



# Conférence Sup de Ré 2008

## **Crise Financière: Assureurs et Réassureurs dans la tourmente ?**

Mardi 23 septembre 2008  
Auditorium de la F.F.S.A.



## Déroulé de la soirée

- **Présentation et accueil Sup de Ré**  
(Cécile CHASTEL)
- **Conférence**  
(Serge MUSSARD, Isabelle JOB,  
Jacques DEPARIS et Jean-Marie NESSI)
- **Présentation I.S.R.**  
(Constant ELIASHBERG et Patrick WARIN)
- **Remise des diplômes**  
(Vincent REDIER)
- **Cocktail**



## Présentation Sup de Ré & I.S.R.

- **Sup de Ré, association des Anciens de l'I.S.R.**
  - Des professionnels dans les secteurs de l'assurance et de la réassurance
    - Compagnies et courtiers
    - Fonctions et responsabilités variées
    - Marchés français et étrangers
  - Site Internet, annuaire, réseaux de recrutement
  
- **L'I.S.R., diplôme niveau 2 de « Souscripteur en réassurance »**
  - A.E.A., Groupe Ifpass
  - Formation de 400 h
    - Assurance
    - Réassurance
    - Outils analytiques
  - Enseignants de l'A.E.A. + Professionnels du secteur



Merci à nos membres bienfaiteurs...





# Conférence Sup de Ré 2008

## **Crise Financière: Assureurs et Réassureurs dans la tourmente ?**

Mardi 23 septembre 2008  
Auditorium de la F.F.S.A.



**Isabelle JOB**  
Économiste  
CREDIT AGRICOLE S.A.

# Dégonflement d'une bulle majeure de crédits structurés

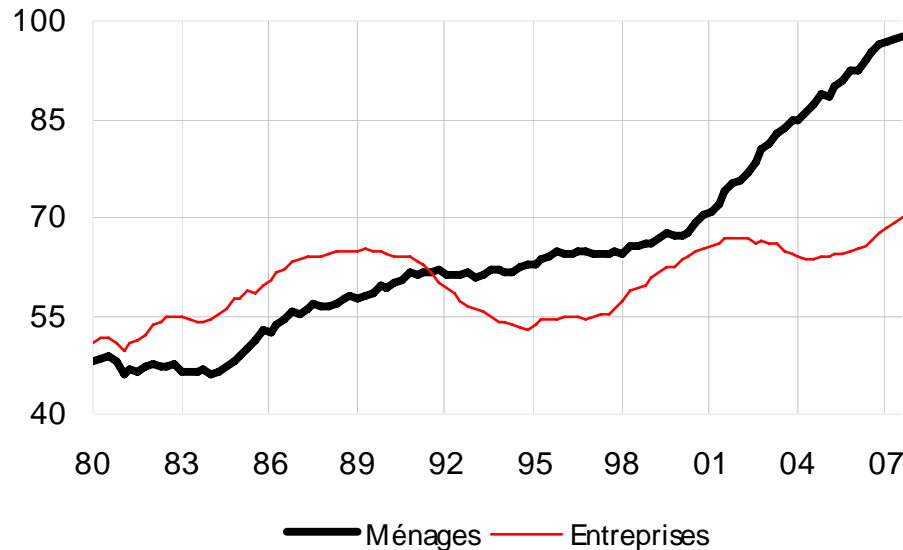
## A l'origine : le pari de Greenspan en 2001-2002

la purge du côté des entreprises amortie par une nouvelle bulle d'endettement globale centrée sur les ménages. Un risque immobilier pointé du doigt dès 2002, et progressivement la perception d'excès sur un certain nombre de marchés bien identifiés (*search for yield*, course aux volumes)

## Le modèle Origination – Structuration – Distribution (OSD) pour repousser les limites d'endettement

en %  
du PIB

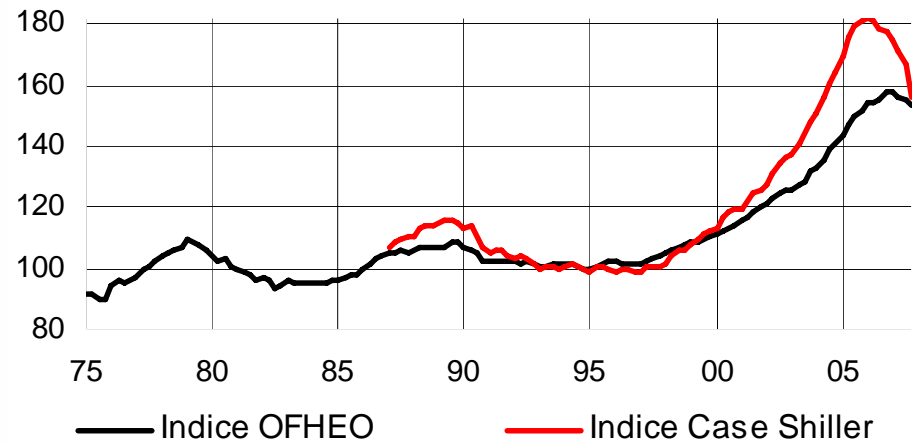
### Endettement privé aux Etats-Unis



Source : Datastream

### Prix des logements déflaté de l'inflation aux Etats-Unis

déc 94 = 100



Source : Datastream

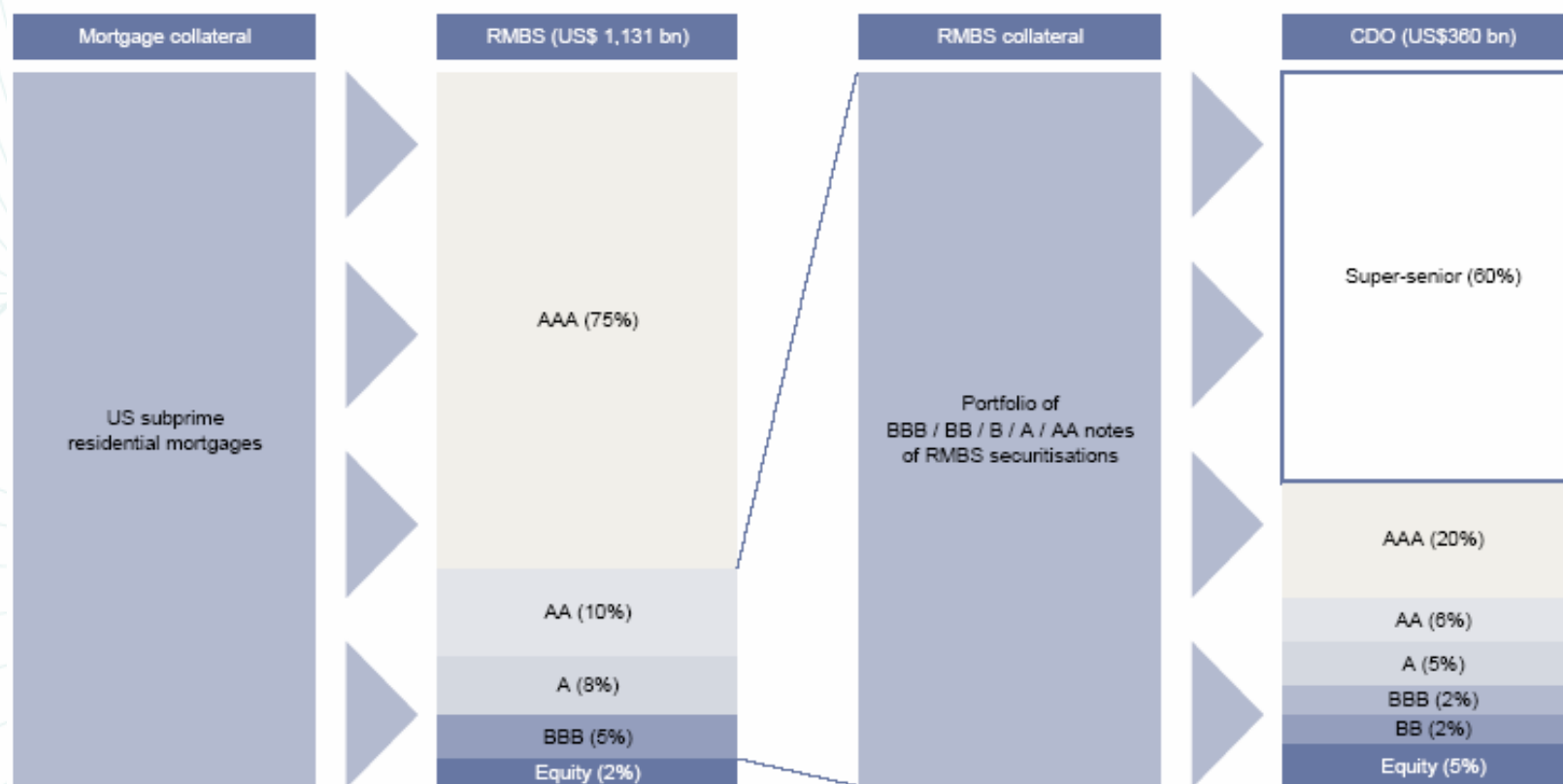
## Dégonflement d'une bulle majeure de crédits structurés

Un sous-jacent précaire et donc des montages financiers fragiles

### Du plomb en or, les miracles de la titrisation

- ✓ Au final, un marché des subprime de 1400 Mds \$ (10% du PIB US)

Exhibit 35: Our analysis suggests that US\$1,131 bn of subprime-backed RMBS securities remain outstanding of which US\$360 bn has been re-packaged into CDOs



Source: Goldman Sachs Research estimates.



## Dégonflement d'une bulle majeure de crédits structurés

### Myopie et / ou conflits d'intérêt tout au long de la chaîne de désintermédiation :

- ✓ Relâchement des standards de prêts: Teaser rate, ARM...
- ✓ Forte demande des hedge funds pour les tranches equity et les plus junior

### Rôle clé des agences de notation (une crise du AAA)

- ✓ Hypothèse de diversification des risques (granularité des portefeuilles et faible risque de corrélation) et réhaussement exagéré du crédit
- ✓ Stress test basés sur le cycle 2000-2003 (hausse des taux de défaut, faibles pertes en cas de défaut)

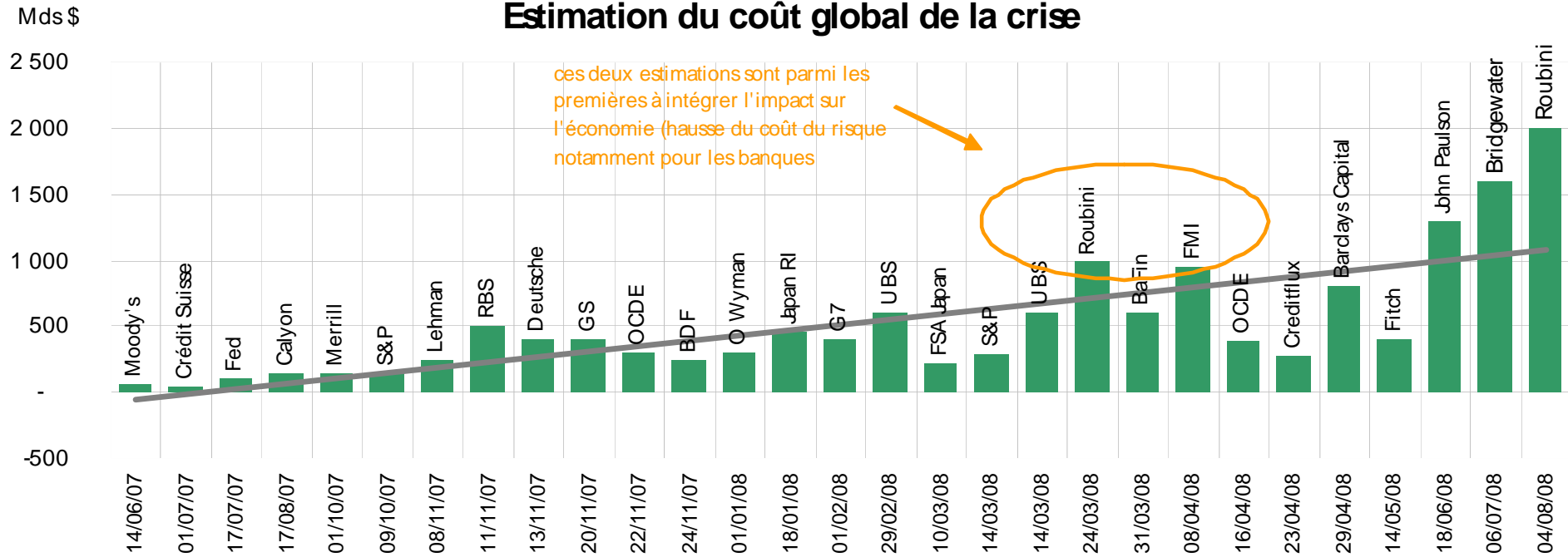
### Développement d'un shadow financial system (arbitrages réglementaires)

- ✓ conduits et autres SIV, structures d'investissement hors bilan qui se refinancent à court terme

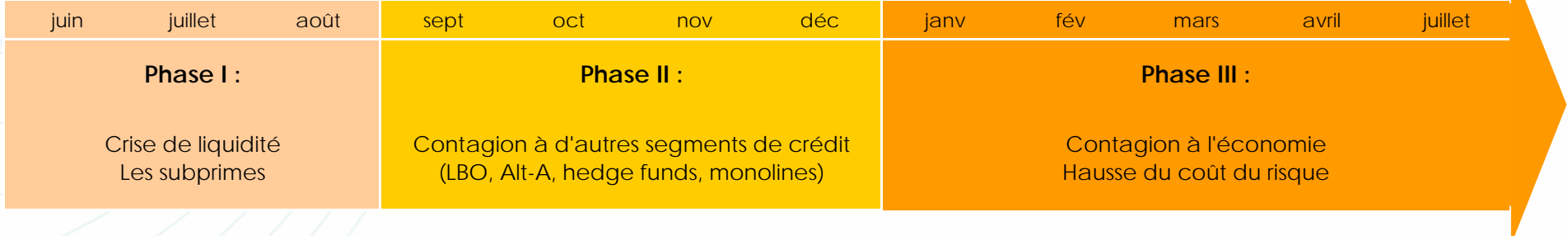


# Une crise étendue, au coût croissant : estimations des marchés

## Estimation du coût global de la crise



15 juin : premières dégradations par les agences  
 18 juillet : Bear Stearns ferme 2 de ses fonds  
 9 août : BNP Paribas gèle 3 fonds de placement  
 13 sept : bank run sur Northern Rock  
 Octobre : premiers avertissements sur les monolines  
 26 nov : Citi lève 7,5 Mds\$ auprès d'un fonds souverain  
 19 déc : première dégradation de monoline  
 2-4 janv : chiffres macro décevants aux US  
 13 fév : plan de relance de G. Bush  
 Fin mars : allègement de réglementation sur Fannie Mae et Freddie Mac  
 21 avril : plan de soutien à la liquidité de la Banque d'Angleterre  
 Juillet : plan Bush de soutien à l'immobilier américain



## Une crise étendue, au coût croissant

### ➤ Phase 1 : crise de liquidité (juil – août 2007)

- Avant que chacun réalise la profondeur des expositions des BFI aux structurés de crédit

### ➤ Phase 2: dépréciations des structurés de crédit

- Concentration des dépréciations et des injections de capital sur un nombre limité de banques (Citi, UBS, Merrill...)
- Crise de confiance exacerbée par la complexité des produits structurés
- Toujours un risque systémique très élevé

### ➤ Phase 3: une augmentation globale des provisions pour risque de crédit

- Expositions moins concentrées, et une dynamique bien mieux connue (cycle de crédit typique, mais un risque persistant de credit crunch)
- Q2 2008 : détérioration rapide et importante de la qualité du crédit (US, mais aussi Espagne et UK)
  - qui ont impacté sévèrement les résultats du 2ème trimestre 2008
  - la tendance devrait se détériorer dans les trimestres à venir
- Mais les risques systémiques s'éloignent (partant cependant d'un niveau maximum)

## Une crise étendue, au coût croissant

### Les mécanismes en jeu :

- Un marché de l'immobilier US qui ne se stabilise toujours pas et toujours de nombreux cercles vicieux
  - A) Spirale des mortgages gagés par le prix des logements (Loan To Value) :  
**Défauts → saisies → pression sur les prix immobiliers → nouveaux défauts...**
  - B) Spirale des dépréciations :  
**Aversion au risque → baisse des indices ABX → nouvelles dépréciations des banques → renforce la défiance des marchés...**
  - C) Spirale du credit crunch :  
**Pression sur les fonds propres des banques → rationnement du crédit → problèmes de liquidité / solvabilité des emprunteurs → hausse du coût du risque...**

## Le séisme Lehman Brothers : who's next

Who's next : cartographie des défaillances d'acteurs, quelques enseignements

### ➤ Points communs des acteurs sous pressions :

- Un refinancement court sur les marchés de gros les rendant extrêmement vulnérables en situation de crise
- Une forte exposition à l'immobilier
- Mais des qualités d'actif variant très largement, suggérant des niveaux de solvabilité différents (ex Northern Rock : bonne qualité d'actif, large franchise d'AIG...)

### ➤ Des résolutions différentes selon la taille de bilan et selon le jugement sur le risque systémique

- Acquisition par un autre acteur (plus ou moins forcée par les régulateurs) avant l'étape de la crise
  - Cas de Merrill Lynch, Countrywide rachetés par opportunisme
  - Bear Stearns : intervention explicite de la Fed et du Trésor
- Nationalisation / mise sous tutelle
  - Pour les acteurs « trop importants pour faire faillite » : cas de Fannie Mae / Freddie Mac
  - Après échec des solutions privées : AIG (échec du pool de banques)
  - Ou par peur d'une déstabilisation du système bancaire national (Northern Rock, IKB)
- **Cas de Lehman** : choix d'en faire un exemple (aléa moral), mise en faillite après échec des tentatives de résolutions privées
  - Faillite puis liquidation (conduisant à des prédatons sur les équipes, sur certains actifs, ex. Barclays)

# Conclusion

## ➤ Des risques

- Pression sur la liquidité, donc accentuation du rationnement du crédit
- Hausse des provisions pour risque de crédit : **un cycle de crédit plus typique certes, mais avec des risques de credit crunch accentués aux effets cumulatifs sur l'économie « réelle »**

## ➤ Des éléments de sérénité

- Déjà des ajustements importants depuis juillet 2007 (**un marché immobilier US qui s'ajuste maintenant depuis 2 ans; assainissement d'une très large partie du portefeuille des banques d'investissement**)
- **Les bénéfices de : 1) une recapitalisation massive du système financier (quand les déséquilibres globaux de compte courant génèrent la crise mais aussi les remèdes...) ; 2) la réactivité et la puissance d'intervention du policy mix (en gardant à l'esprit que le système financier a été sous perfusion intense pendant plus d'un an)**

## ➤ De enseignements: une remise en cause des modèles de bouclage trop tendus des bilans bancaires observés depuis 10 ans :

- **Réintermédiation de l'épargne**
- **Désendettement et moindre titrisation**



**Jacques DEPARIS**  
Directeur Général  
AREAS



**Jean-Marie NESSI**  
Conseiller du Président  
AON France





## Débat

### **Serge MUSSARD**

Directeur Général - TOWERS PERRIN France

### **Isabelle JOB**

Économiste - CREDIT AGRICOLE S.A.

### **Jacques DEPARIS**

Directeur Général - AREAS

### **Jean-Marie NESSI**

Conseiller du Président - AON France