

Réjean Belzile



La crise financière

Présentation du 31 janvier 2009

Journée MÉDAC

Réjean Belzile, Ph.D., CA



Plan de la présentation

- Les problèmes s'accumulent
- La bulle immobilière
- La crise du crédit
- La crise boursière
- La récession (crise) économique
- Les causes des crises

2007 les problèmes s'accumulent



Plusieurs victimes de «subprimes»

- Faillite de :
 - New Century Financial
 - Deux fonds appartenant à Bear Stearn
 - American Home Mortgage Investment Corp
- Banques européennes en péril (Northern Rock, IKB Deutsche ...)
- Suite d'annonces par les grandes institutions financières de pertes de valeur de leurs actifs

Réjean Belzile

2008 La crise s'accélère



- 16 mars : La Fed organise la prise de contrôle de Bear Stearn par la banque JP Morgan Chase
- 7 septembre : le gouvernement prend le contrôle des deux sociétés Fannie Mae et Freddie Mac
- 14 septembre : Merrill Lynch se vend à Bank of America le 14 septembre pour 50 MM\$
- 15 septembre : La Fed refuse d'intervenir et Lehman Brothers dépose son bilan
- 17 septembre : la Fed annonce qu'elle injectera 85 MM\$ le temps que AIG vende des actifs
- 26 septembre : la Federal Deposit Insurance Corporation intervient pour arranger la prise de contrôle de tous les actifs de Washington Mutual par JPMorgan Chase (plus importante faillite bancaire de l'histoire américaine)
- 29 septembre : la même FDIC facilite le sauvetage de la banque Wachovia par Wells Fargo
- Septembre : Morgan Stanley et Goldman Sachs demandent et obtiennent un changement de statut pour devenir des banques

Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

4

Réjean Belzile

La bulle immobilière



Le 31 janvier 2009

Médac

5



La bulle qui ne devait jamais éclater

Forte demande pour un investissement perçu à faible risque

- Entre 1975 et le troisième trimestre de 2006, hausse continue de l'indice du prix des maisons aux USA (sauf une courte interlude lors de la récession de 1981-82)
- La demande très forte s'explique par :
 - Sentiment que les prix allaient continuer à monter au rythme annuel de 8-9 %, diminuant le coût d'être propriétaire d'une maison
 - Entre 1995 et 2000, la croissance du revenu des ménages incite à l'achat d'une plus grosse maison avec une plus grosse hypothèque
 - Un financement abondant et des taux d'intérêt très faibles favorisent ces mouvements

La bulle qui ne devait jamais éclater



Modification des pratiques de prêts

- Au fur et à mesure que la bulle s'amplifie (2004 – 2006), la fraction de prêts substandards (subprime) augmente
- Peu ou pas de capital initial jumelé à des hypothèques à taux ajustables croissants
- Pratiques frauduleuses : mensonges par les emprunteurs au sujet de leurs revenus, dettes et sur leur intention d'habiter ou non la maison (40 % à 50 % des prêts en défaut reliés à des propriétaires non occupants)
- Fraude aidée par des courtiers en hypothèques qui «aident» les demandeurs à compléter le formulaire de façon à obtenir le prêt

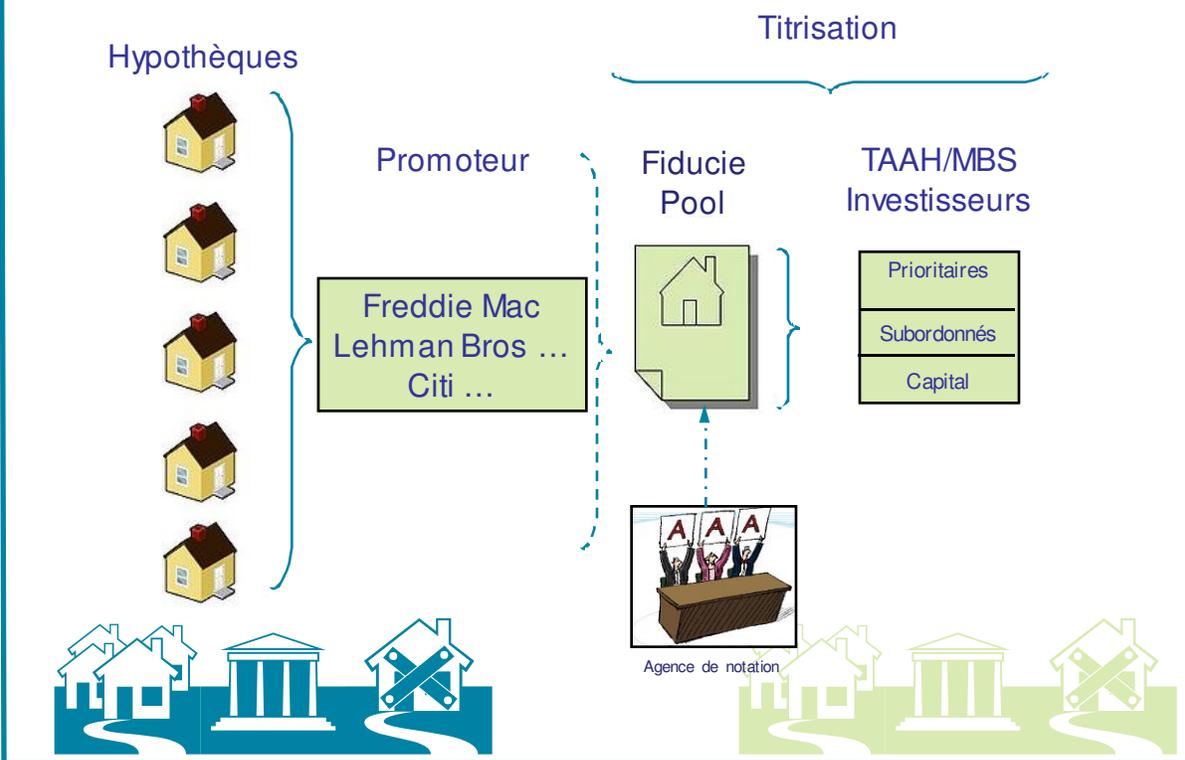


La bulle se dégonfle

- 2005 marque un temps d'arrêt dans la hausse du prix des maisons
- Les taux de défaut ou de versement en retard sur les emprunts hypothécaires pour le dernier trimestre 2006 passent à 4,95 % (13,3 % pour les «subprimes»)
- Les saisies et abandons de maisons s'accroissent, le prix des maisons dégringole; on a cru que le système absorberait les pertes relativement sans problème
- Début 2007, il devient évident que la crise immobilière entraînera une crise financière majeure

Réjean Belzile

Titrisation des prêts hypothécaires



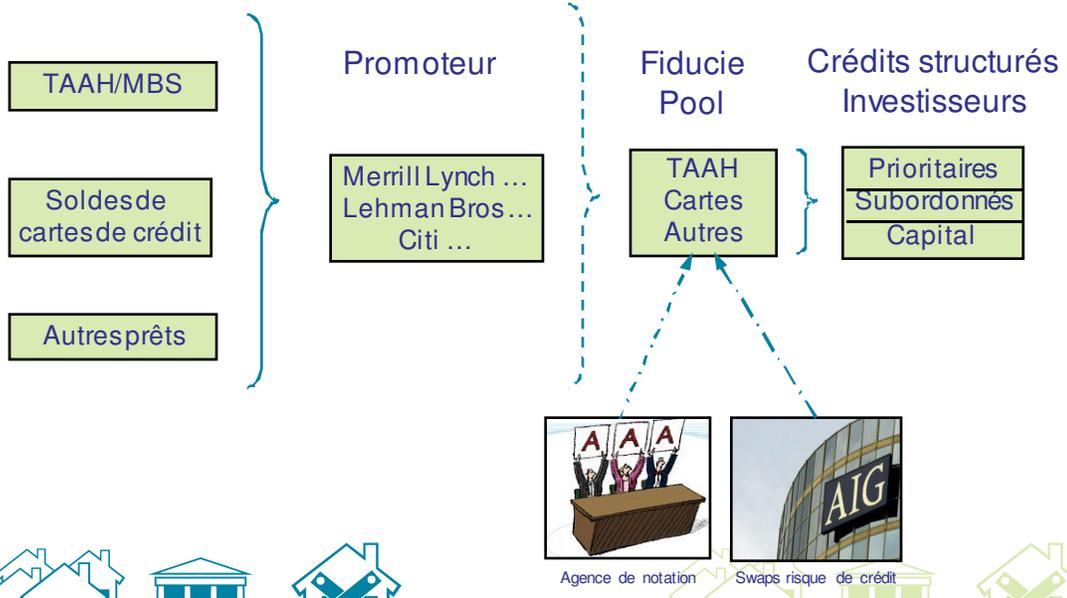
Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

9

Réjean Belzile

Financement structuré (CDO)



Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

10

Réjean Belzile

Les acteurs de la crise



Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

11



Les prêteurs de première ligne

Incitatif dans le marché de première ligne

- Capacité des prêteurs de première ligne (institutions spécialisées, courtiers en hypothèques) de vendre immédiatement le prêt à une autre institution financière (titrisation) : réduit les incitatifs à prendre toutes les précautions pour s'assurer que le prêt soit de qualité
- Ces prêteurs de première ligne sont rémunérés au volume
- Des études ont montré que le taux de défaut est plus élevé dans cette situation que lorsque le prêteur conserve le prêt dans ses livres

Fannie Mae et Freddie Mac



- Sociétés par actions, sans lien formel avec l'Etat américain, mais qui disposent d'une ligne de crédit garantie par ce dernier, ce qui leur permet d'emprunter de l'argent sur le marché à des taux plus faibles qu'une banque
- Elles ont comme mission de racheter des prêts immobiliers conformes («prime») aux prêteurs de première ligne
- Elles rachètent en 2007 plus de 75 % des nouvelles hypothèques aux USA

Fannie Mae et Freddie Mac



- Elles procèdent :
 - soit elles créent une fiducie et vendent les TAAH sur les marchés (titrisation)
 - ou elles émettent leurs propres obligations pour financer les hypothèques qu'elles conservent dans leurs livres
 - elles achètent des TAAH émis par des institutions privées
- Avec l'éclatement de la bulle immobilière, elles subissent des pertes croissantes sur leurs engagements qui atteignent au total 5200 milliards \$ et ne disposent pas du capital pour faire face
- Le 7 septembre 2008 le gouvernement prend le contrôle des deux sociétés afin d'éviter leur faillite et l'impact désastreux qu'elle impliquerait dans le système financier

Réjean Belzile

Les cinq grandes banques d'investissement



- Institutions financières qui offrent un ensemble de services : courtage, financement de société (émission d'actions et de dettes), conseil en fusion et acquisition, produits structurés et autres
- Peu ou pas réglementées
- Lehman, Bear Stearn et Merrill Lynch sont particulièrement impliquées directement ou par le biais de leurs fonds dans le marché des TAAH des «subprime» à différents titres
- Le risque lié à ces activités est accru par leur utilisation massive du levier financier

Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

15

Réjean Belzile

Les cinq grandes banques d'investissement



Les banques d'affaires sont financées en moyenne à 30 \$ pour 1 \$ par la dette («leverage»)

Bilan de Morgan Stanley au 30 / 11 / 2007

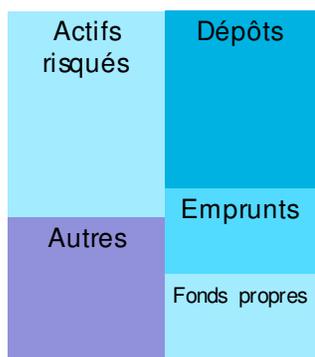
Actifs	: 604 395 450 000 \$
Dettes	: 598 079 927 000 \$
Avoir	: 6 297 523 000 \$

Réjean Belzile

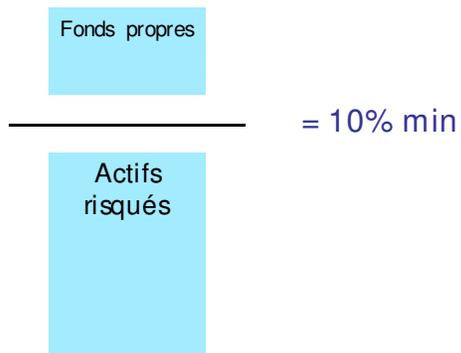
Les grandes banques



Banque ABC
Bilan

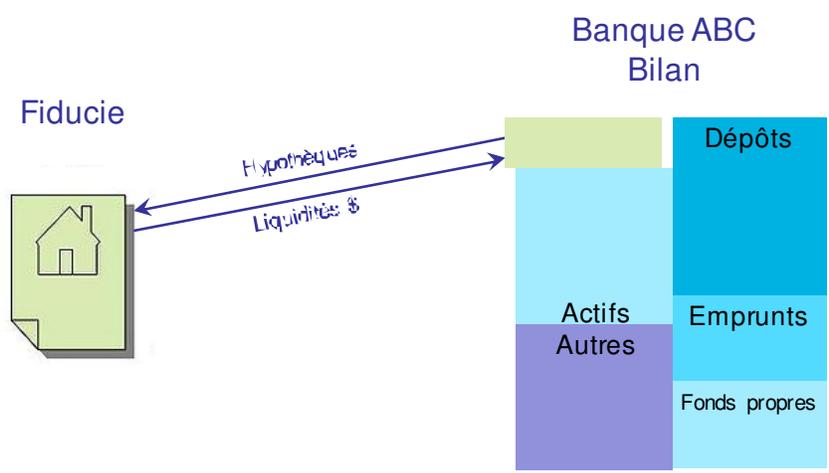


Règle prudentielle



Réjean Belzile

Titrisation = contournement de la règle prudentielle



Agences de notation



- L'opacité des titres (MBS et CDO) favorise une dépendance de plus en plus forte aux agences de notation pour évaluer le risque des actifs sur lesquels ils s'appuient
- Elles utilisent des modèles statistiques complexes pour évaluer les probabilités de défaillance des actifs, mais le hic principal est que les modèles utilisent des statistiques sur les taux de défaillance remontant aux années 1992 à 2000
- De plus, elles participent directement à l'élaboration des produits structurés contre honoraires généreux afin de réduire le coût de financement des émetteurs : conflit d'intérêt flagrant

La compagnie d'assurance AIG



- Compagnie d'assurance fondée en 1919 et faisant affaires dans 130 pays
- Actif de 1 000 MM \$ et 125 000 employés
- Forte exposition au marché hypothécaire et impliquée dans les swaps de risque de crédit (pour 440 MM\$)
- Sa cote de crédit ayant été abaissée suite à des pertes importantes, elle est incapable de trouver rapidement 80 MM \$ pour ajouter à ses garanties et se maintenir à flot
- Le 23 septembre 2007, la Fed accorde un prêt de 85 MM\$ contre 79,9 % des actions ordinaires

Réjean Belzile



La crise du crédit



Le 31 janvier 2009

Médac

21



La crise du crédit éclate

- Au début de l'été 2007 les pertes sur les «subprimes» s'accumulent
- Les investisseurs perdent confiance dans les notations et ils cessent d'acheter ces instruments complexes
- Lorsque la crise éclate en août 2007, plusieurs banques d'investissement qui ont en main ces hypothèques en attente de titrisation se retrouvent coincées avec ces actifs toxiques
- Les fiduciaires se tournent vers les banques qui les ont créées pour obtenir du financement, contribuant à détériorer leur bilan déjà mis à mal par leurs propres pertes sur les prêts
- Les banques commencent à manquer de capital dans des proportions qu'on n'avait pas cru possibles
- La faillite de Lehman marque le coup d'arrêt des activités de crédit



La crise du crédit éclate

- Les banques commencent à accumuler des liquidités et cessent de se prêter entre elles par crainte au sujet de leur solvabilité
- Le marché monétaire (prêts à court terme) se fige si bien que la crise du « subprime » se transforme en crise de liquidité
- Une spirale de « deleveraging » commence quand les banques pour améliorer leur bilan entreprennent de vendre des actifs
- La comptabilisation à la juste valeur force les banques à réduire la valeur de certains actifs dont les prix chutent
- Dès la fin 2007, les banques centrales mettent des liquidités à la disposition du système financier et baissent les taux d'intérêt
- Les banques continuent d'annoncer des pertes importantes liées aux actifs associés aux prêts hypothécaires



La comptabilisation à la juste valeur

- Une nouvelle norme comptable de comptabilisation des instruments financiers à la juste valeur (« marking to market ») crée une chaîne de réactions
- On doit réduire la valeur au bilan des actifs financiers liés aux hypothèques avec les conséquences suivantes :
 - Création d'une perte
 - Réduction des fonds propres
 - Dégradation du ratio de fonds propres
 - Impact négatif sur le cours de l'action et sur la cote de crédit
 - Force la firme à augmenter son capital pour rencontrer les normes prudentielles

Réjean Belzile

Crise boursière



Le 31 janvier 2009

Médac

25

Réjean Belzile

Crise boursière

- Les actions des institutions financières dégringolent
- La crise du crédit fait craindre une récession économique
- Les bourses à travers le monde s'effondrent



Le 31 janvier 2009

Toute reproduction interdite sans l'accord de l'auteur

26

Réjean Belzile



Récession (crise) économique



Le 31 janvier 2009

Médac

27



Récession (crise) économique

- La valeur du patrimoine des ménages américains a fondu de 25 % depuis le 30 juin 2007
 - Patrimoine résidentiel - 32 %
 - Épargne pour la retraite - 22 %
- Les ménages réduisent leurs dépenses discrétionnaires pour épargner et rembourser leurs dettes
- Resserrement des conditions et des prêts aux ménages et entreprises
- Perte de 553 000 emplois en novembre
- On prévoit un déficit du gouvernement américain de plus de 1 000 milliards \$ (7 % du PIB) avant le coût des plans de sauvetage pour 2008-2009



Causes des crises

- Gestion monétaire de la Fed (taux d'intérêt maintenu trop bas trop longtemps)
- Mauvaises gouvernance et gestion des risques des institutions financières (appât du gain, incompetence et arrogance)
- Malhonnêteté des prêteurs (NINJA loans «no income, no job, no assets»)
- Malhonnêteté et/ou naïveté des emprunteurs
- Opacité des marchés avec plusieurs paliers de titrisation
- Mauvais travail des agences de cotation
- Stupidité et comportement de troupeau des investisseurs dans ces actifs financiers adossés
- Réglementation inadéquate
- Mauvaise surveillance des autorités



Sources principales

- Wall Street Journal - divers numéros
- Financial Times – divers numéros
- New York Times – divers numéros
- The Economist.com
- Reuters.com
- Brookings Institute, *The origins of the financial crisis*, novembre 2008
- CRS Report for Congress, *The U.S. Financial Crisis: The global Dimension with Implications for U.S. Policy*, Novembre 2008