

appliquée à la plupart des grands acteurs des marchés financiers, c'est que, fondée sur des observations passées, elle est fortement procyclique. Si la volatilité des marchés augmente, la VaR augmente avec un léger retard et donc amène les banques à réduire les positions sur les instruments les plus volatils, ce qui augmente la volatilité des marchés et donc augmente à nouveau la VaR, et ainsi de suite.

### **Le « Committee to save the World »**

Le 23 septembre 1998, LTCM doit être sauvé de la faillite par la banque centrale américaine, afin d'éviter ce qu'elle perçoit comme un risque non négligeable d'éclatement du système financier international – et en particulier l'éclatement du système monétaire européen. Elle en organise la reprise en catastrophe par les principales banques d'investissement dont le fonds était client. La réunion où ceci fut décidé, dans les locaux de la Fed de New York, est restée connue sous le sobriquet de « Committee to save the World ». Alors que les conséquences les plus graves étaient en Europe, il était très difficile, voire impossible en pratique, pour des raisons institutionnelles, que les banques centrales européennes arrivent à mettre sur pied dans l'urgence les mesures nécessaires pour limiter les conséquences d'une faillite de LTCM. C'est le régulateur bancaire du pays d'origine du fonds, qui d'ailleurs en théorie n'avait de pouvoir que sur les banques de dépôt, pas sur les banques de marché ni encore moins sur les fonds d'investissement, qui a pris l'initiative de procéder à ce sauvetage informel. La publication dans la presse de la taille approximative des positions de LTCM qui doivent être dénouées par les banques repreneuses provoque une nouvelle onde de choc sur les marchés financiers, qui mettront plusieurs mois avant de retrouver le calme.

Les positions du fonds, dénouées lentement, discrètement et prudemment pendant l'année 1999 par un groupe de traders détachés par les grandes banques, seront bien sûr profitables.

## **2.6. La crise, la vraie : 2007-2009**

La crise qui commence en 2007 est née de la conjonction d'un grand nombre de causes, assez largement structurelles. Elle est l'aboutissement de processus enclenchés longtemps auparavant.

### **2.6.1. Les causes structurelles**

#### **2.6.1.1. Les crises des années 1990 ont profondément marqué les pays en voie de développement**

Ils ne souhaitent pas leur réédition. À la première occasion, parfois dès 1999, ils vont chacun tenter de se prémunir définitivement des effets que peuvent avoir de violents mouvements de capitaux sur leurs économies, en constituant des réserves de change. Pour la Chine, un second objectif, d'inspiration mercantiliste, va se greffer sur celui-ci : éviter l'appréciation de sa devise par rapport à celle de son principal client, les États-Unis.

#### **2.6.1.2. Le monde connaît un excès global d'épargne financière, qu'il fallait utiliser**

La liquidité mondiale est en croissance continue et n'a jamais été aussi élevée qu'en 2007, en particulier sous forme d'épargne financière liquide. Dès 2005, Ben Bernanke s'inquiète publiquement d'un *global saving glut* (« excédent mondial d'épargne »).

La politique monétaire de la Réserve fédérale américaine, très accommodante depuis longtemps, et particulièrement depuis 2001, porte une part de responsabilité indéniable dans cette situation. La politique monétaire japonaise est également coupable : les taux d'intérêt nippons étaient trop bas dès le milieu des années 1980, ce qui a provoqué une « bulle » du prix des actifs puis une très longue période de stagnation, jusqu'en 2002, que les autorités japonaises ont combattue non pas en restructurant les banques, mais par le déficit budgétaire et en alimentant encore plus le système en liquidités.

À partir de 1999, la croissance de la liquidité mondiale a été fortement accélérée par la constitution délibérée de réserves de change importantes dans les banques centrales asiatiques, grâce aux excédents commerciaux, puis par la hausse du prix du pétrole, qui a accru les excédents extérieurs des pays producteurs. Entre 1999 et 2008, les réserves de change dans le monde passent de 1 600 à 7 000 milliards de dollars. Mais leur accroissement a un effet d'éviction : ces réserves sont investies aux deux tiers environ en emprunts d'État américains, soit une augmentation colossale de la demande de ces titres : de  $67\% \times (7\,000 - 1\,600) = 3\,500$  milliards d'USD environ alors que, dans le même temps, l'encours des emprunts d'État en USD n'augmente pas autant, passant simplement de 4 300 à 5 300 milliards de dollars. Elles chassent donc l'épargne adverse au risque qui était auparavant investi en emprunts d'État américains de son support naturel, et celle-ci va donc se chercher des emplois de substitution, à commencer par les instruments du marché monétaire, ce qui accroît donc l'offre de financement stable sur les maturités courtes. Or il s'agit d'un malentendu : cette offre n'est sur le court terme que parce que le court terme est le moins risqué. S'il se révèle risqué, les supports s'avérant en fait présenter un risque, elle disparaîtra.

Cet effet d'éviction se diffuse à toutes les catégories d'investisseurs et donc augmente le risque global des marchés de capitaux. À l'autre bout des marchés, les investisseurs avec une appétence structurellement élevée pour le risque (en volume, essentiellement les assureurs et les *hedge funds*) se retrouvent à demander des actifs encore plus risqués que d'habitude, d'où une demande accrue pour les tranches risquées des dérivés de crédit (*cf.* chapitre 9)...

### **2.6.1.3. Les politiques publiques américaines ont beaucoup trop encouragé l'investissement immobilier et ainsi favorisé la création d'une « bulle »**

La fiscalité américaine subventionne considérablement l'accession à la propriété des particuliers. Pour la résidence principale, il y a déductibilité des frais d'emprunt immobilier de l'impôt fédéral sur le revenu, ainsi qu'exonération de l'imposition sur les plus-values. Ces réductions d'impôt sont particulièrement importantes car, contrairement à la France où les prélèvements obligatoires reposent sur les cotisations sociales et sur la fiscalité indirecte, en particulier sur la TVA, la fiscalité américaine repose, elle, essentiellement sur les impôts directs, à commencer par l'impôt sur le revenu.

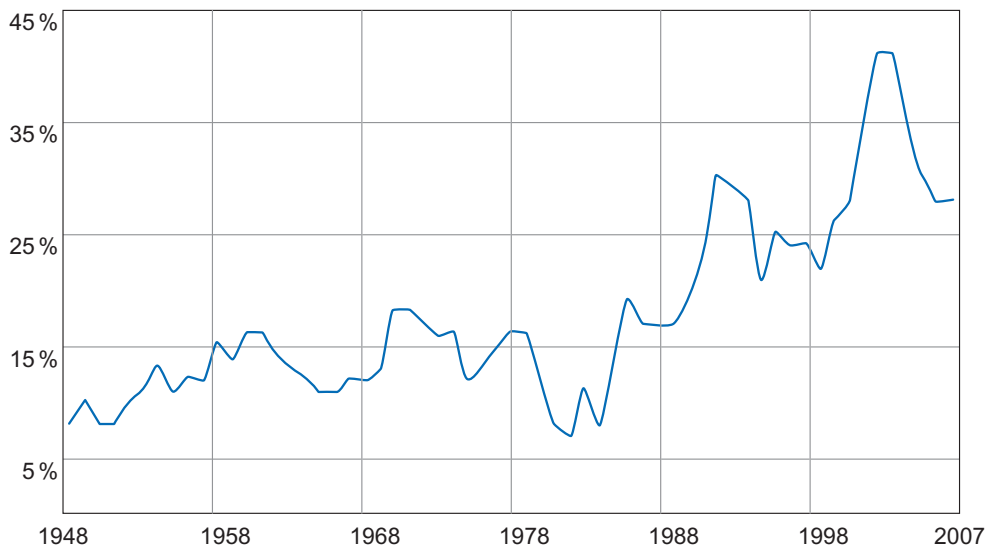
Par ailleurs, deux anciennes agences fédérales, les *government sponsored enterprises* Fannie Mae et Freddie Mac, bien que dénationalisées, ont été mandatées à plusieurs reprises par le Congrès pour favoriser l'accession à la propriété parmi les catégories sociales défavorisées.

Or, à la différence de l'immobilier européen, regroupé en agglomérations et potentiellement soumis à la rareté, l'habitat américain est largement extensif, suburbain et ne revêt qu'exceptionnellement un caractère rare, ce qui limite son potentiel général d'appréciation.

Depuis le XIX<sup>e</sup> siècle, le marché immobilier américain suit, sans que cela n'ait des conséquences graves pour l'activité économique, une progression cyclique, de type *boom and bust* : à une période d'euphorie succède une violente correction, et ainsi de suite. La dernière de ces corrections remonte à 1990 et avait eu déjà des répercussions mondiales à l'époque, en particulier dans les pays scandinaves. Mais, cette fois-ci, la conjonction de l'abondance de la liquidité disponible et des politiques fédérales d'aide à l'accession à la propriété va dangereusement amplifier les fluctuations du cycle.

### 2.6.1.4. Dopé par 25 ans de baisse des taux, le secteur financier est habitué à des revenus élevés, dont la source va disparaître et qu'il cherche à remplacer

Depuis 1982, les taux d'intérêt baissent, amenant des profits structurels importants aux banques, dont les capitaux propres sont utilisés pour porter des montants de crédits beaucoup plus importants – au moins dix fois, voire vingt ou trente fois. C'est ce qu'on appelle le *leverage* en anglais, l'effet de levier. Les montants en jeu sont devenus colossaux au fil du temps : alors qu'ils ne représentaient qu'environ 15 % des bénéfices américains dans les années 1970, les profits du secteur financier en représentent désormais environ 35 %.



D'après Simon Johnson, *The Atlantic Monthly*, mai 2009.

Figure 3.12 – Part du secteur financier dans les profits des entreprises américaines

Or le mouvement de baisse des taux longs touche à sa fin et il faut bien remplacer cette source de profits qui se tarit. Les banques cherchent donc au cours des années 2000, par tous les moyens, à augmenter leur *leverage*. Ainsi, les actifs détenus dans son bilan par Merrill Lynch doublent presque en proportion de ses capitaux propres entre 2003 et 2007, ceux de Morgan Stanley augmentent de près de 45 %, ceux de Goldman Sachs de 35 %, etc.

Surtout, les banques vont tenter d'utiliser toutes les possibilités offertes par la titrisation qui, utilisée de façon créative et au deuxième degré, va leur permettre d'augmenter discrètement leur *leverage*, sans avoir pour autant à augmenter leurs fonds propres.

Enfin, une partie des profits générés par les banques n'est qu'apparente : les nouvelles normes comptables IFRS, en cours de mise en place, sont en effet fortement procycliques. Appliquées littéralement, elles amènent les établissements financiers à afficher des profits exagérés quand les marchés sont dans un cycle haussier et des pertes tout aussi exagérées quand ils sont en cours de correction.

### **2.6.1.5. La finance est structurellement trop encline à l'innovation pour son propre bien**

Un peu comme l'industrie de la mode, la finance ne connaît pas la propriété industrielle et repose donc nécessairement sur l'innovation permanente. Il y a un cycle de l'innovation financière. Un produit nouveau, à forte marge, est copié assez rapidement. Au bout de quelques années, seuls les plus gros intervenants, capables d'avoir mis en place des économies d'échelle, dégagent des profits sur l'instrument, ce qui exaspère la concurrence : une partie des établissements essayent, à tour de rôle, de devenir le plus gros dans l'espoir de retrouver à terme une rentabilité sur l'instrument, tandis que d'autres préfèrent le passer directement en centre de coûts et s'en servir comme produit d'appel pour de nouveaux produits à plus forte marge, et ainsi de suite...

Par ailleurs, l'innovation financière a fréquemment pour but l'atténuation des effets de la réglementation ou de la fiscalité. Avec la nouvelle réglementation dite « de Bâle II », c'est un boulevard qui s'ouvre aux banques pour exercer leur créativité.

### **2.6.1.6. Bâle II a fondamentalement encouragé la perversion du système**

Le système de réglementation des risques bancaires dit « de Bâle II » (voir chapitre 23 et suivants), fruit de longues et laborieuses discussions internationales qui ont abouti en juin 2004, comportait finalement un biais très net en faveur des titres notés AAA par les agences de notation (*cf.* chapitre 9). Dès lors, les banques ont donc eu un intérêt très net à créer de toutes pièces des titres AAA mais rapportant plus que des obligations AAA « normales », c'est-à-dire celles émises par des États ou de rares grandes entreprises à l'excellente solvabilité. Le moyen a consisté à prendre des titres déjà issus d'une titrisation, à les mélanger pour – théoriquement – en diminuer la corrélation, à les retitriser une nouvelle fois en faisant garantir la tranche supérieure par un assureur lui-même noté AAA, puis à faire obtenir un *rating* AAA à cette tranche supérieure, dont elles gardaient une partie dans leurs livres.

Ce faisant, les banques commettaient en fait trois erreurs :

- d'une part, elles sous-estimaient les corrélations entre les différentes créances qu'elles mélangeaient, en particulier en cas de choc macroéconomique ;
- d'autre part, en amont, elles faisaient trop confiance au modèle dit *originate and distribute* de la titrisation, par lequel le prêteur ne garde pas la créance originale dans ses livres, ce qui dilue les responsabilités et fait perdre le lien direct avec les opérations de prêt. Pire, en l'élevant au carré, en « retitrisant », elles coupaient pratiquement tout lien entre les titres et les créances sur lesquelles ils étaient en fait assis et encourageaient les pratiques les plus douteuses et le laxisme dans l'octroi originel des prêts ;
- enfin, elles ont tenté de créer de toutes pièces un « marché » de produits trop complexes, pas nécessairement compliqués mathématiquement mais beaucoup trop lourds à analyser, car comportant des documentations à chaque fois de plusieurs centaines de pages. Or les marchés financiers ne peuvent fonctionner que sur des produits qui sont réellement négociables, ce qui n'est certainement pas le cas de titres dont il faut plusieurs jours pour effectuer sérieusement l'analyse.

### 2.6.1.7. Les agences de notation sont structurellement soumises à l'aléa moral

En effet, tout comme les experts comptables travaillent pour le compte de l'ensemble des investisseurs mais sont choisis et payés par ceux dont ils certifient les comptes, les agences de notation travaillent pour les investisseurs mais sont rémunérées par les entreprises dont elles notent la dette ou les banques dont elles notent les montages. Comme eux, elles sont donc structurellement soumises à d'importants conflits d'intérêts. Dans le cas des experts comptables, les conséquences potentielles de ce problème sont par exemple spectaculairement apparues au grand jour en 2001 avec les affaires Enron et Worldcom. Néanmoins, dans ce cas, il a été facile de faire un exemple : un des cinq grands cabinets d'audit internationaux a dû se dissoudre pour échapper à des poursuites criminelles, ce qui était tout à fait possible sans distordre la concurrence. Enfin, cette profession est très ouverte.

Pour les agences de notation, le problème généré par les conflits d'intérêts est apparu également de manière spectaculaire quand elles ont dû, à partir de l'automne 2007, sous la pression des événements, faire passer sans transition de nombreux instruments directement de AAA à *junk* (« pourri » en français – en anglais, *junk* veut dire « ordure » et correspond, pour un émetteur, à une note inférieure à BBB –/Baa3 – voir chapitre 9), jetant un discrédit profond sur la qualité et la sincérité de leur travail.

La notation financière relève en fait d'un duopole (Standard & Poors et Moody's), la troisième agence (Fitch) étant très loin derrière en part de marché. Les barrières à l'entrée sont tellement élevées, compte tenu des normes réglementaires, qu'il semble exclu de voir de nouveaux entrants dans ce secteur.

## **2.6.2. Le mécanisme de transmission à l'économie réelle**

### **2.6.2.1. La croissance américaine récente a été en partie factice**

Les politiques macroéconomiques suivies aux États-Unis depuis leur sortie de récession en novembre 2002 ont été manifestement trop accommodantes, favorisant trop la consommation des ménages et la construction immobilière, deux secteurs qui « tiraient » le reste de l'économie mais reposaient très largement sur l'endettement. Une partie de la croissance américaine était donc factice, car elle provenait de l'abondance de liquidités disponibles aux États-Unis, réceptacle de l'épargne financière de la planète.

### **2.6.2.2. Un accélérateur puissant : la faillite de Lehman Brothers**

La crise financière s'est développée pendant plus d'un an, de l'été 2007 à septembre 2008, sans qu'on puisse véritablement être certain qu'elle allait se transmettre à l'économie réelle. Finalement, après plus d'un an d'interrogations, les économistes du National Bureau of Economic Research, qui sont chargés aux États-Unis de déterminer les dates officielles des phases du cycle économique, finiront en décembre 2008 par placer en décembre 2007 l'entrée du pays en récession. Mais c'est la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers le 15 septembre 2008 qui a constitué indéniablement un brusque accélérateur de la crise pour l'ensemble de l'économie mondiale, dont la plupart des indicateurs sont alors devenus brusquement et – fait sans précédent – simultanément négatifs : effondrement des marchés d'actions, des prix des matières premières, du commerce mondial...

### **2.6.2.3. La brusque réduction des patrimoines fait s'effondrer la consommation américaine**

La hausse des prix de l'immobilier résidentiel américain jusqu'à l'été 2006 avait masqué le caractère problématique d'une partie importante de l'endettement des ménages aux États-Unis :

- soit directement, en ce qui concerne les crédits immobiliers ou deux mécanismes pervers, le *cash-out* et le *home equity withdrawal* (traduits en français sous le nom de « crédits hypothécaires rechargeables ») par lesquels les ménages américains avaient pu s'endetter davantage en s'appuyant sur la hausse du prix de leurs biens immobiliers ;
- soit indirectement en ce qui concerne les crédits à la consommation, en particulier l'utilisation des cartes de crédit. Le train de vie que finançaient ces crédits était en fait fondé en partie sur un « effet richesse » dérivé des prix immobiliers et des actifs financiers détenus par les ménages.

La baisse rapide de l'immobilier résidentiel, commencée à l'été 2006, puis celle des marchés d'actions en 2008, accélérée après la faillite de Lehman en septembre, ont causé une baisse de 25 % du patrimoine des ménages américains entre juin 2007 et décembre 2008, passant de 64 400 milliards de dollars à 51 500 milliards. Cette baisse a deux conséquences : elle force les ménages à réduire leur consommation pour s'adapter à leur nouvelle réalité budgétaire et, dans

un second temps, elle les incite à épargner, puisque leur richesse est désormais incertaine, compte tenu de la volatilité qu'ils constatent sur sa valorisation.

La baisse de la consommation amène bien évidemment les entreprises à réduire leur activité puis, avec un léger retard, à licencier, ce qui diminue à nouveau la consommation des ménages et provoque un nouveau mouvement de baisse de l'activité, etc. Seule une augmentation massive des dépenses de l'État – politique qui a été heureusement suivie par l'administration Obama – peut rompre cette spirale.