

Analyse des crises financières, similarités et différences: 1987 comparé à 2007-2012

ESC-Sfax

Sources/ Cours FMIT Skema + B. Gros Lambert

Plan

I. Crise financière 1987

- 1) L'Environnement de la crise
- 2) La chute des cours boursier
- 3) Réaction de la FED

II. Crise financière 2007-2010

- 1) Un contexte économique favorable à la mise en place d'une crise
- 2) Une prise de risque toujours plus importante de la part des investisseur
- 3) Une dégradation de l'économie
- 4) La baisse du marché immobilier touche le secteur financier

II. Analogie?

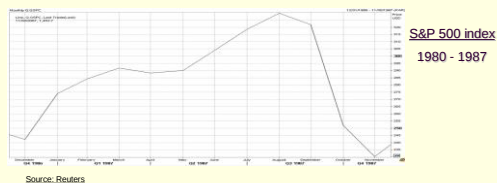
I- La Crise de 1987

1) L'environnement de la crise

A- Contexte Macroéconomique

Le début des années 80 s'est caractérisé par:

- Un marché des actions en forte croissance;
- Des régimes fiscaux favorables qui encouragent les Fusions et acquisitions;
- Une révolution High-tech aux USA.



1979 – 1985

Envolée du dollar

- À la fin de 1979, Paul Volcker, décide d'une violente remontée des taux d'intérêt pour combattre l'inflation. Le remède est sévère mais efficace: au prix d'une sévère récession, l'inflation disparaît. (3,2% en 1983)
- ⇒ Ces taux d'intérêt réels provoquent un afflux de capitaux aux Etats-Unis
- ⇒ Le dollar s'apprécie
- ⇒ Compte tenu du déficit américain, cela est manifestement exagéré : les pouvoirs publics ne peuvent plus s'abstenir de réagir.

1985 – 1987
Accord Plaza

Le 22 septembre 1985, à Hôtel Plaza de New York:

Intervention des pays du G7 (moins Canada et Italie)

- ⇒ 10 milliards de dollars sont ainsi dépensés, avec un effet immédiat
- ⇒ Repli immédiat du dollar US



Cours du Dollar contre le Deutschemark 1985 – 1987
(retranscrit en euros)

1985 – 1987

Accord du Louvre

- Désireux de stopper le mécanisme qu'ils ont mis en route mais dont la maîtrise maintenant leur échappe, les pays du G7 (moins l'Italie), signent alors à Paris le 22 Février 1987 les Accords du Louvre: Les Etats-Unis, le Japon, la République fédérale allemande, la France et la Grande-Bretagne s'engagent à de ce fait à :
 - Coordonner leurs politiques économiques nationales
 - Intervenir sur les marchés des changes par l'intermédiaire de leur banque centrale

Euphorie du marché américain

Par ailleurs, le marché américain connaît une grande euphorie :

- Le Dollar est faible ce qui encourage l'afflux des capitaux étrangers
- Les Régimes fiscaux sont favorables ce qui encourage les Fusions et acquisitions
- Essoufflement de la politique de Paul Volcker
 - Le repli des taux d'intérêt
 - La baisse des charges financières des Entreprises
- Les marchés sont dopés par la révolution High-tech aux USA
- Globalisation: ouverture des marchés et augmentation de la concurrence
 - => Développement du contrôle de gestion (Contrôle, réduction des coûts, etc.)



Marché US en plein Boom

1987

Vers une remontée des taux d'intérêt

- Économie américaine dopée engendre un boom des marchés
 - => Tensions inflationnistes
 - => Anticipation du marché obligataire d'une remontée des taux par la FED

Janvier 1987:

- => Augmentation des Taux d'emprunt d'État à LT
- => Augmentation des Déficits Jumeaux
- => Augmentation des Pressions sur le dollar



Plongée des cours des emprunts d'État

Taux d'intérêt des emprunts d'État à 10Y en 1987

Début de la crise...

- Dollar faible
- Déficit important
- Inflation ↗
- Taux LT ↗

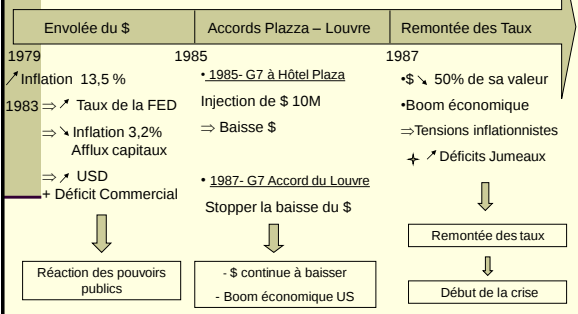
Greenspan décide alors une remontée violente des taux à CT

De 6,5% en 88 ils passent à 10,50% en 89



- Les gestionnaires ayant constitué d'importantes positions à la baisse des taux d'intérêt doivent les réduire
- Le mouvement s'accélère de plus en plus ...

Bilan: Contexte Macroéconomique



B- Contexte Boursier

- Avec les révolution High-tech et l'accroissement des volumes traités, les marchés financiers ont connu la naissance de Stratégies de trading automatiques. Le but étant de traiter le maximum d'ordres avec des conditions préétablies.
- Les program trading les plus utilisés à l'époque sont:
 - Le *Portfolio Insurance*
 - L'*Index Arbitrage*



Portfolio Insurance

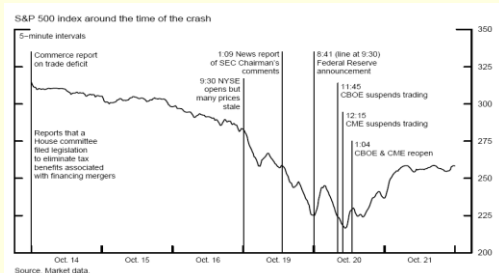
- Le principe du *Portfolio Insurance* est de limiter les pertes éventuelles dues à la baisse des marchés.
- Les modèles automatique utilisés réduisaient les positions en cas de baisse des marchés et la renforçait en cas de hausse.
 - ⇒ Actuellement à acheter un put
- Lorsque les marchés boursiers ont commencé à baisser, le *Portfolio Insurance* a provoqué un effet boule de neige: plus le marché baissait, plus les systèmes passaient des ordres de vente.

Index Arbitrage

- L'*Index Arbitrage* a été conçu pour arbitrer entre la valeur spot et la valeur des contrats futurs:
 - Si la valeur spot < valeur à terme => le programme achète au spot et revend à terme
 - Si la valeur spot > valeur à terme => le programme vend au spot et achète à terme
- Pour se couvrir de la baisse des marchés, les investisseurs ont vendus des futurs. Les traders ont donc profité de ce mouvement vendeur du marché pour arbitrer (vente spot / achat futures)
 - ⇒ L'index arbitrage a donc fortement contribué à une baisse des cours des actions.

2) La chute des bourses

Semaine du 14/10/87: « La descente aux enfers »



Mercredi 14/10/87

Deux événements majeurs entraînent une baisse des cours:

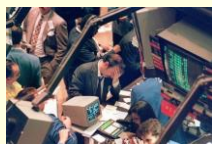
- ❖ **Fin des avantages fiscaux pour les fusions acquisitions.**
 - Diminution des cours des valeurs qui étaient la cible de rachat puisque des investisseurs revoient leurs anticipations et vendent les titres en question.
 - ❖ **Déficit commercial US du mois d'août supérieur aux attentes.**
 - - Baisse Dollars
 - Anticipe restriction de la FED
 - Hausse des taux d'intérêts
- => Pression inflationniste

Jeudi 15/10/87

■ Poursuite de la baisse des cours

L'anxiété des investisseurs les poussent à se tourner vers le marché obligataire.

- Délaissent les actions
- Accentue la tendance baissière des cours



Vendredi 16/10/87 (1)

Intervention des facteurs techniques

- ❖ Tendance baissière
 - Options deviennent « at the money » → Exécutées
 - => Certains éprouvent alors des difficultés à rouler leur position.
 - ❖ Afin de rester couvert, les investisseurs se tournent vers le marché des futures
 - => L'écart de prix entre les futures et les actions sous-jacentes se creuse du fait de la vente massive de future.
 - ❖ Naissent alors des opportunités d'arbitrage. Les traders tentent de profiter de cette situation en mettant en place des « index arbitrage »: Achètent des futures
Vendent des actions
- => Cela vient alors accentuer la baisse des cours actions

Vendredi 16/10/87 (2)
Intervention des facteurs techniques

- ❖ D'autre part, la tendance baissière entraîna l'activation des « portfolio insurance » qui conseillaient alors de vendre sous jacent et instrument de couverture ce qui renforça de nouveau la tendance baissière.
 - ❖ Enfin, certains opérateurs ayant anticipé l'accroissement des ventes du fait des portfolio insurance, ont tenté de devancer le mouvement et de vendre préalablement leurs titres afin de profiter de la baisse ultérieure.
- En fin de la journée, le S&P enregistrait une perte de près de 9%.

Lundi 19/10/1987 (1)
Le Lundi noir

- ❖ Du fait de la clôture à la baisse du vendredi, à l'ouverture du Nyse une part importante des actions sont réservées à la baisse et écartées des indices.
Par exemple, sur le S&P la SEC note que, à 10h, 30% des valeurs n'étaient toujours pas ouvertes à la cotation.
- ❖ Le cours des indices était donc pendant quelque temps **sur évalué**. Parallèlement à cela, le marché des futures ne cessait de s'écrouler.
→ Arbitrage possibles (Achat de futures et vente d'actions)
- ❖ Reprise de la cotation = Gap baissier important
Certains investisseurs plus confiants rachetèrent toutefois des actions (espèrent remontée des cours et intervention de la FED)
→ Hausse temporaire des cours dans la matinée

Lundi 19/10/1987 (2)
Le Lundi noir

- ❖ Vers 13h: Commentaire de la SEC sur l'intérêt d'une pause dans la cotation
=> Rumeur sur la fermeture du NYSE
=> Les investisseurs soldent leur position (Vente).
 - ❖ Pour ce qui est des « portfolio insurers », le gap baissier se traduit par des ventes simultanées de dérivés et de leur sous-jacent.
 - ❖ Activation des stop-loss => Accentue le mouvement baissier
 - ❖ En ce lundi noir, un grand sentiment de panique se fit sentir, les systèmes informatique étaient en surcharge et la confusion planée.
- => Une boucle infernale fut lancée et les cours se dégradèrent tout au long de la journée.

Déclin d'environ 20% pour le S&P500 et de 29% pour le S&P500 future

Bilan sur les Marchés: Quelques chiffres

	Vendredi 16/10	Lundi 19/10	Mardi 20/10
Asie	Tokyo - 2,5% Hon Kong -11%		Tokyo -15%
EUR	Londres - 11% Paris -6% Francfort - 7%		Paris -10% Londres -12%
US	DJI - 9%	S&P - 22,6%	

B- La sévérité de la crise

La sévérité de la crise s'explique en partie par

- a) Les appels de marge
- b) Le program trading
- c) Une efficience relative des marchés

Novembre 2007

a) Les Appels de marges (1)

Définition

« L'appel de marges est le versement obligatoire de fonds supplémentaires auprès de la chambre de compensation... Par un intervenant pour couvrir la dépréciation de sa position ouverte sur le marché... Faute de voir sa position liquidée à l'ouverture suivante du marché. »

(Source: Wikipédia)

Les Appels de marges (2)

- L'appel de marge permet ainsi de s'assurer que l'investisseur sera en mesure de remplir ses obligations, même en cas d'évolution défavorable des cours.
- Les appels de marges peuvent alors avoir lieu en journée (intraday margining) ou en fin de journée (end-of the day margining).
- L'appel de marge se fait d'abord pour la position en perte (débité), puis pour la position gagnante (crédité).
 - Ainsi, les investisseurs ayant diverses positions (à la fois gagnante et perdante) se sont retrouvés dans un besoin de liquidité momentanée, les empêchant de prendre de nouvelles positions sur le marché.
- Ce lundi noir, on enregistra un records d'appels de marge.
 - ➔ 15 fois supérieur à la moyenne habituelle.

Les Appels de marges (3)

- Les chambres de compensation se livrèrent alors à de nombreux emprunt afin d'assurer l'ensemble des versements.
- Lors de la crise, les banques américaines ont souvent prêté aux courtiers afin de profiter de taux d'intérêts plus élevés puisque ceux-ci pouvaient les répercuter sur les marges de leur clients.
- Les prêts accordés au courtiers passèrent de USD 42 millions à USD 50 millions en une semaine.
 - ↗ Crédits => ↗ Exposition au risque
- Certains clients ne purent répondre à leurs appels de marge et de nombreuses banques locales firent faillite. Ces faillites venant renflouer le sentiments de méfiance et de panique sur l'état de l'économie.

Les Appels de marges (4)

- De plus, l'incapacité à répondre aux appels de marges entraînant une liquidation de la position, la tendance à la vente sur les marchés fut accentuée (baisse des cours).

→ Les appels de marges réduisirent la liquidité des marchés et sont alors l'un des facteurs explicatifs de la sévérité de la crise.

b) Le Program Trading

- Comme explicité précédemment le program trading a pu conquérir à la baisse des cours.
- Cependant la profondeur de cet impact reste discutable et est la cause de nombreux débats.

C. Efficience des marchés?

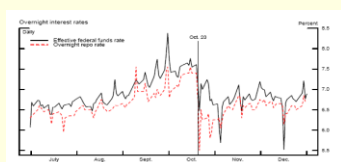
- Dans un contexte de volatilité records, l'obtention d'une information fiable dans des délais extrêmement courts (car les cours varient trop rapidement) était difficile.
- Le sentiment de panique et la propagation de rumeurs ont quant à eux remis en cause l'hypothèse de rationalité.
- Enfin, les importants volumes traités ont entraîné de nombreux dysfonctionnement informatique qui ont renflouer l'incertitude des investisseurs. La suspension de cotation à participer à ce mouvement, puisque certains cours n'étaient plus représentatifs
=> Dysfonctionnement informatique

3) Réaction de la FED

Réaction de la FED ou la création du Put Greenspan

Au lendemain de la crise, la FED

- Annonce qu'elle servira de source de liquidité pour soutenir le marché économique et financier.
- Baisse les taux au jour le jour de 50 Bp à fin de fournir de la liquidité au marché.



Évolution taux au jour le jour de la FED - 1987

Réaction des pouvoirs publics

Afin d'écartier le risque systémique:

- Ouverture de la FED des vannes de liquidité pour permettre aux banques de continuer d'opérer;
- Libéralisation temporaire des limites concernant les titres émis par le Gouvernement; (Quantités détenues et montants échangés)
- Surveillance de la FED des plus grandes banques à fin d'identifier leurs expositions et pertes potentielles et mesurer les risques de solvabilité et de liquidité des entreprises cotées.

Réaction des pouvoirs publics

- Par ailleurs, l'Administration Bush avait mis en place la Résolution Trust Corporation, une "super entreprise" pour reprendre les banques en faillites.
- En 1988 à la demande du Congrès Américain, des coupes circuits ont été mis en place.
=> Bloquer toute négociation sur des titres qui ont soit trop augmenté soit trop baissé.

II- La Crise de 2007-2012



Crise des Subprimes: Origine, déclenchement et contagion

1) UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE A LA MISE EN PLACE D'UNE CRISE

Source/ B. Gros Lambert-Skema

UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

- ❑ Des taux historiquement bas
- ❑ Un taux de chômage reflétant le plein emploi
- ❑ Une croissance stable, une inflation contenue
- ❑ Un marché immobilier en forte expansion
- ❑ Des exportations dopés par une baisse continue du dollar

Source: Fed
(<http://www.federalreserve.gov/>)

UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

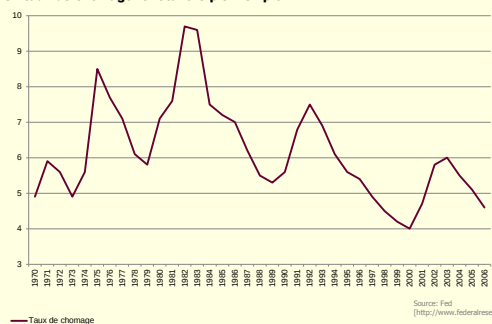
Des taux historiquement bas



Source: Fed
(<http://www.federalreserve.gov/>)

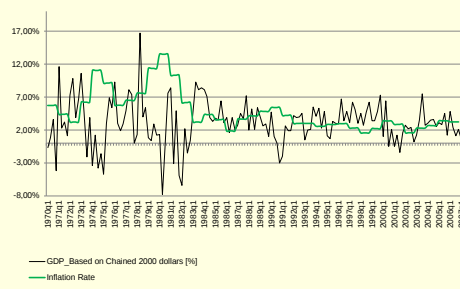
UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

Un taux de chômage reflétant le plein emploi



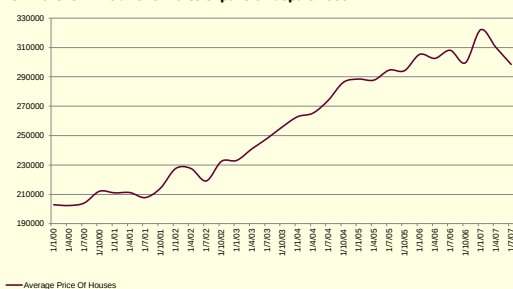
UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

Une croissance stable, une inflation contenue



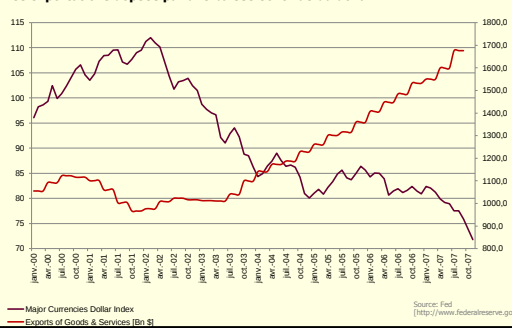
UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

Un marché immobilier en forte expansion depuis 2000



UN CONTEXTE ECONOMIQUE FAVORABLE ...

Des exportations dopées par une baisse continue du dollar



2) UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE DE LA PART DES INVESTISSEURS

UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE

Des montages financiers plus complexes

Afin d'améliorer la rentabilité de leur capitaux les investisseurs ont été prêts à octroyer des financements à des ménages peu solvables

➤ LE BUT: UNE AMELIORATION DE LA RENTABILITE

- L'augmentation du risque doit permettre une amélioration de la rentabilité des capitaux investis
- Les montages financiers, et les produits mis en place doivent permettre par la suite de sortir le risque en vendant les créance à une partie tierce

➤ LES RISQUES CONNUS PAR LES INVESTISSEURS:

- Ces prêts à risques, dit Subprime, seront les premiers à faire défaut
- Les montages sur lesquels reposent ces crédit ont été structurés à la limite de ce qu'il est possible de faire afin de dégager la rentabilité la plus forte possible.
- Les filets en cas de chute sont quasi inexistant.

UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE

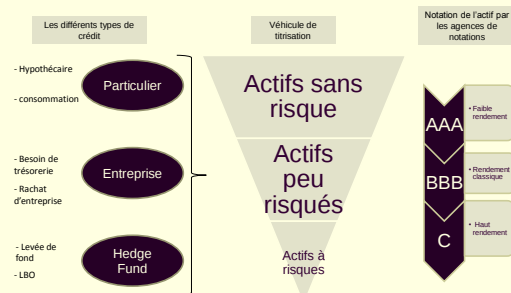
La titrisation: L'art de transmettre le risque à tous

Titrisation: Technique permettant de céder à un établissement financier les risques liés à certaines créances

- Les avantages:
 - Le transfert du risque
 - La possibilité de transformé des actifs risqués en actifs de valeur grâce à la diversification
 - Une gestion du bilan
 - La discrétion et le maintien de la relation avec le client
 - L'extraction de valeur
- Les inconvénients
 - Des structures complexes
 - Une diminution de la transparence

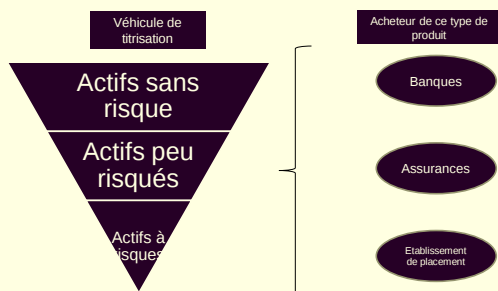
UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE

Schéma d'une titrisation classique



UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE

Schéma d'une titrisation classique



UNE PRISE DE RISQUE TOUJOURS PLUS IMPORTANTE

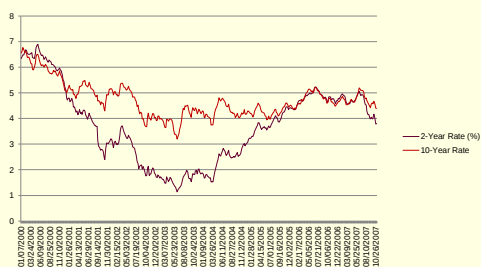
Des investisseurs tous liés entre eux

- Banques, assurances et autres établissements de placements aux quatre coins du monde ont pris des participations dans ce genre de structures
- Ces participations ont elles même pu être utilisées pour fabriquer des structures similaires, ceux sont les fonds de fonds.
- Des agences de notation parties prenante dans l'établissement de la qualité du crédit
- Ce genre de structures permet de trouver des actifs risquer dans des packages notés par les agences comme « AAA » soit comme des actifs sans risque.

2) UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE AMERICAINE

UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE

Une hausse durable des taux depuis 2003



Source: Fed
<http://www.federalreserve.gov/>

UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE

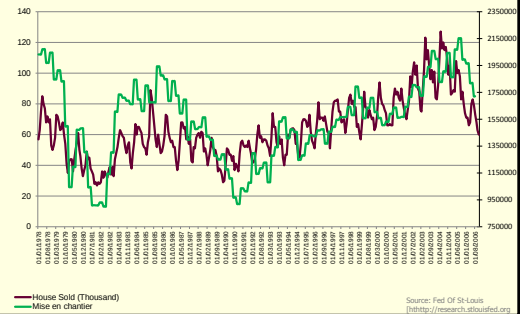
La hausse de taux pénalise le marché immobilier

- L'enrichissements du coût de crédit
- Premier défaut de paiement des ménages endettés les moins solvables
- Ces défauts amènent les banques à faire valoir leur droit d'hypothèque et à vendre sur le marché ces biens.

Source: Fed
[<http://www.federalreserve.gov/>]

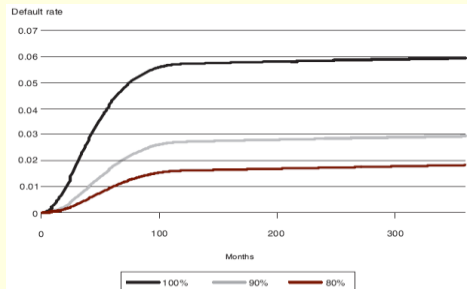
UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE

Le marché immobilier en berne



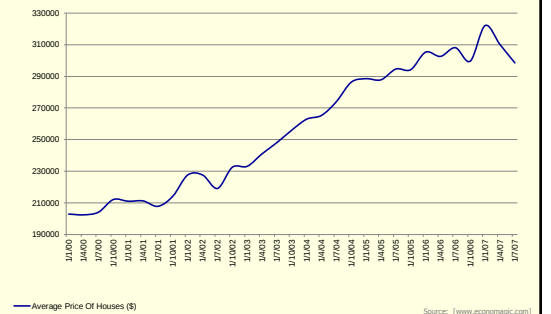
UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE

Une hausse des défauts de paiement



UNE DEGRADATION DE L'ECONOMIE

Une baisse de 8% depuis le 01/07 de la valeur des biens immobiliers



La baisse du marché immobilier touche le secteur financier

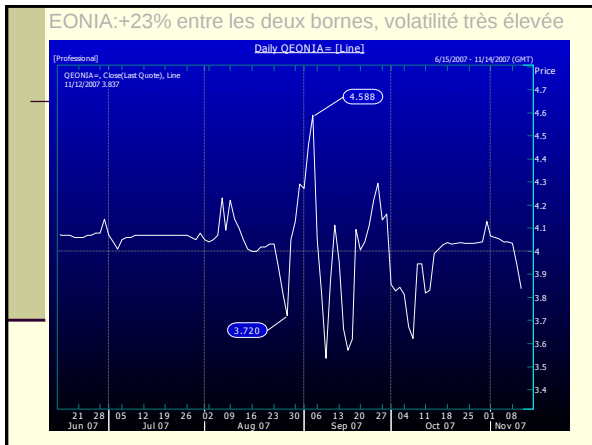
A- 9 août 2007, l'élément déclencheur

- BNP Paribas, 1ère banque française par ses fonds propres annonce le gel de trois de ses fonds monétaires OPCVM à gestion dynamique (V. totale=1,6Mds €)
- Impossibilité d'évaluer les actifs des fonds due à l'illiquidité des marchés où sont cotés les véhicules de titrisation des crédits hypothécaires
- S'en suit une incertitude sur les engagements directs et indirects des institutionnels en matière de crédit à risque, la crise de confiance s'installe
- Effet de l'annonce du gel des fonds sur l'action BNP: le titre passe de 82,57 le 9/08 à 78.18 le 14/08, soit une baisse de plus de 5% en 5 jours



Le marché interbancaire bloqué, conséquence directe de la crise de confiance

- Marché sur lequel les banques s'échangent les capitaux entre elles; d'habitude les établissements en situation d'excédent de capitaux prêtent à ceux qui en manquent.
- Méfiance des établissements entre eux, la non transparence de leurs positions respectives en véhicules de titrisation de subprime conduit au figeage des échanges :
 - Envolée des taux d'intérêt à cause du risque de défaut
 - Difficulté des établissements pour de refinancer



B- Hausse des taux d'intérêt

- Comme nous avons pu l'observer sur les graphiques précédents, les taux sont montés de plusieurs dizaines de bp en quelques jours (+13bp pour l'Eonia entre le 8/08/2007 et le 9/08/2007)
- Déplacement vertical de la courbe des taux US
 - ⌘ La Fed et la BCE ont jugé la situation assez grave pour procéder à des injections de liquidité afin de satisfaire les besoins des établissements financiers.

Intervention des Banques Centrales

C – Injection de liquidités

- Ces injections ont permis d'éviter le déclenchement d'une crise « systémique ».
- La première intervention date du 9/08/2007; la BCE a injecté 94,8 milliards d'euros dans le système financier européen et la FED 24 milliards de dollars.
- C'est la plus grande mise à disposition de fonds faite en un seul jour par la BCE dépassant les 69,3 milliards d'euros prêtés après l'attentat du 11 septembre 2001

Des risques subsistent malgré tout

- Malgré l'intervention des banques centrales, la forte hausse en août et septembre des taux à court terme (Eonia, Euribor) a continué et constitué une menace quant au refinancement des banques.
- Ces taux étant nettement supérieurs aux taux des prêts sans risque à long terme (4,39% au plus haut pour le Bund 10 ans en septembre) ne facilitent toujours pas le refinancement

Évolution du taux 10 ans euro fin T3, début T4 2007



La Fed intervient à nouveau

- Le climat ne s'améliorant pas, la Fed décide le 18/09/2007 d'abaisser son taux directeur de 50bp, passant ainsi de 5,25% à 4,75%. C'est la plus forte baisse depuis 2002 (affaire Enron)
- Étant consciente de l'affectation de la confiance des agents économiques liée à la crise du subprime, la Fed baisse à nouveau son taux directeur de 25bp en novembre.

Similitudes 1987 - 2007

- Le contexte Macroéconomique:
 - Un Dollar Faible
 - Un Déficit important
 - Des pressions inflationnistes
 - La hausse des taux
- La crise de liquidité:
 - Dans les deux crises, les banques centrales ont dû intervenir pour injecter des liquidités.
- Le Put Greenspan:
 - La FED a joué un rôle de soutien économique et financier. Grâce à elle la crise économique a été évitée.
- L'intervention des autorités:
 - En 1987, Bush père a mis en place la Résolution Trust Corporation, une "super entreprise" pour reprendre les banques en faillites.
 - En 2007, les plus grandes banques créent un super fond.

Perspectives

La crise actuelle ne pourrait-elle pas prendre l'aspect de 1987 avec une baisse forte mais courte des marchés avant une nouvelle hausse?

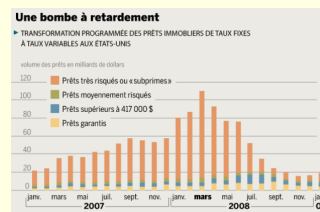
Dans les mois à venir pourrait apparaître:

Une baisse:

- De la croissance
- De l'investissement
- De la consommation
- Des taux CT

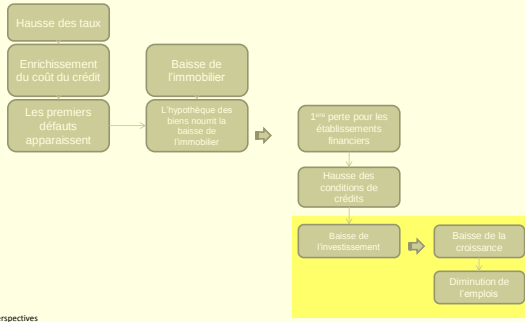
Une hausse:

- De l'inflation
- Du chômage
- Des taux longs

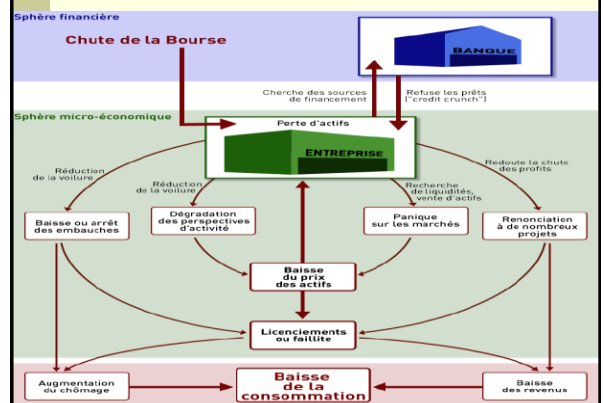


La crise du Subprime ne pourrait-elle pas connaître un 3^e acte en 2008?

Perspectives



Les séquences de la crise



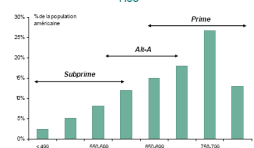
Définition d'un « Subprime »

■ U.S. Dept of Treasury (2001):

"Subprime **borrowers** typically have **weakened credit histories** that include payment delinquencies, and possibly more severe problems such as charge-offs, judgments, and bankruptcies. They may also display reduced repayment capacity as **measured by credit scores**, **debt-to-income ratios**, or other criteria that may encompass borrowers with incomplete credit histories."

■ Classement par score FICO

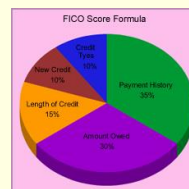
Graphique 2 – Distribution des ménages américains par score FICO



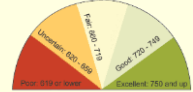
Subprime<620

Définition d'un « Subprime »

■ Définition et caractéristiques FICO

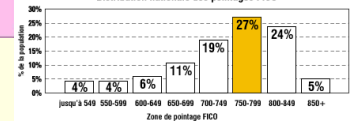


US average credit score is 678.



How do you compare?

Distribution nationale des pointages FICO



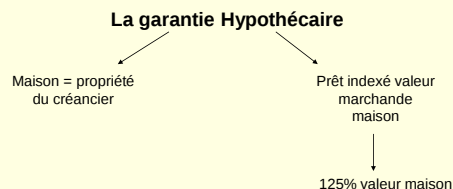
Fonctionnement système Mortgage Subprimes

■ Typologie des mortgage subprimes

Interest only Mortgage	→	Paiement intérêts 3-10 ans
« pick a payment » loans	→	Choix: Full, Interest Only, paiement moindre
Minimal Option	→	Une partie des intérêts, rien sur principal plusieurs années
	→	Intérêts non versés capitalisés
Initial Fixed Rate Mortgage	→	« 2-28 » - « 5-25 » - « 3-27 »

Fonctionnement système Mortgage Subprimes

■ Propriété majeure des Mortgage Subprimes



Fonctionnement système Mortgage Subprimes

■ Implications

Prêts soldés avant 10 ans en moyenne	Pouvoir achat ménages dépendant prix immobilier	Garantie hypothécaire
↓	↓	↓
Choix de ce type de crédit par autres que subprimes	Recharge de nouveaux crédits sur base valeur maison	Appât du gain Laxisme Number crunchers?
↓	↓	↓
Spéculation	Surendettement potentiel	Surexposition risque invisible

Prérequis : système efficace si Hausse prix immobilier (1945)

Fonctionnement système Mortgage Subprimes

■ État des lieux avant déclenchement de la crise



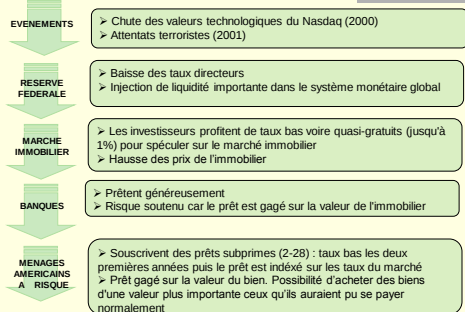
Les origines de la crise des subprimes

Présentation du rôle des différents acteurs à l'origine de la crise

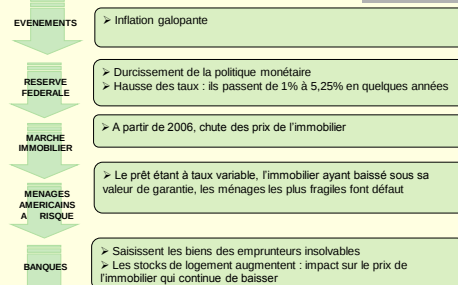
Les acteurs à l'origine de la crise



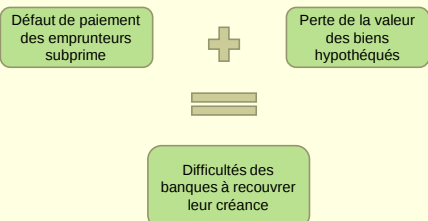
Origines de la crise cycle 1 (2000 – 2004)



Origines de la crise Cycle 2 (2004 – 2007)



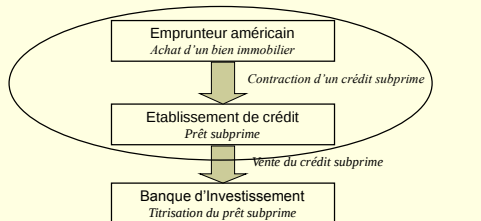
Origines de la crise – En résumé...



Contagion par le biais de la titrisation

Présentation des montages financiers qui ont conduit à une crise financière d'envergure

Du crédit sub-prime à la créance titrisée

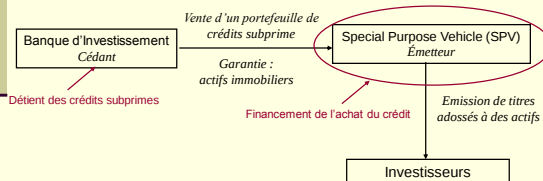


Une crise limitée aux établissements de crédit

Qu'est-ce que la titrisation ?

■ Définition & Procédé

- Technique financière qui vise à transformer des actifs peu liquides en valeurs mobilières facilement négociables



Raisons de la titrisation

- Vente à de multiples investisseurs :
 - Transformation d'actifs peu liquides en valeurs mobilières facilement négociables → Nouvelle source de financement
- Source de financement plus avantageuse :
 - Réhaussement de crédit : rating en fonction de la qualité des actifs cédés et non en fonction de la qualité du cédant
 - Titres garantis par des actifs
- Effet de levier du bilan :
 - Pression des actionnaires (Return On Equity) : cession d'actifs pour diminuer les capitaux propres
- Transfert d'une partie des risques aux investisseurs

Actifs résultant de l'opération de titrisation

- Asset-Backed-Commercial-Papers (ABCP)
 - Court terme : émission de papier commercial
- Mortgage Backed Securities (MBS)
 - Obligations long terme
 - Actifs sous jacents : prêts hypothécaires
 - Marché américain
- Asset Backed Securities (ABS)
 - Obligations long terme

Présentation de la structure de titrisation CDO

- Qu'est qu'un Collateralized Debt Obligation (CDO) ?
 - Structure de titrisation composée :
 - d'actifs financiers de nature hétérogène (prêts bancaires, titres obligataires privés...),
 - ou
 - de dérivés de crédit (CDS...),
 - ou
 - de produits structurés (CDO d'ABS, CDO²...).
- Les différentes tranches d'un CDO :
 - Tranche equity : la plus risquée. Généralement achetée par un hedge fund ou le gerant du CDO.
 - Tranche mezzanine : intermédiaire. Deuxième tranche à supporter le risque. Généralement achetée par des gérants d'actifs ou des investisseurs en compte propre.
 - Tranche senior ou super-senior : la moins risquée. En général notée AAA par les agences de notation.

Importance du rating des actifs titrisés

- Marché de la titrisation dépendant totalement:
 - de la capacité des agences de notation à donner une note financière à l'opération
 - de la capacité des acteurs financiers à faire confiance aux conclusions de ces agences
- Objectif de la notation :
 - Apporter une information essentielle aux investisseurs potentiels qui n'ont :
 - ni le temps de s'investir dans l'examen d'un portefeuille d'actifs (parfois constitué de dizaine de milliers d'actifs),
 - ni les instruments qui leurs permettent de faire des simulations de performances de portefeuille.

Procédé de rating des actifs titrisés

- Dans le cas d'un portefeuille de crédits hypothécaires :
 - Examen de la qualité du portefeuille :
 - type de client,
 - revenus,
 - situation géographique,
 - ratio prêt/montant emprunté,
 - Etc.
 → Attribution d'une « chance de perte » à chaque prêt
 - Examen de la structuration de l'opération :
 - Attribution d'une notation au portefeuille :
 - notes de « AAA » à « BBB » : catégorie des « investment grade » de la meilleure qualité à la plus basse qualité
 - notes à partir de « BB » : investissements « spéculatifs ».

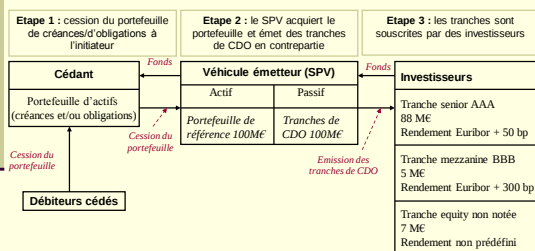
Réhaussement de crédit par le biais du SPV

- Qu'est-ce qu'un SPV ?
 - Société tampon créée pour structurer l'opération de titrisation
- Objectif :
 - Réhausser la qualité de l'opération du point de vue du risque crédit supporté par l'investisseur :
 - Sert de « tampon » ou « réserve » et absorbe les premières pertes en cas de défaut
- Constitution de la réserve :
 - Réserve d'argent à disposition du SPV. Par exemple: prêt subordonné accordé par le cédant. Premier risque de l'opération porté par le cédant.
 - ou
 - Classes d'obligations subordonnées à toutes les autres obligations.

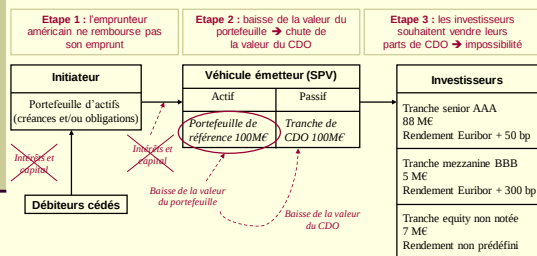
↓
Réhaussement de crédit

Transmission de la crise par le biais des CDO

- Situation initiale : montage du CDO



Mécanisme de contagion par les CDO



La contagion de la crise des subprimes

Contagion aux marchés financiers, à l'économie américaine et à l'échelle mondiale

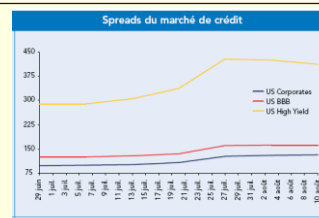
Raisons de la contagion

- Contagion de la crise liée à :
 - La dégradation des prêts hypothécaires subprime
 - La titrisation et la complexité des structures de ces prêts subprimes
 - L'effet multiplicateur du crédit
 - Les stratégies d'investissement à fort effet de levier

Contagion au marché du crédit

- Augmentation du risque de contrepartie
 - Défiance au niveau mondial envers les créances titrisées et les actifs à risque: mouvement de réévaluation du risque
 - Diminution de liquidité sur le marché du crédit et difficultés d'accès au moyens de financement: les banques sont donc obligées de conserver les dettes dans leur bilan faute de ne pouvoir les revendre.
 - Incertitudes sur les engagements des banques: Crise de confiance.
 - Les banques ne veulent plus se prêter entre-elles
- Crise de liquidité : les échanges bancaires sont très difficiles, ce qui nécessite l'intervention des banques centrales.

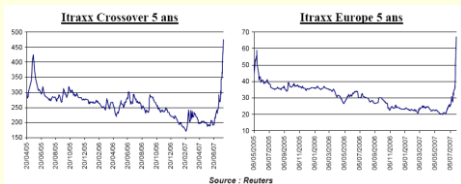
Contagion au marché du crédit (suite):



Source : Bloomberg, 10 août 2007. Données relatives aux différents indices Merrill Lynch.

- Augmentation des spreads sur le marché du crédit, plus important concernant les US High yield crédit qui sont les plus risqués.

Contagion au marché du crédit (suite):



- L'Itraxx Crossover 5 ans a brusquement augmenté en quelques jours pour toucher les 500 points de base.

Contagion aux marchés monétaire et obligataire

- Manque de liquidité sur le marché du crédit
- L'investisseur en quête de liquidité et ne pouvant revendre ses parts de CDO (ou d'autres actifs titrisés) se tourne vers le marché des Commercial Papers (CP).
- Craintes que les emprunteurs soient détenteurs de CDO, MBS et autres titrisations → Contagion au marché des CP et donc au marché monétaire.
- Certains hedge funds se retrouvent contraints à vendre leurs actifs pour faire face à cette crise de liquidité.
- Correction sur les fonds monétaires et obligataires, notamment de ceux qui étaient adossés aux crédits immobiliers à risque.

Contagion au marché des actions:

- Fort repli des valeurs financières au cours de ces derniers mois:
- Effondrement du prix des actions de l'industrie du crédit
- Banques touchées car elles finançaient ces établissements de crédits spécialisés
- Annonce de pertes nettes de plusieurs milliards de dollar liées à la dépréciation d'actifs touchés par la crise des subprimes, car les banques ont été obligées de valoriser leurs actifs au prix du marché et de calculer leurs provisions sur perte dues à la crise.

Contagion au marché des actions:

- Valorisation des actifs au prix du marché et calcul de provisions sur perte = Dépréciation d'actifs et détérioration des bénéfices générés les banques.
 - Par exemple : Citigroup a révisé à la baisse son bénéfice du troisième trimestre à 2,21 milliards de dollars à cause de la correction de la valorisation de son exposition aux CDO.
- Forte baisse des indices boursiers:
 - Dow Jones: 14 000 points au 19/07/2007 (à son plus haut de l'année) contre 12 800 points au 16/10/2007 (à son plus bas de l'année).
 - Cac 40: 6 125 points au 16/07/2007 contre 5 265 au 16/08/2007.

Contagion à l'économie réelle:

- Baisse du moral des ménages (crise plus longue et plus durable que prévu)
- + Baisse de l'activité du secteur financier (à cause des difficultés des banques à se refinancer)
- + Resserrement des conditions de crédit en terme de prix et de qualité



= Baisse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises qui n'ont plus les financements nécessaires.



= Baisse de la croissance et ralentissement de l'économie américaine.

Contagion à l'économie réelle (suite):

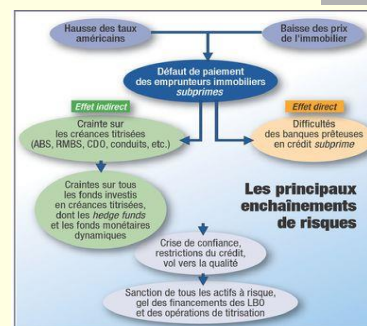
- Selon Bernanke (8/11 2007):

« Croissance lente jusqu'à mi 2008 dans le sillage de la crise immobilière et d'une inflation grandissante sous la menace de la hausse du prix du pétrole et du dollar faible »!

Contagion à l'échelle mondiale:

- Les impacts les plus importants se sont fait ressentir dans les pays développés, notamment en Europe.
- Les pays asiatiques très peu touchés par la crise: la frénésie des investissements continue de créer de nouveaux emplois, de tirer la consommation et de soutenir la croissance vers le haut.
- Impacts à l'échelle mondiale limités du fait que les moteurs de croissance de l'économie mondiale ne sont plus les Etats Unis (comme il y a quelques années), mais les pays émergents comme la Chine et l'Inde, qui ont joué un rôle d'amortisseur dans la crise.

Pour résumer... Propagation de la Crise des Subprimes



Bibliographie

■ Recherche économique

- AFIC – La fiche thématique du capital investissement – Septembre 2007
- Oddo Banque Privée – La lettre des marchés – Septembre 2007
- Aurel Leven – Stratégie & Economie – Lundi 30 juillet 2007
- Banque de France – Revue de la stabilité financière – n°5 – Juin 2005
- SG – Recherche ABS – 15/04/2006
- Fidelity – L'investissement vu par Fidelity- La contagion du subprime: quel impact?- Août 2007

Bibliographie

■ Articles de presse

- Le Figaro – Pourquoi le crédit « subprime » fait-il paniquer les marchés ?, Vilaine- D. Pellecuer J. – 24/10/2007
- L'Agefi – Le tribut des banques américaines aux crédits "subprimes" continue de s'alourdir – Kaysser Cherif – 08/11/2007

■ Sites Internet

- Rue89 - Comment la crise de l'immobilier américain peut se propager, Thomas Lardeau et Christophe Strassel – 06/08/2007
- Wikipédia – Titrisation, CDO, ABS et SPV

Bibliographie

■ Sites Internet (suite)

- Morningstar.fr - la contagion du « subprime » américain – Frédéric Lorenzini – 01/08/2007
- OECD Statistiques – Profils statistiques par pays: USA.
- www.wikipedia.org – subprime
- www.le-blog-immobilier.com – marie Phoenix – 27/01/2006
- www.wikipedia.org – bulle immobilière

Bibliographie

■ Internet (suite)

- www.memoire-en-ligne.com – Etude comparative de la technique de titrisation France/Etats-unis référence à la titrisation des prêts immobiliers résidentiels - A. Bouazabia
- www.parlonsfinance.com – crise hypothécaire en vue aux Etats-Unis – avril 2007
- www.com-vat.com – vive le subprime lending – 14/08/2007
- www.lemonde.fr – aux Etats-Unis, le risque inquiète Wall Street – 07/03/2007