

## Les grandes étapes de la crise financière

Ce chapitre est une synthèse de *Documents et débats n°2 : la crise financière* (Banque de France, février 2009), qui a pour objet d'expliquer le passage d'une crise financière à une crise touchant l'économie réelle.

La crise financière puis économique qui s'est développée depuis l'été 2007 s'est déroulée en trois temps : elle a successivement atteint les marchés, les banques et l'économie réelle.

On est en effet passé d'un problème de marché (les *subprime* et leur diffusion *via* les produits structurés) à une crise financière (le marché des refinancements à court terme) puis à une crise bancaire, laquelle a eu, à son tour, des répercussions macroéconomiques.

### 1 | LE DÉCLENCHEMENT DE LA CRISE

#### 111 La sous-évaluation du risque

Dans un environnement de faible taux d'intérêt, les investisseurs ont cherché à accroître leurs rendements en investissant dans des produits rémunérateurs, mais risqués. Du fait d'un environnement économique extrêmement favorable (inflation faible, croissance forte, solidité financière des entreprises), les investisseurs ont sous-estimé les risques attachés à ces produits.

#### 112 Un système bancaire aux frontières mal définies

Aux États-Unis, les prêts *subprime* ont été octroyés par des courtiers qui n'étaient pas des banques, et n'étaient donc pas soumis à une supervision de la même qualité que celle à laquelle ces dernières sont soumises. Certains véhicules financiers spécifiques dits « conduits » ou « SIV » (*structured investment vehicles*) jouaient un rôle similaire à celui des banques, en empruntant à très court terme et en finançant des produits structurés à long terme très rémunérateurs, réalisant ainsi, en période faste, des bénéfices importants. Cependant, ils n'étaient pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les banques et se sont retrouvés dans l'impossibilité de se refinancer et donc de poursuivre leur activité quand la liquidité s'est asséchée.

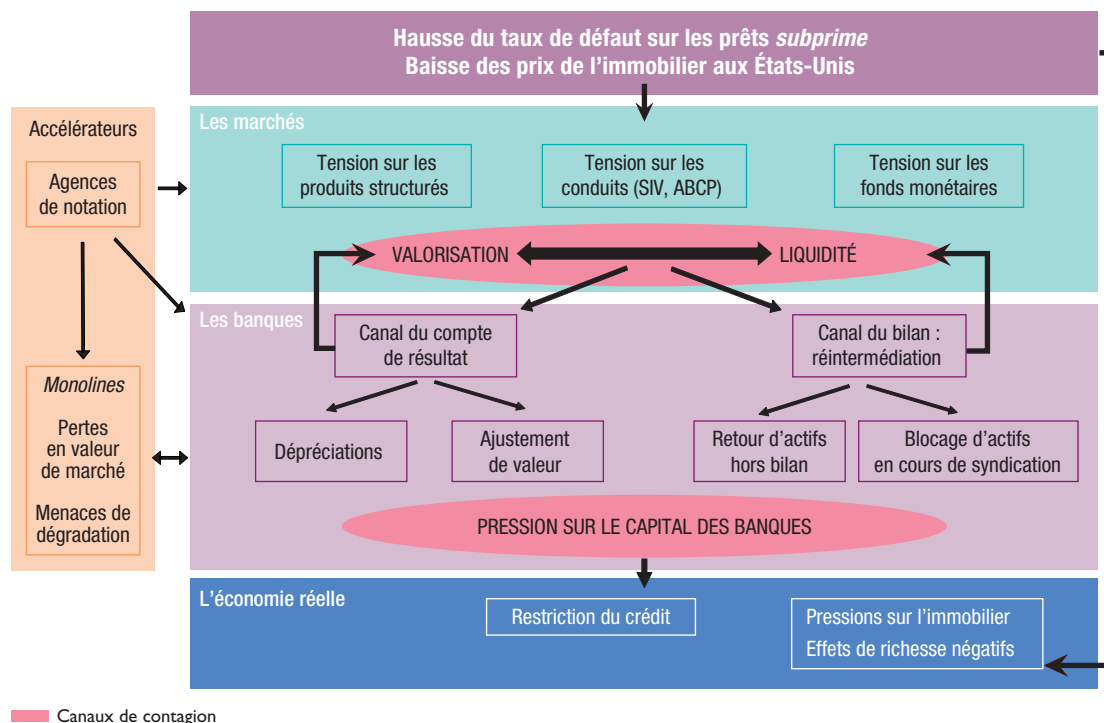
#### 113 L'innovation financière et la globalisation

Les années précédant la crise ont été marquées par la création et le développement de produits financiers dits structurés consistant à construire des instruments financiers à partir de différents éléments « sous-jacents », dont ces crédits immobiliers *subprime*. La crise sur ces crédits immobiliers spécifiques s'est étendue à certains produits structurés dans la mesure où ils entraient dans leur composition, puis à l'ensemble des produits structurés parce qu'il y avait un doute sur la composition réelle de ces derniers.

## 2 | L'ACCÉLÉRATION DE LA CRISE

Par construction, le fonctionnement et la valeur des produits structurés sont difficiles à comprendre pour un investisseur. Afin d'en faciliter la vente, les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's ou Fitch Ratings) leur attribuent une note censée guider le choix des investisseurs. Le non-remboursement des crédits *subprime* dont certains entraient dans la composition de ces produits, a provoqué une dégradation de leur note et, naturellement, un mouvement de défiance des investisseurs. Ce facteur explique le passage d'un phénomène de marché à la crise bancaire dans la mesure où la baisse de la valeur (notation) des produits structurés a provoqué, pour les véhicules (SIV) qui les portaient à leur bilan, des difficultés de financement. Ces mêmes véhicules ont alors tiré sur les lignes de liquidité bancaire qui leur avaient été octroyées. Les banques ont alors repris à leur bilan (« réintermédiation ») les encours concernés, logés dans ces véhicules, mettant en péril leur propre bilan. Enregistrés comptablement à leur valeur de marché, les actifs concernés ont vu leur valorisation s'effondrer, provoquant le retrait des investisseurs et l'enclenchement d'un cercle vicieux entre assèchement de la liquidité et baisse de la valorisation. Ces tensions ont exercé une forte pression sur les fonds propres des banques qui ont réduit leur activité de prêts, conduisant au passage d'une crise financière à une crise de l'économie réelle.

### Une crise en trois temps : marchés, banques, économie réelle



Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

## Encadré 1 Le séisme Lehman Brothers

La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a marqué un tournant dans la crise, à la suite duquel les tensions sur les marchés financiers ont atteint leur paroxysme. Elle a, en effet, déclenché :

### Une crise de confiance profonde dans la solvabilité des institutions financières :

- les primes de risque sur le défaut du secteur bancaire ont atteint des records avant de refluer en réponse aux actions des banques centrales et surtout des États (cf. chapitres 3 et 4).

### Un climat de défiance généralisé entraînant le blocage des marchés de capitaux :

- dans ce contexte, on a assisté à un phénomène de fuite vers la qualité marqué par une forte préférence des investisseurs pour les titres d'État ;
- tandis que les investisseurs se sont massivement désengagés des actifs les plus risqués, notamment des marchés d'actions et du crédit ainsi que des hedge funds ;
- la montée de la défiance entre intervenants de marché et entre banques en particulier, a entraîné un blocage du marché monétaire interbancaire, réduisant fortement les transactions entre institutions, et une envolée de la prime de risque de contrepartie.

La faillite de Lehman Brothers a accentué la fuite vers la qualité : la demande de bons du Trésor américains a poussé les taux de rendement du T-Bill 3 mois à de plus bas niveaux historiques, passant même sous le seuil de 0 %.

### Aversion au risque

Facteur commun d'aversion au risque

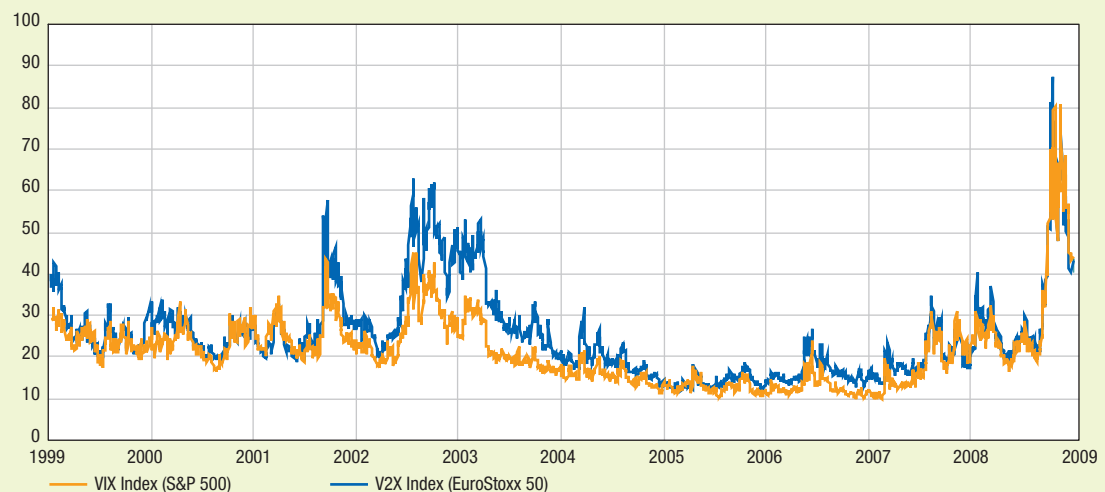


Estimé par une analyse en composantes principales de plusieurs primes de risque (estimées par des spreads de crédit)  
Sources : Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch ; calculs : Banque de France, Direction de la Stabilité financière

### Volatilité

Indices de volatilité du S&P 500 et de l'EuroStoxx 50

(en %)



Source : Bloomberg

.../...

### Fuite vers la qualité

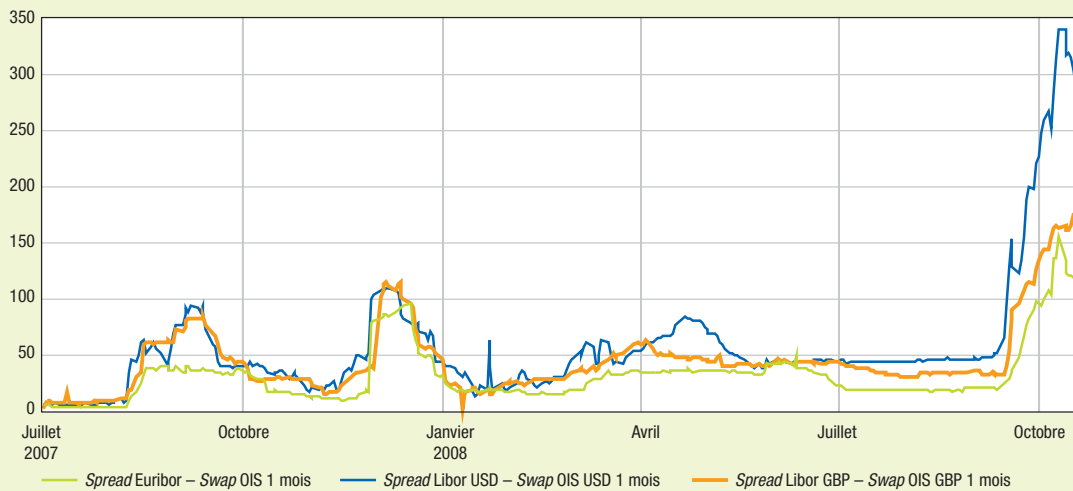
(taux de rendement du T-Bill 3 mois)



Source : Bloomberg

### Prime de risque de contrepartie observée sur le marché interbancaire

(en points de base)



Source : Bloomberg

# Les mécanismes financiers à l'origine de la crise

## 1| LES MARCHÉS DE CAPITAUX ET LA LIQUIDITÉ <sup>1</sup>

### 111 Désintermédiation, libéralisation et déréglementation financières, titrisation...

La désintermédiation, la déréglementation, la libéralisation financières et la titrisation sont probablement les évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie. Elles ont non seulement profondément modifié le paysage financier mais également le contour de la liquidité. La forte croissance de la masse monétaire et du crédit a été un élément-clé des conditions de financement bon marché sur les marchés de capitaux.

Cette finance « facile » a exacerbé la tentation des investisseurs de prendre davantage de risques et d'avoir plus largement recours à l'endettement, alimentant ainsi l'expansion du crédit et de la monnaie. L'élimination de certaines barrières structurelles entre banque d'investissement et banque de dépôt a également favorisé la fluidité du crédit, des initiateurs de prêts aux émetteurs de titres de dette. Il en est également résulté une concurrence accrue au sein du secteur financier et une stimulation de l'innovation financière. Enfin, la titrisation a non seulement permis aux banques de rendre liquides les actifs financiers, mais elle leur a également offert de nouvelles opportunités, de l'octroi de crédits, à leur reconditionnement puis à leur cession sous forme de titres.

### 112 ...ont contribué à l'émergence d'un nouveau modèle de financement qualifié « d'initiation puis distribution » du crédit

Ces différentes tendances ont donné naissance à un nouveau modèle de transfert des risques, par lequel les banques, après avoir accordé des prêts, cèdent le risque de crédit sous-jacent à un ensemble d'investisseurs par le biais d'instruments dédiés. Auparavant, les établissements bancaires étaient les principaux initiateurs des prêts. Ils les conservaient à leur bilan et les suivaient jusqu'à l'échéance. La titrisation leur a donné la possibilité de ne plus faire apparaître le risque de crédit à leur bilan mais de le transférer à d'autres investisseurs. La valorisation d'instruments structurés complexes est devenue un véritable défi.

## 2| LES PRINCIPALES LIMITES D'UN TEL MODÈLE DE FINANCEMENT

### 211 La présence d'imperfections sur le marché du crédit

Dans ce modèle de financement, les deux parties de la transaction ne sont pas enclines à vérifier la qualité des actifs, créant de part et d'autre un problème d'aléa moral :

- les émetteurs de prêts parce qu'ils prévoient de transférer le risque de crédit à d'autres investisseurs ;

<sup>1</sup> Source : Extrait de Débats économiques, n° 4, « À propos des turbulences financières », Banque de France, février 2008. Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : [www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/debats/turbulences\\_finan.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/debats/turbulences_finan.pdf).

- les acquéreurs de prêts qui envisagent de les restructurer parce qu'ils savent en effet que les acheteurs finaux se fient surtout à la notation attribuée à l'actif sous-jacent.

Les asymétries d'information altèrent donc chaque étape du processus et constituent une puissante source de contagion. De surcroît, un tel système ne peut fonctionner que si chaque intervenant de marché, impliqué dans ce processus, a en permanence accès à la liquidité.

## 212 La valorisation

Par construction, les produits structurés sont peu liquides. Ils sont constitués pour s'adapter parfaitement aux caractéristiques et au profil de risque requis par leur acquéreur. Ces propriétés limitent leur aptitude à être revendus à d'autres investisseurs dont les préférences ou les besoins peuvent être différents. Cela fait apparaître un phénomène de circularité : la valorisation à la « juste valeur » doit s'effectuer sur la base d'un prix de marché, en application des normes comptables internationales ; les opérateurs ne peuvent valoriser correctement un actif que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché ; et, pour finir, la liquidité dépend de la valorisation.

Dans ce processus, les agences de notation sont investies d'une mission essentielle qui consiste à réunir et à contrôler l'information concernant les emprunteurs mais le processus comporte deux faiblesses importantes :

- les agences de notation se considèrent comme uniquement responsables de l'évaluation du risque de crédit et non de celle du risque de liquidité alors que les investisseurs sont souvent persuadés du contraire ;
- le modèle utilisé pour noter les produits structurés est identique, en termes de présentation, à celui qui est utilisé pour les produits obligataires traditionnels, alors que les risques sont plus élevés.

## 213 La relative inadéquation du capital au risque dans le modèle de titrisation

Les nouvelles entités, comme les conduits et les SIV, effectuaient des transformations d'échéances à grande échelle sans aucun capital pour absorber les chocs. Toutefois, la plupart d'entre eux étaient dotés de lignes de crédit bancaires ou d'autres garanties des banques qui les sponsorisent. Ces lignes de crédit se substituent aux fonds propres qui auraient autrement été exigés de ces entités pour pouvoir émettre des billets de trésorerie bénéficiant de la note AAA. La titrisation ne protège pas complètement les banques du risque de crédit sur les actifs transférés. Tout d'abord, les initiateurs de crédits sont généralement exposés aux premières défaillances sur les prêts qu'ils vendent, dans la mesure où ils conservent généralement une partie du risque. En outre, les véhicules spécialisés dans l'acquisition de ces produits, bénéficient d'importantes lignes de crédit de la part des banques qui les ont mis en place, précisément pour faire face aux risques de liquidité. Quand ils font appel à ces lignes, les bilans des banques peuvent considérablement augmenter, diminuant le montant des capitaux disponibles pour financer de nouveaux prêts.