Cours de marchés financiers : La crise de 2008 et sa prévention

Mise à jour du 8 mars 2023

Rémi Bachelet

Ce cours est disponible http://rb.ec-lille.fr

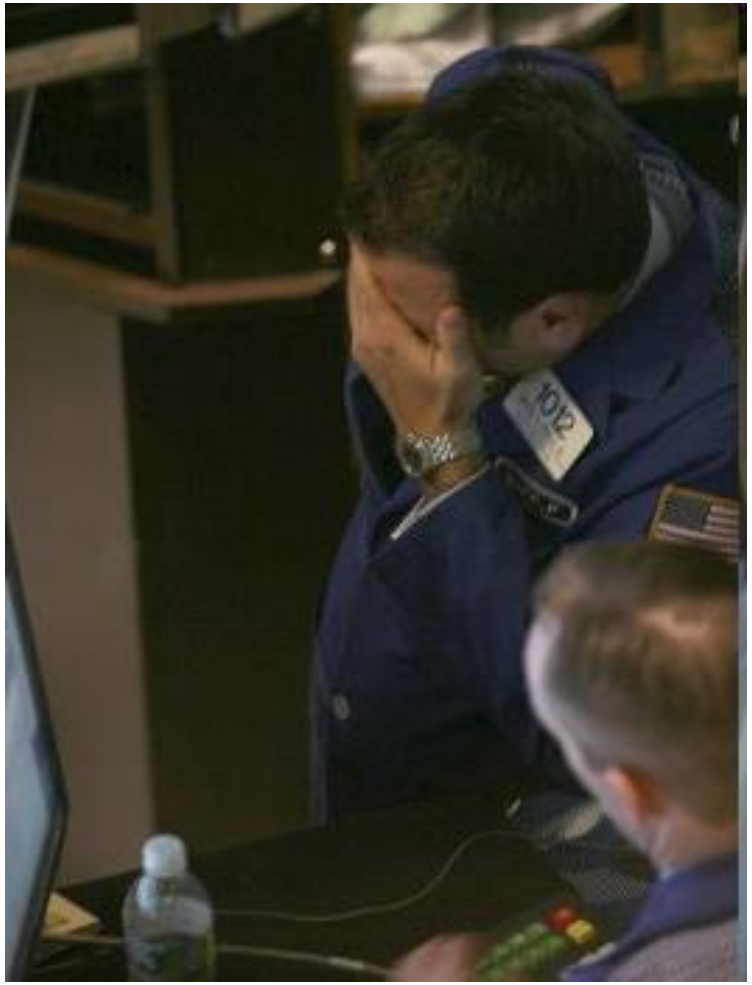


Image : Source

Cours distribué sous licence **Creative Commons,**
selon les conditions suivantes :

Source des images indiquées au-dessous ou en cliquant sur l'image

Regardez autour de vous, quel est le principal actif sous-jacent (*underlying*) que vous voyez ?

Plan

1. La crise des *subprime mortgage*
2. Les crises systémique et la propagation à l'économie « réelle » : pourquoi ?
3. Voies de réformes du système financier mondial

À partir de juillet 2007
la crise des *subprime mortgage*

La crise des *subprime mortgage* (1/2)

- Les organismes de prêts hypothécaires américains
  - Ne sont pas soumis à la loi bancaire (dérèglementation).
  - Prêtent à des ménages en difficulté financière. Crédits accordés sans vérification de solvabilité, garantis par l'hypothèque

«Les ménages français sont aujourd'hui les moins endettés d'Europe. Or, une économie qui ne s'endette pas suffisamment, c'est une économie qui ne croit pas en l'avenir, qui doute de ses atouts, qui a peur du lendemain

(…)

Je propose que ceux qui ont des rémunérations modestes puissent garantir leur emprunt par la valeur de leur logement. Il faut réformer le crédit hypothécaire.

(..) Si le recours à l'hypothèque était plus facile, les banques se focaliseraient moins sur la capacité personnelle de remboursement de l'emprunteur et plus sur la valeur du bien hypothéqué.»

La crise des *subprime mortgage* (1/2)

“ The borrower was claiming a six-figure income and an unusual profession: mariachi singer.

Mr. Parsons could not verify the singer’s income, so he had him photographed in front of his home dressed in his mariachi outfit. Approved.”

The New York Times

THE RECKONING

Saying Yes, WaMu Built Empire on Shaky Loans

La crise des *subprime mortgage* (1/2)

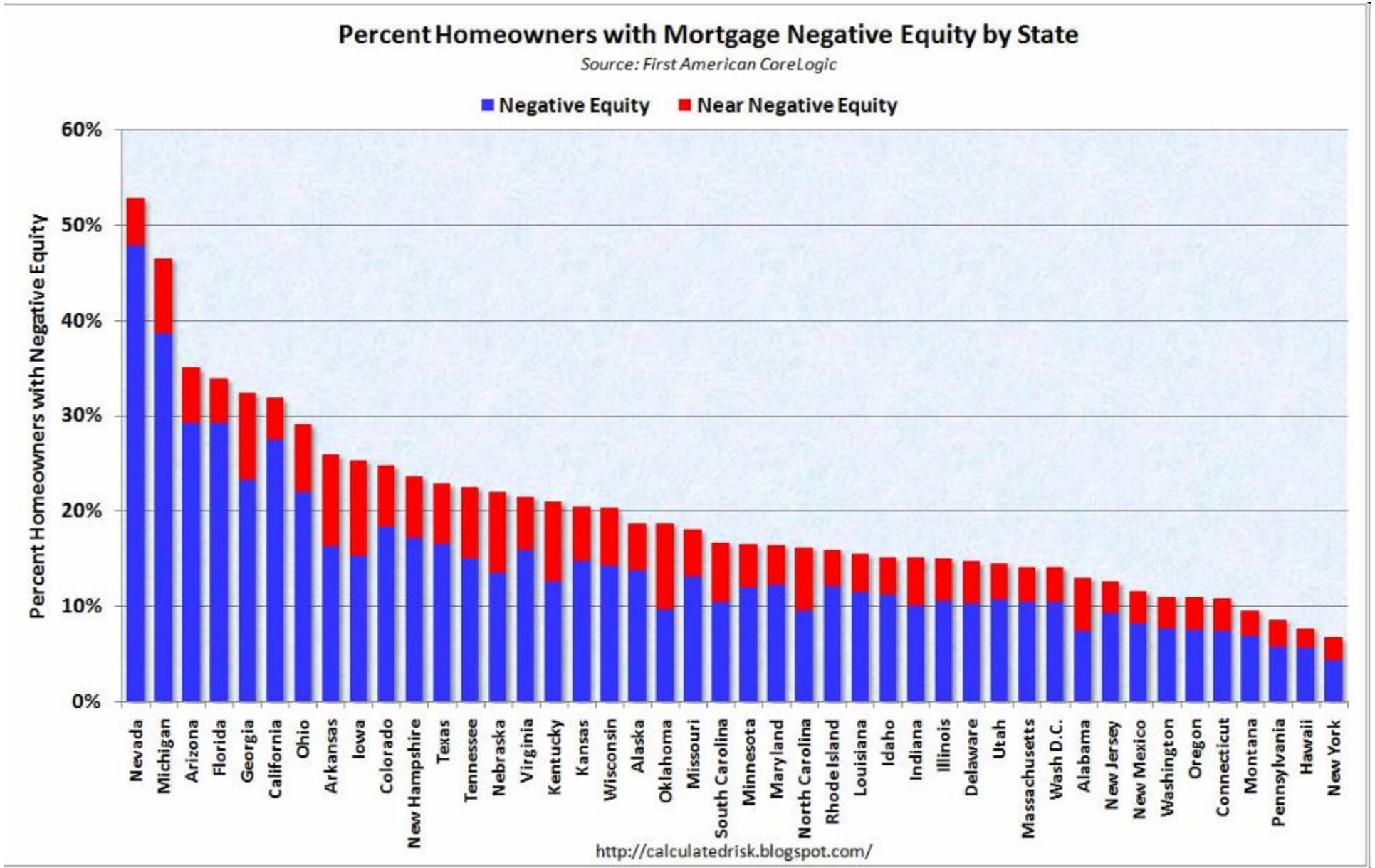
- Les organismes de prêts hypothécaires américains
  - Ne sont pas soumis à la loi bancaire (dérèglementation).
  - Prêtent à des ménages en difficulté financière. Crédits accordés sans vérification de solvabilité, garantis par hypothèque
  - Ces prêts sont titrisés et intégrés dans des actifs financiers innovants : les « *Asset–Backed Securities* » notées AAA par les **agences de rating**.
- Les banques ..
  - Prêtent de l'argent aux organismes de crédit hypothécaire
  - Vendent à leurs clients des produits financiers contenant ces *ABS* (présentés comme de la « *trésorerie dynamique* » : *ABS Euribor*, *ABS Eonia*). (désintermédiation)
  - Les ABS sont également achetés par des hedge funds, domiciliés dans des paradis fiscaux et réglementaires
- Lorsque le marché immobilier américain monte…
  - Les ménages renégocient à la hausse leur capacité d'endettement *qui est calculée proportionnellement à la valeur de leur patrimoine.*
  - Ils s'endettent plus, en contractant des prêts à la consommation (voiture, piscine, carte de crédit..), les études de leurs enfants, voire pour investir en bourse

La crise des *subprime mortgage* (2/2)

- Trop de nouvelles maisons : lorsque le marché immobilier américain baisse…
  - Les maisons des ménages américains insolvables sont saisies, mais leur vente « à bas prix » ne suffit plus à rembourser leur prêt.
  - L'excès de ventes fait baisser les prix de l'immobilier accentuant rétroactivement cet effet..
  - Les agences de rating baissent leurs notes.. un peu tard.

- Les « *Asset–Backed Securities* » chutent
  - BNP-Paribas annonce à ses clients que la cotation de leur SICAV de « *trésorerie dynamique* » est suspendue : leur cours s'effondre, mais ils ne peuvent les revendre… (liquidité)
    - Qui possède des *ABS* ? Paradis fiscaux/réglementaires …
    - Produits dérivés complexes (« tranches ») impossible de calculer leur évolution
    - Quelles seront les pertes ? Baisse des profits anticipés et du cours des actions des banques
  - Méfiance générale : les banques privées
    - Ne se prêtent plus d'argent entre elles, crise de liquidité
    - Ne prêtent plus non plus aux particuliers et aux entreprises : credit crunch
    - Effet systémique : la faillite d'une banque (Lehman) peut déclencher celle de ses créanciers qui a leur tour font faire faillite aux autres.
  - Les banques centrales interviennent
    - Sur la crise de liquidité, en « injectant des liquidités » (= prêtant de l'argent) pour des milliards.
    - En fin de compte, les États doivent
      - nationaliser les banques et les assureurs en faillite (Fanny Mae, Freddy mac, AIG… sont « too big to fail »)
      - payer certaines pertes (2000$ + pour chaque contribuable)

9.3 M de ménages ont un patrimoine.. négatif



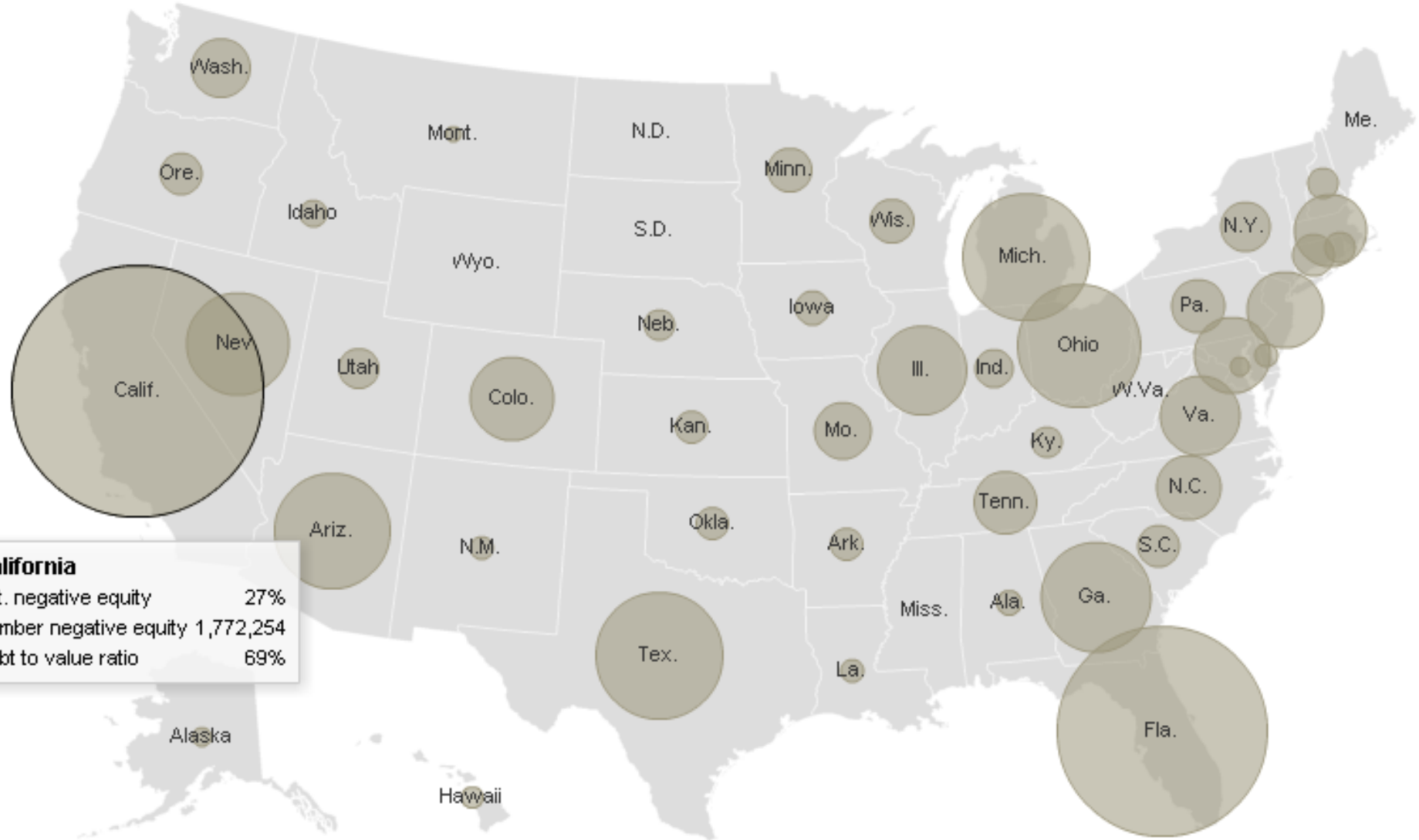
Pct. negative equity

Number negative equity

Debt to value ratio

Map key

Circle size is proportional to the number of negative-equity homes in each state.



California

Pct. negative equity	27%
Number negative equity	1,772,254
Debt to value ratio	69%

Source: First American CoreLogic

The New York Times

Quid des banques

- …qui ont financé des opérations immobilières ?
- ..qui détiennent des titres dérivés de dette immobilière : ABS, CDO

.. et/ou qui risquent d'être dans l'impossibilité de rembourser les comptes des épargnants

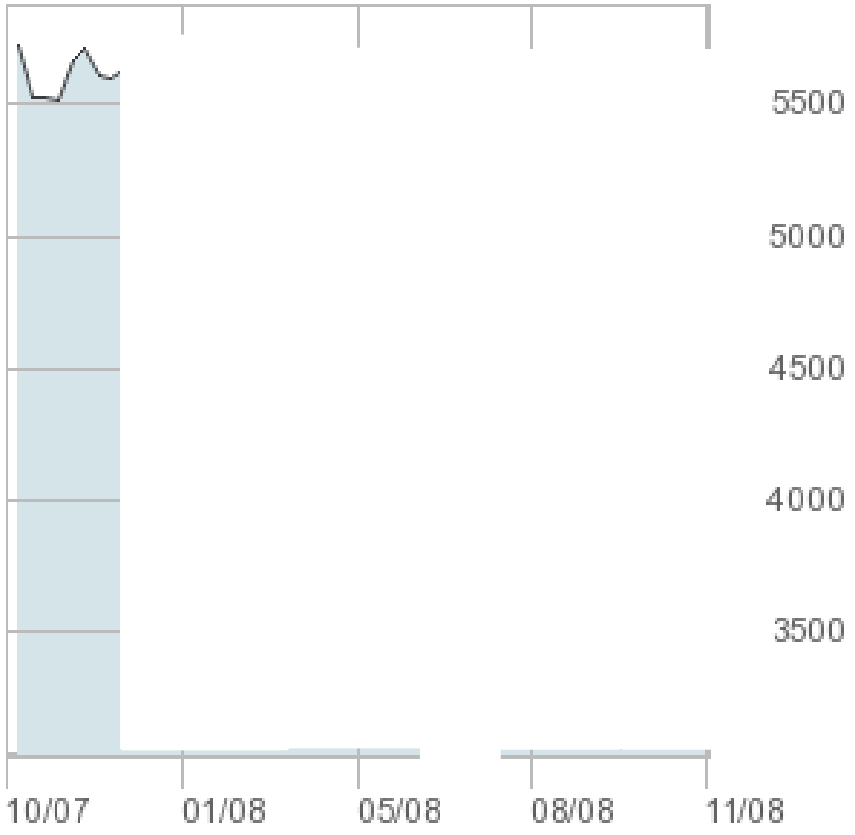
Panique bancaire *(bank run)* …

Les crises : pourquoi ?

- Causes fondamentales
  - Marché primaire et marché secondaire : l'indispensable liquidité
  - De plus …. quel est "le juste prix" ?
- Causes aggravantes
  - Prises de risques excessives/mal évaluées
  - Manque de régulation
  - Complexité des produits financiers
- Effet systémique
  1. Engagements croisés des acteurs
  2. Défaillances en chaîne
  3. Touche l'ensemble du système financier

Seules les banques centrales, comme prêteurs de dernier ressort, sont à même d'y remédier.

Une crise ou des crises ?



Une crise ou des crises ?

On assiste en fait à une suite de crises :

1. Crise immobilière des subprimes
2. Crise financière
   a) Crise de liquidité sur le marché interbancaire
   b) Krach boursier (-45%)
3. Crise des matières premières
   - Pétrole -50%
4. Crise du marché des changes
   – Rouble, Peso …
5. Crise de la dette publique
   - Islande, Hongrie, Ukraine puis Grèce, Espagne, Portugal, Italie …

Ces crises se combinent et s'amplifient mutuellement …

Propagation de la crise sur l'économie « réelle »

1. En quelques semaines, 20 000 milliards d'euros de capitalisation des bourses ont disparu
   - Aux États-Unis ou en Grande-Bretagne, près d'un ménage sur deux détient des actions… dont la valeur baisse de 40%
     - En France on a développé l'épargne salariale et la participation (souvent versée … en actions de l'entreprise pour une valeur de 2-3 ans de salaire parfois)
     - Les retraites par capitalisation sont compromises. Le fonds des retraités californiens, CalPERS, a perdu 29 % de sa valeur en un an, une chute inférieure à celle du fonds de réserve des retraites en France.

2. La capitalisation boursière de Renault s'est écroulée de 80 %, celles d'Alcatel-Lucent et d'ArcelorMittal de 70 %, Thomson de 89 %
   - Lorsque les actions baissent, les sociétés doivent émettre plus de titres pour lever une somme donnée, elles peuvent difficilement se financer en levant du capital
   - Reste le recours à l'emprunt. Mais avec une capitalisation boursière affaiblie, se financer devient difficile et plus coûteux.
     - ⇒ réduction des investissements, réduction d'effectifs => réduction des emplois

3. Le seul effet psychologique du krach est important
   - Baisse de la consommation : effet Pigou / paradoxe du coiffeur, *« Lorsque la bourse dégringole les consommateurs réduisent leurs dépenses et vont moins souvent se faire couper les cheveux, ce qui fait baisser le chiffre d'affaires des coiffeurs ».*

Voies de réformes du système financier mondial

1. Encadrer la titrisation
2. Taxer les marchés de gré à gré
3. Améliorer la législation sur l'attribution des crédits
4. Réglementer les fonds spéculatifs et le capital-investissement
5. Conforter le contrôle interne des institutions financières
6. Limiter les bonus et les « golden rémunérations »
7. Revoir les normes comptables
8. Étendre la lutte contre l'inflation à l'immobilier et à la Bourse
9. Interdire la spéculation aux banques de dépôt
10. Renforcer le Fonds monétaire international
11. Limiter la volatilité des monnaies
12. Augmenter le pouvoir des autorités de régulation
13. Relancer la coopération contre les places offshore
14. Encadrer les agences de notation

Source : Le Monde du 27/10/08 Adrien de Tricornot, Marie-Béatrice Baudet, Antoine Reverchon

1. Encadrer la titrisation

- Les prêts immobiliers américains à risques faits par les organismes de prêts hypothécaires américains n'ont pas été assumés par ceux qui les ont accordé, entraînant une déresponsabilisation des créanciers.
- Ces prêts ont été titrisés, créant une sorte de système bancaire non régulé et parallèle à celui des banques de dépôt
- Ces produits du type « *Asset–Backed Securities* » apparaissent faussement comme très sûrs

⇒ Responsabiliser la titrisation des crédits

- ⇒ Ne doit être acceptée que pour des prêts sur lesquels figurent des informations exactes sur l'ensemble des emprunteurs
- ⇒ L'intégralité d'un crédit ne peut pas être titrisé par l'offreur (obligation d'en assumer une partie)

D'autres crédits ont été titrisés : en-cours de cartes de crédits, crédits à la consommation etc…

2. Taxer les marchés de gré à gré

Le développement des produits financiers dérivés s'est réalisé en très grande partie hors du cadre des marchés organisés, sur des marchés de gré à gré (over the counter, ou OTC)

C'est notamment le cas

- des contrats d'échange de risque de défaut (credit default swaps, CDS)
- Des collateralised debt obligations (CDO)

Les principaux acteurs de l'OTC sont des grandes banques et des fonds spéculatifs (hedge funds).

- contrairement aux marchés organisés, il n'existe pas de transparence des transactions ni de chambre de compensation sécurisant les paiements ni de versement de garantie. : en cas de défaut de paiement, l'investisseur qui a pris l'engagement d'assurer le risque peut se révéler insolvable

⇒ Encourager les transactions sur les marchés organisés en taxant les marchés de gré à gré - qui fonctionnent aujourd'hui pratiquement sans impôts -, pe en prélevant une TVA sur les montages de produits dérivés

⇒ Échec, et même développement de marchés organisés « dark pools »

3. Améliorer la législation sur l'attribution des crédits

Les banques doivent être tenues de vérifier la solvabilité des emprunteurs.

- ⇒ Limiter la durée des prêts immobiliers (30 ans ?)
- ⇒ Imposer des normes de prudence sur l'endettement des ménages

4. Réglementer les *hedge funds* et le capital-investissement

Règlementer les hedge funds

- basés pour plus des deux tiers dans des paradis fiscaux et réglementaires …
- Hors de toute réglementation prudentielle, faillite de plusieurs centaines d'entre eux (sur dix mille au total).
- La crise oblige les fonds à liquider leurs positions amplifiant la baisse.
- Lors des crises de changes, de nombreux hedge funds en profitent en amplifiant les crises pour en tirer profit

  ⇒ obliger les fonds spéculatifs à s'enregistrer auprès de l'autorité de marché

  ⇒ les soumettre à une réglementation prudentielle et à un minimum de transparence.

⇒ Limiter les avantages des fonds de capital-investissement

- Actuellement, le remboursement de l'emprunt du LBO annulant les bénéfices de la société rachetée, évite l'imposition

5. Conforter le contrôle interne

Prévenir les scandales comme l'affaire Kerviel (4.9 MM€ de pertes).

⇒ Renforcer le pouvoir du contrôle interne des banques

- un statut *"inamovible"* et un avancement garanti assurés aux inspecteurs des banques

⇒ Les opérateurs de marché doivent être incités à se montrer plus soucieux des risques.

- La rémunération des opérateurs devrait donc être moins excessive et dépendre aussi de leurs efforts pour détailler, maîtriser et alerter sur les risques.
- Les bonus sont fonction d'une performance qui n'est pas bien mesurée. *En finance, il est facile de créer un produit qui permette de gagner de l'argent régulièrement, mais qui en fasse perdre beaucoup lors des crises (p.e. tous les 5 ans).*

6. Limiter les bonus et les golden rémunérations

Les montants des salaires, bonus et parachutes dorés accordés aux dirigeants et aux traders sont énormes

- Rémunération (50% fixe, 50% variable),
  - moitié du niveau américain
- En cas d'échec : parachute doré

⇒ Un code de bonne conduite ?

- S'ils gagnaient dix fois moins, ils ne seraient pas moins efficaces : Le patron d'une petite entreprise ne travaille pas moins que celui d'une grande et le risque qu'il encourt n'est pas moindre…
- La Bourse a été multipliée par dix au cours des vingt dernières années pour diverses raisons, la baisse des taux d'intérêt, l'émergence de nouvelles technologies ou la mondialisation, qui échappent pour l'essentiel aux décisions de tel ou tel chef d'entreprise.
- Mais Rapport Viénot 1 (1995) ; Rapport Viénot 2 (1999) ; Rapport Bouton (2002) non suivis d'effet….

⇒ Paiement différé des primes étalé sur plusieurs années

- et si les performances se maintiennent.

7. Revoir les normes comptables

Fair value : les nouvelles normes comptables internationales par l'International Accounting Standards Boards (IASB - 2001) obligent à inscrire au bilan les pertes subies sur les instruments de marché à la valeur de marché du jour

- les pertes subies lorsque les marchés baissent dégradent instantanément les bilans, obligeant à vendre pour respecter les ratios prudentiels et induisant une perte de confiance des investisseurs.

⇒ Révision des normes IASB, abandon de la règle de la *fair value*

⇒ Révision du statut des organismes chargés de définir les normes comptables internationales.

- Ceux-ci sont actuellement créés et financés …. par les grands établissements financiers et les principaux cabinets d'audit.

8. Étendre la lutte contre l'inflation à l'immobilier et à la Bourse

Laxisme de la banque centrale américaine qui maintient des taux d'intérêt bas, la « pompe à liquidités » .

- Après la quasi-faillite du fonds spéculatif LTCM en 1998, la Fed avait abaissé par trois fois le loyer de l'argent
- Après les attentats du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis, la Fed avait à nouveau abaissé son taux d'intérêt à 1 %

L'excès de liquidités alimente les bulles boursières, facilite l'endettement des ménages, des entreprises...

⇒ élargir la mission des banques centrales au contrôle de l'inflation du prix des actifs financiers (immobilier, indices boursiers)

⇒ Leur permettre de réguler le niveau des fonds propres bancaires exigés par les règles prudentielles

⇒ Augmenter le niveau d'information des banques centrales en obligeant les banques commerciales à faire remonter plus rapidement des informations exhaustives

9. Interdire la spéculation aux banques de dépôt

- Deux types de banques :
  1. banques d'affaires (investissement
  2. banques de dépôts (particuliers)
- Le Glass Steagall Act voté en 1933, séparait les activités de banque de dépôt et de banque d'affaires pour éviter la contamination des pertes des banques d'affaires observée en 1929.

⇒ Revenir sur son abolition (partielle en 1991, totale en 1999)

⇒ Interdire aux banques de dépôts la création de filiales faisant du *"proprietary trading"*

10. Renforcer le Fonds Monétaire International

L'Islande, le Pakistan, l'Ukraine, la Hongrie, se sont récemment tournés vers le FMI qui connaît de graves difficultés financières

⇒ Réviser les statuts du FMI pour lui permettre de reconstituer des réserves monétaires, augmenter les ressources

⇒ Revoir la pondération des votes et de la participation financière qui favorise les pays du Nord

⇒ Mettre au point un prêt nouveau qui permette de soulager les problèmes de liquidités à court terme

⇒ Nouvelles régulations financières élaborées, par le Forum de stabilité financière, qui regroupe les grandes banques centrales.

11. Limiter la volatilité des monnaies

- L'endettement des Etats-Unis à l'égard du reste du monde a été l'un des principaux facteurs de propagation de la crise.
- Irresponsabilité d'un pays qui bénéficie sans réserves de la suprématie du dollar

"the dollar is our currency, but your problem."

$\Rightarrow$ *des "serpents monétaires" régionaux?*

Mais le dollar bénéficie toujours de la confiance des épargnants des pays à monnaie faible .. Et encore plus en période de crise !

12. Augmenter le pouvoir des autorités de régulation

- Les autorités de régulation devraient
  - ⇒ étendre leur activité aux marchés et aux acteurs qui leur avaient jusqu'ici échappé
    - les fonds spéculatifs (hedge funds),
    - les paradis fiscaux,
    - le *"hors-bilan"* des établissements financiers et de leurs nombreuses filiales, etc.
  - et aussi
    - être plus sévères dans leurs critères d'évaluation des risques,
    - augmenter leur capacité de dissuasion par un arsenal de sanctions.

Aujourd'hui … trop-plein d'organes de régulation sur chaque segment de marché (5 en France)…. et différents dans chaque pays

- La crise est due aux gouvernements, qui n'ont su ou voulu réguler les activités financières, sachant pourtant que les crises sont inévitables et régulière..
- Du point de vue des banquiers : en cas de forte crise, ils ont l'assurance que de toutes manières, le contribuable paiera (« too big to fail »..).

13. Relancer la coopération contre les places offshore

- Un paradis fiscal se caractérise par :
  - une fiscalité faible,
  - le secret bancaire
  - aucun échange d'informations avec les autres États
  1. Parasitage des richesses produites par les autres états
  2. Danger lié à l'absence de régulation des marché (paradis réglementaires)

- Les avoirs détenus dans les paradis fiscaux :
  - de 5 800 à 11 500 milliards de dollars selon les estimations.
- Aux USA chaque année, 100 milliards de dollars échappent au fisc à cause des places offshore.
- Les paradis fiscaux accueilleraient plus des deux tiers des hedge funds, près de 400 banques et deux millions de sociétés-écrans.
  - Andorre, principauté du Liechtenstein, Monaco, Îles caïman, Bermudes, Suisse, Jersey, Gibraltar, Saint Martin, Delaware…

14. Encadrer les agences de notation

Ni Standard & Poor's, ni Moody's, ni Fitch n'ont anticipé l'effondrement de la valeur des mortgage-backed securities

Ces agences de notation cumulent en effet l'activité de notation de titres... et de conseil en titrisation.

- ⇒ Interdire la «double casquette», source de conflit d'intérêts
- ⇒ Changer leur modèle économique : rémunération par le produit d'une taxe payée par les intermédiaires des marchés, pas par les institutions évaluées.
- ⇒ Avoir plus de trois agences de notation

Questions ?