus difficile des PME (leurs titres de dette ou de capital sont peu liquides et donc difficiles à vendre)

D – Effets à long-terme

- ❑ Changement de rôle pour la finance : moins d'organisation du transfert de risque, mais plus d'organisation du maintien de la liquidité.
- ❑ Disparition de petites banques : augmentation de la concentration bancaire
- ❑ Bulles toujours possibles !

E – Chronologie des événements

- Fév 2007 : défauts multipliés sur les crédits subprimes
 - Août 2007 : chute des bourses, injections massives de liquidités par la Fed et la BCE
 - 17 Fév 2008 : Nationalisation de Northern Rock
 - 16 Mars 2008 : JP Morgan Chase rachète Bear Stearns a prix bradé, avec l'aide de la Fed
 - 7 Sept. 2008 : Freddie Mac et Fannie Mae, géants du crédit hypothécaire US, sont mis sous tutelle par le Trésor US
 - 15 Sept. 2008 : Lehman Brothers déposé son bilan, Bank of America rachète Merrill Lynch
 - 16 Sept. 2008 : la Fed et le gouvernement nationalisent l'assureur American International Group (AIG), menacé de faillite
-
- Rationnement du crédit

 - Internationalisation de la crise aux pays émergents
 - Contraction des liquidités des banques dans les pays émergents
 - Dépréciation des monnaies et hausse du poids de la dette

F –Comment endiguer la crise ?

Deux questions :

- Quelles politiques à court-terme pour sauver le système bancaire et financier ?
- Comment réformer le système financier pour éviter que cela ne se reroduisse ?

F – Comment endiguer la crise ?

Les politiques à court-terme

- ❑ Venir en aide aux ménages pour limiter l'augmentation des défauts de paiement (e.g., gel des taux sur les crédits subprimes)
- ❑ Assouplir la politique monétaire en injectant des liquidités et en jouant sur les taux d'intérêt
- ❑ Intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, voire en tant qu'acheteur en dernier ressort

F – Comment endiguer la crise ?

Les politiques à court-terme

Comment enrayer la mécanique de propagation ?

❑ Limiter la crise de liquidité et les bank-run

Fournir de la liquidité aux banques contre certains de leurs titres, utilisés comme collatéraux (règle de Bagehot). Mais quels titres?

Exemple : TARP (Toxic Assets Relief Programme), Plan Paulson

❑ Agir du côté de l'actif ou du passif des banques :

- Actifs : rachat d'actifs
- Passifs : recapitalisation, nationalisation

F – Comment endiguer la crise ?

Les politiques à court-terme

□ Recapitalisation :

Comment rétablir les ratio de capital des banques?

- Création d'une *Bad Bank* (structure de défaisance) ? Achat des actifs toxiques contre des liquidités ou des titres du Trésor, incitation des banques à la transparence et à l'assainissement. Problème : à quel prix racheter ces actifs ?
- Augmenter les fonds propres des entreprises

□ Question: quel effet sur les crédits véritablement octroyés par les banques ?

F – Comment endiguer la crise ?

Les politiques à court-terme

Comment ré-activer le crédit ?

- ❑ Nationalisation temporaire des banques ? Problème : l'Etat serait moins efficace que le privé pour traiter l'information ex-ante (sélection des projets) et ex-post (suivi des prêts). Mais la nationalisation peut être utile pour :
 - Rassurer les marchés, les investisseurs potentiels (« Don't scare off the investors », Larry Summers)
 - Ré-ouvrir de manière immédiate les vannes du crédit
 - De toute façon, les plans de sauvetage sont basés sur de l'argent public (« taxpayers are always the losers », Charles Wyplosz)

- ❑ Opposition expériences suédoises et japonaises des années 1990.

F – Comment endiguer la crise ?

Les politiques à long-terme

Réformes structurelles : améliorer la gouvernance financière

- ❑ Limiter les effets de levier : provisionner davantage de réserves, si possible contra-cycliques (constitution de réserves supplémentaires en boom, à utiliser lors des crises)
- ❑ Transparence des actifs et des comptes des banques
- ❑ Exiger des agences de notation qu'elles soient transparentes sur leurs modèles et leurs méthodologie
- ❑ Renforcement du contrôle global des risques systémiques. Nouvelles réglementations :
 - Limiter les opérations dans des marchés non régulés (e.g., produits dérivés, hedge funds, opérations hors bilan...)
 - Gouvernance internationale : lutter contre les paradis fiscaux