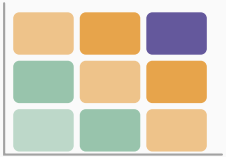
Fondements de la gestion des risques

Chapitre 9 : Leçons tirées des désastres financiers



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 29 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

Le risque de taux d'intérêt

Liquidité de financement

Une stratégie de couverture

Le risque de modèle

Rogue trading, ingénierie

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Les huit premiers chapitres ont exposé les concepts, les mesures et les dispositifs. Celui-ci les confronte aux faits : une série de cas où la gestion des risques a échoué. Chaque désastre est classé par facteur dominant, mais tous montrent la même chose — c'est la **combinaison** de plusieurs risques, aggravée par des défaillances de gouvernance et de culture, qui transforme un incident en catastrophe.

Le risque de taux d’intérêt

La crise des caisses d'épargne américaines

Les caisses d'épargne américaines, années 1980

Les caisses d'épargne américaines empruntaient à **court terme** sous forme de dépôts pour prêter à **long terme** à taux fixe, sur des hypothèques à 30 ans. Tant que la courbe des taux était pentue, l'écart était profitable. Le resserrement monétaire destiné à juguler l'inflation a fait exploser le coût du refinancement tandis que les revenus, à taux fixe, restaient inchangés.

Ampleur et leçon

Entre 1986 et 1995, **1 043 des 3 234 caisses** ont fait faillite ou ont été reprises, pour un sauvetage de 160 milliards USD à la charge du contribuable. La leçon est structurelle : maîtriser le risque de taux impose d'apparier la **duration** des actifs et des passifs, directement ou par dérivés.

Liquidité de financement

Lehman Brothers, 2008

La banque avait poussé à l'excès le modèle *originate-to-distribute* du chapitre 4, en **conservant** une part croissante d'actifs immobiliers plutôt qu'en les distribuant. Ces actifs longs et illiquides étaient financés par des pensions à très court terme, avec un levier considérable. Lorsque les doutes sur la valorisation se sont installés, les contreparties ont exigé davantage de collatéral puis se sont retirées.

Continental Illinois et Northern Rock

Continental Illinois, 1984

Presque dépourvue de dépôts de détail, la banque dépendait du financement de gros international. La faillite de Penn Square Bank, dont elle avait repris des prêts pétroliers, a déclenché la défiance : **6 milliards USD de retraits en dix jours**, contraignant les autorités à intervenir.

Northern Rock, 2007

Le prêteur hypothécaire britannique finançait sa croissance par titrisation et marchés de gros plutôt que par les dépôts. Le gel du marché interbancaire d'août 2007 a asséché **simultanément** tous ses canaux de financement — un scénario que ses dirigeants qualifièrent d'« imprévisible » — provoquant la première ruée bancaire au Royaume-Uni depuis 140 ans.

Les arbitrages de l'ALM

Ces cas illustrent deux arbitrages permanents. Raccourcir la duration du passif réduit le risque de taux mais **augmente** le risque de liquidité, et réciproquement. Allonger la maturité du financement réduit le risque de liquidité mais **coûte plus cher** en courbe pentue. Un coussin de liquidité protège, mais pèse sur le rendement.

Une stratégie de couverture

Metallgesellschaft

Couverture statique et couverture dynamique

Une couverture **statique** utilise un instrument très proche de l'exposition et le conserve : simple à suivre, peu coûteuse en gestion. Une couverture **dynamique** ajuste la position par transactions successives pour rester calibrée sur une exposition changeante : plus réactive, mais exigeante en expertise et coûteuse en transactions.

MGRM, 1993

Engagée à livrer du pétrole à prix fixe sur le long terme, la filiale américaine se couvrit par une **couverture roulante** de contrats à terme courts. Le passage du marché de *backwardation* en *contango* a inversé le résultat du roulement, générant 1,3 milliard USD d'appels de marge en liquidités face à des gains restés latents. La maison mère ordonna la liquidation, transformant des pertes latentes en pertes définitives.

Ce que le cas enseigne

La position était économiquement couverte mais **comptablement et financièrement exposée**. Concevoir une couverture impose donc d'anticiper ses flux de trésorerie, son traitement comptable — les normes exigent une efficacité démontrée pour compenser les résultats — et de s'assurer que la direction en comprend le fonctionnement.

Le risque de modèle

Hypothèses erronées

Niederhoffer, 1997

Le gérant vendait des options de vente très en dehors de la monnaie sur le S&P 500, encaissant régulièrement de petites primes. L'hypothèse implicite — une chute de plus de 5 % en une séance est quasi impossible sous loi normale — a été démentie par une baisse de plus de 7 % en octobre 1997. Les appels de marge n'ont pu être honorés et le fonds a été liquidé.

Le profit régulier comme signal d'alerte

Une stratégie peut produire un gain modeste et régulier pendant des années tout en portant une probabilité faible de perte catastrophique. La régularité des résultats n'est donc **pas** une preuve d'absence de risque — elle peut au contraire signaler un risque de queue non mesuré.

LTCM, 1998

Le fonds appliquait des stratégies de **valeur relative** — achat d'un actif, vente d'un autre — pariant sur la convergence des écarts de taux, avec un levier de 25 pour 1. Le moratoire russe d'août 1998 a déclenché une fuite vers la qualité : les écarts se sont **écartés** au lieu de converger, les corrélations ont convergé vers 1 et la liquidité s'est évaporée simultanément sur de nombreux marchés.

Les failles du modèle

Trois enseignements précis. L'**horizon** de dix jours retenu pour la VaR était bien trop court au regard du temps nécessaire pour lever du capital ou déboucler des positions. Le **risque de liquidité** n'était pas intégré : les modèles supposaient des marchés parfaitement liquides. Le **risque de corrélation et de volatilité** ne peut être capté que par des tests de résistance. Pour une VaR à dix jours estimée à 320 millions USD, les pertes ont dépassé **1 milliard**.

La « baleine de Londres »

JPMorgan Chase, 2012

Chargé de réduire les actifs pondérés du risque, le *Chief Investment Office* choisit non pas de céder les positions risquées mais d'acheter davantage de dérivés de crédit pour compenser ses positions vendeuses. Le portefeuille grossit, son risque augmente, et la protection qu'il devait apporter disparaît. Perte finale : au moins **6,2 milliards USD**.

Trois défaillances superposées

Une **valorisation biaisée** : le desk s'écarte du point médian des fourchettes de prix pour minorer les pertes déclarées, jusqu'à 690 millions USD de litiges de collatéral. Un **modèle manipulé** : un nouveau modèle de VaR, adopté sans validation, divise le risque affiché par deux, avant d'être révoqué pour inexactitude. Une **culture défaillante** : plus de 330 dépassements de limites en quatre mois, traités en relevant les seuils.

Rogue trading, ingénierie

Barings

Barings, 1995

À Singapour, Nick Leeson cumulait les fonctions de trader et de responsable du back-office — violation de la séparation des tâches. Autorisé à faire de l'arbitrage entre places, il construisit en réalité des positions directionnelles et dissimula ses pertes dans un compte de réconciliation, transformant une perte de 200 millions GBP en un profit déclaré de 102 millions GBP.

La leçon de gouvernance

Ses supérieurs, satisfaits des profits annoncés, n'en ont pas questionné la plausibilité — un calcul simple aurait montré que les volumes nécessaires dépassaient ceux des marchés concernés. Il incombe aux gestionnaires de risque de vérifier que **les profits déclarés sont cohérents avec les positions détenues**.

Complexité et effet de levier

Bankers Trust et Orange County

Bankers Trust vendit à Procter & Gamble et Gibson Greetings des swaps à effet de levier dont la formule faisait exploser le taux payé en cas de hausse des taux. La remontée de 250 points de base de 1994 provoqua des pertes considérables, des poursuites et un dommage de réputation dont la banque ne se remit jamais. **Orange County**, la même année, avait emprunté 12,9 milliards USD par pensions pour acquérir 20 milliards d'actifs — dont des *inverse floaters* — avec seulement 7,7 milliards de fonds propres.

Ingénierie n'est pas gestion des risques

Les produits structurés servent à ajuster un profil de risque, non à le réduire par nature. Accroître le rendement immédiat suppose presque toujours d'accepter un risque supplémentaire, souvent sous la forme d'une perte improbable mais sévère — et fréquemment mal comprise ou mal communiquée aux dirigeants.

Trois risques émergents

Volkswagen illustre le risque de **réputation** : la dissimulation d'un dispositif de fraude aux émissions a entraîné amendes massives et perte de confiance durable. **Enron** reste le cas emblématique de défaillance de **gouvernance**, par montages hors bilan et contrôle interne inopérant. Les attaques contre le réseau **SWIFT** montrent la montée du **cyber-risque** comme catégorie autonome, capable de produire des pertes financières directes.

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

Aucun de ces désastres ne résulte d'un facteur unique. Le risque de **taux** a détruit l'industrie des caisses d'épargne par simple décalage de duration. Le risque de **liquidité de financement** a emporté Lehman, Continental Illinois et Northern Rock, dont les modèles reposaient sur une confiance qui pouvait disparaître en quelques jours. Le cas **MGRM** montre qu'une couverture juste économiquement peut tuer par ses effets de trésorerie. Le risque de **modèle** — Niederhoffer, LTCM, la baleine de Londres — reste invisible tant que les conditions sont normales, et se révèle lorsque corrélations et liquidité se dégradent ensemble. **Barings** rappelle que la séparation des tâches et la vérification de la plausibilité des profits sont des défenses élémentaires. Dans tous les cas, ce n'est pas la mesure qui a manqué en premier, mais la **gouvernance** et la **culture**.