

Document

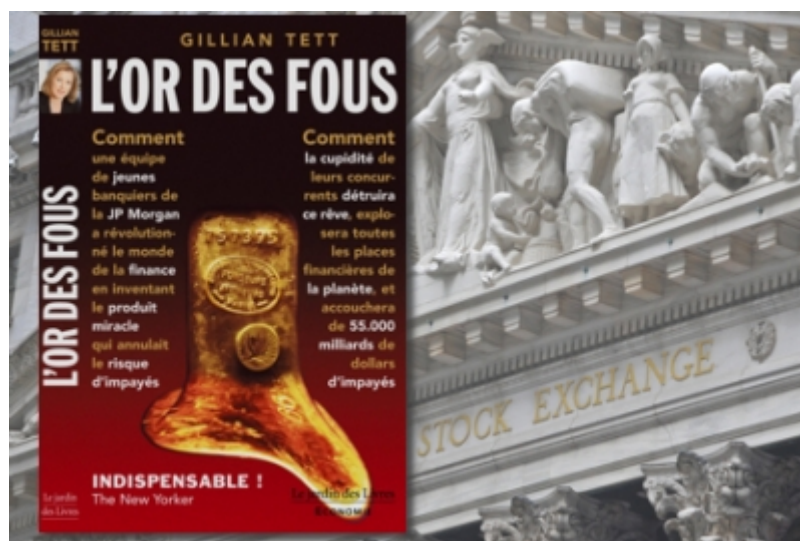
"L'Or des fous", les meilleurs extraits

(<http://www.journaldunet.com>)

21.11.2011

Gillian Tett

Gillian Tett est une journaliste du Financial Times multi-récompensée. Elle a notamment été élue "Journaliste de l'année" deux ans de suite, en 2008 et 2009, dans le cadre des British Press Awards. Son livre "L'Or des fous" a également été désigné comme "Livre financier de l'année".



"Les passions sont toutes bonnes de leur nature et nous n'avons rien à éviter que leurs mauvais usages ou leurs excès" a écrit Descartes. "Il en va de même pour les dérivés de crédit", pourrait ajouter Blythe Masters. Il y a 20 ans, elle inventait le tout premier Credit default swap (CDS) pour le compte de JP Morgan. Elle pensait alors bâtir un monde de la finance plus sûr, elle posait en réalité la première brique d'un édifice qui s'effondrerait avec fracas (et avec Lehman Brothers). C'est cette chronique d'un "rêve" de jeunes banquiers transformé en cauchemar économique que la journaliste du Financial Times Gillian Tett nous raconte de l'intérieur dans son livre "L'Or des fous". En voici 5 extraits

A l'origine, le blé

C'est lors d'un week-end de travail (plutôt arrosé) à Boca Raton que germe chez les banquiers de JP Morgan, dirigés par Peter Hancock, l'idée des dérivés de crédits. Un concept inspiré des dérivés sur les matières premières, et notamment le blé, qui sera à l'origine de l'explosion des produits financiers complexes.

« Il était impossible de résister à l'énergie de Hancock. Il déambulait dans la salle, lançait des idées, et, très vite, tout le monde s'échauffa. Une idée clé commença à émerger : utiliser les produits

dérivés pour gérer le risque lié aux obligations des sociétés et aux prêts. *Les produits dérivés sur les matières premières, lança quelqu'un, laissent les producteurs de blé gérer le risque lié aux pertes sur leurs récoltes. Pourquoi ne pas créer un produit dérivé qui permettrait aux banques de parier sur un prêt ou un titre susceptible de chuter ?* Les défauts représentaient la source de risque la plus importante au niveau des prêts commerciaux alors les banques seraient peut-être partantes pour parier avec des produits dérivés qui leur permettraient ainsi de se couvrir en cas de pertes. Ce serait une forme d'assurance contre les défauts. (...)

Aucune réponse satisfaisante n'avait émergé ce week-end mais l'équipe de Hancock n'avait pas l'habitude de travailler avec des échecs. Elle passa ses journées à se triturer les méninges et elle réalisa que le concept était potentiellement révolutionnaire. Si vous pouviez réellement assurer les banques et les prêteurs contre le risque d'insolvabilité, cela pouvait générer une énorme vague de capital dans le circuit économique. *J'ai connu des gens qui travaillaient sur le projet Manhattan. Pour ceux d'entre nous qui étaient du voyage, il y avait ce même sentiment d'être présent au moment de la création de quelque chose de très important, se souvient Mark Brickell, l'un des banquiers de l'équipe des swaps chez JP Morgan.* En repensant à la réunion au Boca, Hancock ajoute : *Nous avons vraiment insisté sur l'idée que nous utilisions les produits dérivés pour gérer le risque lié aux prêts des banques.*

Ce n'est que beaucoup plus tard que l'équipe comprit les implications de ces idées, connues sous le nom de crédit dérivés. Comme c'est le cas de tous les produits dérivés, ces outils permettaient de contrôler le risque mais ils pouvaient aussi l'amplifier. Tout dépendait de la façon dont ils étaient utilisés. C'est le contrôle du risque qui poussa Hancock et son équipe à continuer. C'est son amplification qui domina le monde des affaires une dizaine d'années plus tard et qui allait finalement contribuer à la catastrophe financière mondiale. »

Les CDS : naissance d'une bombe

Sans la marée noire provoquée par l'Exxon Valdez, les credit default swaps (CDS) auraient-ils vu jour ? Pas sûr, à en croire le récit de leur invention par la banquière Blythe Masters de l'équipe de JP Morgan.



« Blythe Masters essaya de trouver une manière de faire fonctionner les dérivés de crédit et, finalement, elle repéra une opportunité chez Exxon Oil. En 1993, alors que Exxon était menacé de devoir payer une amende de 5 milliards de dollars suite au naufrage du pétrolier l'Exxon Valdez, la société avait dû prendre une ligne de crédit de 4,8 milliards de dollars chez JP Morgan et Barclays. Lorsque Exxon a demandé cette ligne de crédit, JP Morgan a hésité à refuser parce Exxon était un client de longue date. Le prêt signifiait un double problème : des besoins en capital et des limites internes de crédit. (...) »

Masters pensa avoir une solution. A l'automne 1994, elle contacta les dirigeants de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD) à Londres pour voir si elle pouvait trouver un moyen de supprimer le risque de crédit de la transaction avec Exxon, mais sans vendre le prêt. (...) »

Masters proposa que JP Morgan verse une commission annuelle à la BERD. En échange, celle-ci endossait le risque de la ligne de crédit d'Exxon, assurant en réalité JP Morgan contre le risque lié au crédit. Si Exxon manquait à ses engagements, la BERD serait dans l'obligation d'indemniser JP Morgan pour la perte. Mais, dans le cas contraire, la BERD réaliserait alors un bon bénéfice en commissions. (...) »

L'idée plut à Andrew Donaldson, le directeur de la BERD. Il était bien d'accord sur le fait que c'était hautement improbable qu'Exxon ne tienne pas ses engagements et il fut impressionné par le revenu constant des commissions. C'était beaucoup plus que tout ce qu'il pouvait gagner sur une obligation à taux élevé ou un prêt. *C'était du gagnant-gagnant !* se souvient Donaldson. (...) »

Pendant plusieurs semaines, Masters passa d'innombrables coups de téléphone à Londres depuis New York puisqu'elle et Donaldson – et une bonne équipe d'avocats – élaboraient les termes juridiques de la transaction. Dans la plupart des secteurs de la finance, des règles bien déterminées géraient les transactions. Le concept d'instrument de dérivé de crédit était si nouveau qu'il devait être élaboré à la volée. Blythe Masters était en train d'écrire l'histoire. Personne ne savait vraiment de quel montant devraient être les commissions qu'allait payer la BERD, ni même comment appeler ce "produit". Pourtant, la transaction se fit. On la surnomma "swap sur défaillance" et le secteur prenant de l'ampleur, cela devint le Credit Default Swap. »

L'explosion des produits dérivés

Dans ce passage, l'auteur décrit la frénésie qui s'est emparée des établissements bancaires dans les années 90 pour développer le marché des produits dérivés, plus rémunérateur et où des places étaient à prendre. Au prix d'un risque toujours plus élevé.

« Goldman Sachs fut prompt à développer de formidables affaires sur les dérivés et d'autres établissements de courtage comme Morgan Stanley et Lehman Brothers entrèrent aussi dans le jeu avec enthousiasme. Le plus étonnant, c'est l'arrivée de Deutsche Bank dans le circuit qui explosa dès le départ. »

Traditionnellement, Deutsche était une grosse banque commerciale guindée. Au milieu des années 90, elle élaborait des plans ambitieux pour devenir un acteur important dans le monde de l'investissement bancaire international. Elle embaucha des équipes sur les produits dérivés et les

obligations qui venaient de chez Merrill Lynch, acquit les opérations de Bankers Trust qui avait été au premier rang de l'innovation des produits dérivés dans les années 80 et début 90 et entreprit de construire une plateforme prééminente dans l'ingénierie financière à New York et à Londres. Les produits dérivés étaient un objectif essentiel.

Alors que les marchés américains des titres et des capitaux propres étaient dominés par les banques de Wall Street au milieu desquelles Deutsche aurait bien eu du mal à se frayer un passage, les affaires de produits dérivés étaient tellement nouvelles qu'elles offraient beaucoup d'opportunités pour les gens venus de l'extérieur. L'équipe des produits dérivés de la Deutsche engagea beaucoup de traders talentueux venus d'autres banques, y compris de JP Morgan. Marcus Schüler, un commercial très connu qui avait travaillé avec Tim Frost à Londres et l'acolyte de Demchak, Betsy Gile rejoignirent tous les deux la Deutsche. La banque fit ensuite de gros efforts pour occuper une bonne place dans le secteur des CDS. Les résultats furent vite là.

En 2003, le magazine Risk désigna la Deutsche Bank comme étant la "banque de l'année pour les produits dérivés", détrônant JP Morgan. Certains des salariés chez Morgan commencèrent à désigner la Deutsche Bank comme "l'ennemi numéro 1".

Lehman Brothers, Citigroup, Bear Stearns, le Crédit Suisse, UBS et la Royal Bank of Scotland concentrèrent tous leurs efforts sur leurs opérations de produits dérivés. Non seulement la concurrence nécessitait qu'ils se montrent plus offensifs mais les faibles rendements sur les investissements de crédit les plus traditionnels ne faisaient qu'attiser l'envie d'obtenir des résultats plus élevés. Les bénéfices des obligations d'état sur 10 ans avaient chuté de 6% au début des années 2000 à moins de 4% en 2002. (...)

Les banques imaginèrent une foule de nouveaux stratagèmes pour offrir de meilleurs bénéfices aux investisseurs. Cela revenait invariablement à créer des produits qui utilisaient un effet de levier plus important ainsi que plus de complexité et de risque. »

Les agences de notation, pompiers pyromanes ?

Les agences de notation ont souvent été critiquées pour n'avoir pas su évaluer le danger des produits dérivés. On a moins parlé de leur rôle dans le développement de ces derniers et encore moins de la manière dont elles les ont involontairement rendus de plus en plus risqués.

« En général, les investisseurs faisaient confiance aux agences de notation pour les guider dans ce nouveau pays étrange qui semblait être une solution rationnelle et facile pour lutter contre sa complexité. L'échelle des évaluations était très simple : si un produit était annoté d'un triple A, on supposait qu'il ne pouvait presque jamais faillir. Si l'annotation était un triple B ou un triple C, le risque était bien sûr plus élevé. Dans un monde où tant de choses se révélaient déconcertantes, ces désignations très claires étaient merveilleusement rassurantes. (...)

Certains banquiers mirent en garde contre cette séduction. *Les gens qui sont concentrés uniquement sur les notations sont de la chair à prime pour les banques d'investissement qui cherchent à vendre des produits*, avançait Charles Pardue, un acteur clé dans l'équipe qui avait créé les Bistro (produits financiers complexes, NDLR). *Je ne pense pas que nous devrions croire que tout ce qui se vend est de juste valeur. J'ai assisté à des conférences de revendeurs où les banquiers vendent ce truc et la*

simplicité de l'explication du mode d'emploi me fait peur... ils investissent dans des choses qu'ils ne comprennent pas, ils semblent vraiment croire ces modèles et lorsqu'ils changeront, ce sera vraiment effrayant.

Les agences de notation, évidemment, affirmaient que ces inquiétudes étaient infondées. Moody's, Standard & Poor's et Fitch avaient chacun beaucoup investi dans le développement des systèmes d'avant-garde pour modéliser les risques de toute la gamme de nouveaux produits. Afin de dissiper les craintes de voir que leurs calculs puissent être erronés, ils avaient également tenté de montrer très exactement aux investisseurs la façon dont fonctionnaient ces systèmes. (...)

Précisément du fait que les agences avaient dûment publié sur Internet les informations relatives au fonctionnement de leurs modèles, ce fut facile pour les banquiers de les passer au peigne fin pour trouver des failles à exploiter.

C'est ce qui se passa en 2005.

Dès qu'un banquier avait une idée, elle était étudiée par rapport aux modèles pour voir ce que le produit était susceptible de rapporter. Si cela semblait trop peu ou à l'inverse trop élevé, le projet était revu. L'objectif, c'était d'arriver à l'estimation la plus haute possible avec le plus haut niveau de risque afin que le produit puisse générer des résultats plus importants à l'investisseur. Dans le milieu bancaire, le jeu était connu sous le nom de "arbitrage des évaluations". Les gens dans les agences d'évaluation savaient très bien que ce jeu existait. Mais ils ne se sentaient pas en position de riposter. »

Lehman, l'improbable effondrement

Dans cet extrait, l'auteur raconte le week-end précédant la faillite de Lehman Brothers et à quel point un sauvetage fut proche.

« Plus d'une vingtaine de hauts responsables des principales banques de Wall Street, du Royaume-Uni et des autres banques européennes continentales ainsi que des courtiers se réunirent à la Fed. (...)

Ils se séparèrent en groupes et se répartirent dans différentes pièces pour discuter des options. L'un d'eux explora la question de savoir si les banques pouvaient coordonner un plan de sauvetage commun, comparable à la transaction de LTCM. Un autre discuta de ce qui pourrait arriver si Lehman Brothers faisait faillite. Séparément, les fonctionnaires de la Fed partirent à la recherche d'un acheteur. Deux noms étaient cités : Bank of America et Barclays qui possédait une banque d'investissement connue sous le nom de Barclays Capital. Le directeur général de Barclays Capital, Bob Diamond, était très ambitieux et désireux d'appuyer sa position sur les marchés américains.

Le samedi soir, après des heures de débat entrecoupées de pauses café avec doughnuts, les banquiers avaient décidé qu'un plan de sauvetage commun était impossible. La Bank of America fit remarquer que cela ne l'intéressait plus de faire des enchères mais, au grand soulagement de Geithner, Barclays semblait toujours enthousiaste. Le dimanche matin, pourtant, il se produisit quelque chose d'inattendu. Pour réaliser la transaction, la Fed voulait que Barclays honore tous les échanges existants liés à Lehman Brothers lorsque les marchés allaient ouvrir le lundi matin. Sans cette garantie, Geithner craignait que la panique se répande.

Cependant, les règlements financiers britanniques stipulaient que Barclays ne serait pas autorisé à étendre son échelle de garantie sans l'accord des actionnaires en premier lieu. Au début, Barclays pensa que l'autorité des services financiers, le principal régulateur britannique, voudrait renoncer à cette restriction, étant donné les circonstances. Toutefois, le dimanche, les régulateurs britanniques firent savoir qu'ils ne voulaient pas détourner la règle.

Les fonctionnaires à la Fed de Washington et le Trésor américain étaient furieux. Henry Paulson appela les hauts fonctionnaires britanniques et leur demanda de l'aide mais les Britanniques traînaient les pieds. Certains fonctionnaires américains soupçonnaient les régulateurs britanniques de craindre que Barclays ne soit trop faible pour mener une transaction aussi importante. D'autres accusaient Barclays d'employer les grands moyens pour obtenir une aide financière plus grande. (...)

Le dimanche après-midi, Barclays se retira, laissant un goût amer à chacune des parties en présence. Geithner contemplait le désastre. Les fonctionnaires de la Fed firent une dernière tentative pour atténuer le choc. Ils convoquèrent en urgence tous les banquiers liés au secteur des dérivés qu'ils purent trouver un dimanche après-midi. Ils les réunirent dans une salle et leur demandèrent de venir reconnaître toutes les transactions de dérivés qui impliquaient Lehman Brothers. L'espoir, c'était que les banques puissent alors annuler quelques transactions, atténuant ainsi les pertes. Mais l'initiative échoua en partie parce qu'il était impossible d'avoir suffisamment de banquiers au tout dernier moment. »