

Un cétacé dans des eaux peu profondes : JPMorgan, la « Baleine de Londres » et la catastrophe organisationnelle de 2012

Par François VALÉRIAN

Ingénieur général des Mines, Conseil général de l'économie, professeur associé de finances au Conservatoire national des Arts et Métiers (CNAM)

L'affaire dite de la « Baleine de Londres » a coûté plus de 6 milliards de dollars à la banque américaine JPMorgan. Les auditions réalisées par le Sénat des États-Unis permettent de bien la documenter et de mettre en lumière les erreurs commises par une organisation qui croyait mettre en œuvre une stratégie de couverture innovante et profitable, et prenait en réalité des risques considérables et très mal estimés.

Au début d'avril 2012, la presse financière commençait à évoquer l'activité d'un *trader* londonien surnommé « Baleine de Londres », parce qu'il avait pris d'énormes positions sur un marché de dérivés peu profond, ce qui rendait ses opérations de plus en plus visibles de ses concurrents, comme si une baleine s'était retrouvée au piège d'un petit bassin. Très vite JPMorgan fut démasquée, à l'intérieur de JPMorgan un département chargé d'investir sans risque des liquidités excédentaires, le *Chief Investment Office* ou CIO, et à l'intérieur du CIO les personnes en charge d'un *Synthetic Credit Portfolio* ou SCP. On apprit que JPMorgan avait arrêté le *trading* sur le SCP dès la fin de mars, en mai ce SCP avait déjà perdu 2 milliards de dollars, en juin les pertes étaient montées à 4,4 milliards de dollars, et à 6,2 milliards de dollars à la fin de 2012.

L'affaire de la Baleine de Londres est l'une des plus désastreuses qui soient survenues dans une banque sur les dernières années, et, en même temps c'est une affaire étrange à deux titres. Les produits en cause sont complexes et difficiles à appréhender. Contrairement aux différentes affaires de *trading* malencontreux qui ponctuent l'histoire récente de la finance, de Barings à UBS en passant par la Société Générale, et contrairement aussi à ce que suggère l'expression de « Baleine de Londres », l'affaire des dérivés de crédit chez JPMorgan est tout sauf une affaire de *trader* indélicat. C'est l'histoire d'une succession de décisions collectives malencontreuses, qui ont fini par produire une catastrophe. C'est aussi l'histoire de la rencontre entre un produit financier à la mode et un certain état d'une grande organisation bancaire, histoire que

nous connaissons principalement par le rapport publié sur l'affaire par la commission d'enquête du Sénat américain⁽¹⁾, avec ses annexes et comptes rendus d'auditions, et dans une moindre mesure à travers le rapport publié par JPMorgan elle-même⁽²⁾.

Le produit financier en cause est l'indice de dérivés de crédit, ou *Credit Default Swap Index* (CDS Index). Un CDS est un accord d'échange ou *swap* entre un acheteur de protection qui paie un *spread* périodique, calculé en centièmes de pourcent ou points de base, sur une obligation notionnelle d'un émetteur particulier, et un vendeur de protection qui s'engage à payer l'intégralité du capital notionnel à l'acheteur de protection en cas d'événement de crédit, le plus souvent en cas de défaut. La plupart des CDS font l'objet de cotations en continu et leurs *spreads* reflètent l'évolution des primes de risque affectées par les intervenants des marchés aux émetteurs des obligations sous-jacentes. Ils sont donc en relation avec le rendement exigé de l'émetteur par les investisseurs obligataires, sans que les opérateurs du marché des CDS aient à intervenir sur le marché obligataire (voir la Figure 1 de la page suivante). L'acheteur de protection, qui paie un *spread* fixé lors de l'achat, parie sur une hausse de ce *spread* dans l'avenir et donc sur une détérioration de la perception du risque de l'émetteur par les marchés,

(1) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations (2013)*, JPMorgan Chase Whale Trades: a Case History of Derivatives Risks and Abuses.

(2) *JPMorgan (2013)*, Report of JPMorgan Chase & Co. Management Task Force Regarding 2012 CIO Losses.

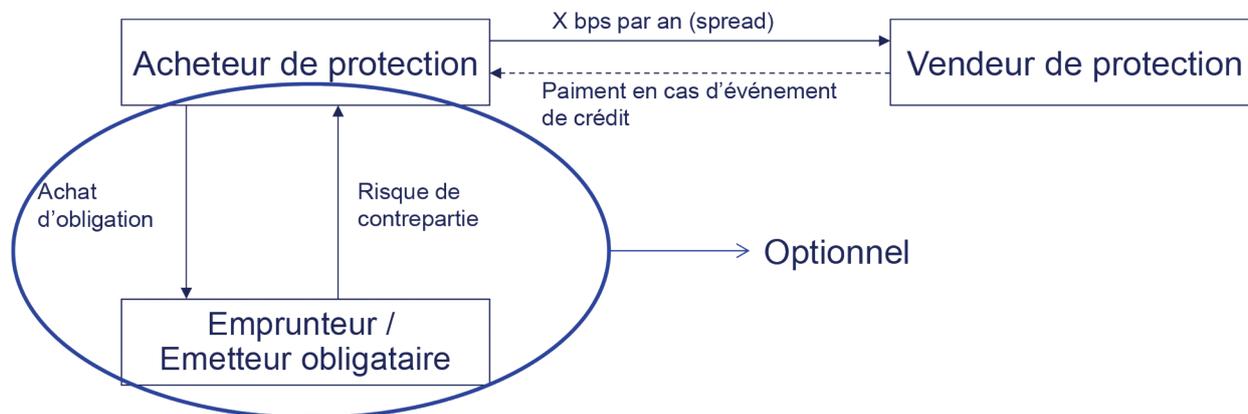


Figure 1 : Principe du *Credit Default Swap* (CDS).

tandis que le vendeur de protection, qui perçoit un *spread* fixé lors de la vente, parie sur une baisse de ce *spread* dans l'avenir et donc sur une amélioration de la perception du risque de l'émetteur par les marchés⁽³⁾. Le gain espéré, dans les deux cas, se fait au débouclage de la position, quand la prise de position inverse permet de gagner sur la différence de *spreads*.

Les CDS ont connu dans le courant de la dernière décennie une faveur extraordinaire sur les marchés financiers, la taille notionnelle agrégée de tous les CDS existants, c'est-à-dire le volume agrégé de toutes les obligations sur lesquelles les *spreads* sont calculés, passant de 3 à plus de 60 trillions de dollars en quatre ans, de 2003 à 2007, pour redescendre à partir de la crise de 2008 jusqu'à ne plus représenter que 4 trillions de dollars aujourd'hui. Plusieurs banques d'affaires avaient fait des CDS un usage très important dans les années qui menèrent à la crise de 2008. Elles fabriquaient des CDS sur des obligations de *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), ces obligations de titrisation de prêts immobiliers qui transformèrent le ralentissement immobilier américain en crise financière et économique mondiale, et achetaient de la protection sur ces CDO auprès d'institutions très variées⁽⁴⁾. AIG, le principal assureur américain, vendit tant de protection qu'il ne dut son salut qu'au soutien massif des autorités fédérales, et la BVG, la société publique du métro de Berlin, dut plaider auprès des tribunaux son incompetence financière pour réussir à ne pas payer 200 M\$ à JPMorgan au titre d'un CDS dans lequel BVG avait accepté de vendre de la protection à JPMorgan.

Pour JPMorgan comme pour d'autres banques, essentiellement nord-américaines, au milieu des années 2000, les CDS étaient un produit à utiliser, qui permettait à la fois une couverture ou une espérance de gain très élevée en achat de protection, un flux régulier de paiements en vente de protection et des profits de *trading* avec un moindre engagement en capital que sur le marché obligataire. JPMorgan cependant n'a pas été la première banque américaine à y avoir recours, et son utilisation des CDS avant la crise avait été moins spectaculaire que celle de Goldman Sachs aux dépens d'AIG, qui devait mener en 2010 la banque d'affaires américaine la plus connue à

une transaction coûteuse avec les autorités américaines. JPMorgan est une banque d'affaires mais aussi une banque commerciale avec des dépôts importants de sa clientèle, sa gestion est donc *a priori* moins encline à la prise de risques que celle de Goldman Sachs ou de Morgan Stanley avant la crise. Toutefois, en 2006, la direction de la banque décida d'évoluer vers une couverture globale de l'activité de prêts de la banque. Cette stratégie de couverture fut confiée à un département, le *Chief Investment Office* (CIO), dont la directrice dépendait directement du président de JPMorgan et dont la mission avait été jusqu'alors d'investir prudemment quelque 350 milliards de dollars représentant l'excédent des dépôts bancaires sur les prêts consentis par la banque. Jusqu'en 2006, cet investissement se faisait essentiellement depuis une équipe de New York, sur des produits aussi peu risqués que des obligations du Trésor américain. La couverture globale de l'activité de prêts de JPMorgan, dont le CIO avait désormais la charge, fut confiée à une équipe européenne basée à Londres et recrutée à cette fin. L'instrument que les Européens mirent en œuvre à partir de 2007 fut l'indice de dérivés de crédit.

2007 est en effet l'année de la création, par la société Markit, d'indices permettant à des opérateurs de prendre des positions sur du risque obligataire agrégé par secteur, type d'émetteur obligataire ou zone géographique. Ces indices regroupent un grand nombre de CDS dont chacun fait référence à une obligation particulière. Par rapport à l'indice de CDS comme par rapport au CDS, il existe deux positions possibles pour l'investisseur : acheteur ou vendeur de protection. L'acheteur de protection paie un *spread* au vendeur de protection et reçoit du vendeur de protection, en cas de défaut d'un des composants de l'indice, un paiement proportionnel au poids de ce composant dans l'indice. Le plus souvent, le *spread* est un

(3) Voir VALÉRIAN F. (2016), « Crise bancaire en Islande et prophétie auto-réalisatrice : chronique d'une banqueroute annoncée (2006-2008) », in *Annales des Mines, série Réalités industrielles*, août.

(4) Voir notamment, à ce sujet, *National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report*, pp. 139-146.

coupon fixe déterminé lors du lancement de l'indice, par exemple 60 points de base sur un notionnel de 10 000 qui est la valeur de l'indice à son lancement, mais la valeur de l'indice évolue dans le temps. Lorsqu'elle a augmenté par rapport au niveau de lancement, l'acheteur de protection reçoit, et le vendeur de protection verse, dès la prise de position, la différence entre la valeur de l'indice lors de la prise de position et sa valeur à l'origine. Lorsque la valeur de l'indice a baissé, c'est l'inverse : l'acheteur de protection verse, et le vendeur de protection reçoit, dès la prise de position, la différence entre la valeur de l'indice à l'origine et sa valeur lors de la prise de position.

On voit bien ainsi que l'intérêt du vendeur de protection est à une hausse de l'indice, car il gagne alors en dénouant sa position et en devenant acheteur de protection, quand l'intérêt de l'acheteur de protection est à une baisse de l'indice, car il gagne en dénouant sa position et en devenant vendeur de protection. On dit donc du vendeur de protection qu'il est acheteur de l'indice et de l'acheteur de protection qu'il est vendeur de l'indice (voir la Figure 2 ci-après). Tout se passe donc comme si l'acheteur de l'indice et vendeur de protection achetait un panier d'obligations tandis que le vendeur de l'indice et acheteur de protection vendait à découvert un panier d'obligations, si ce n'est que les engagements en capital sont bien plus faibles que pour des interventions directes sur le marché obligataire.

On comprend assez aisément qu'il existe un lien théorique et, le plus souvent, réel, entre le marché des CDS ou celui des indices de CDS, et le marché obligataire. Les deux types de marché sont en effet gouvernés par les mêmes risques obligataires, et l'arbitrage ne peut donc que coordonner les hausses ou baisses d'un indice de CDS avec les mouvements des obligations sous-jacentes aux CDS qui le composent. Cependant la valeur de l'indice évolue selon l'offre et la demande pour l'indice selon le mécanisme commun à presque tous les actifs financiers cotés. Or, le lien permis par l'arbitrage ne fonctionne bien que sur des marchés suffisamment profonds, où l'on trouve acheteurs et vendeurs sur une gamme presque continue de prix. Quand un marché comprend peu d'intervenants, une valeur peut beaucoup monter ou descendre parce que des ordres acheteurs ou vendeurs ne trouveront pas de contrepartie. À la fin des années 2000, il n'y avait que

quatre banques américaines qui se partageaient 90 % du marché des CDS et de leurs indices, JPMorgan étant le plus gros intervenant. Le marché des indices de CDS était peu profond et présentait donc un risque important de contrepartie.

Cette particularité du marché est négligée par les équipes de JPMorgan quand elles bénéficient au printemps 2006 d'une *New Business Initiative Approval* les autorisant à prendre des positions sur CDS pour couvrir l'exposition cyclique de la banque au crédit, et qu'elles se lancent au début de 2007 dans le *trading* d'indices de CDS⁽⁵⁾. Il en résulte un portefeuille de positions, modeste à l'origine, qui prend en 2008 le nom de SCP. En 2008, la taille du notionnel du SCP, c'est-à-dire le montant agrégé sur lequel sont calculés les *spreads* et les paiements en cas de défaut, atteint 4 milliards de dollars, montant non négligeable, mais qui n'expose, sauf catastrophe de marché, qu'à des pertes maximales de quelques dizaines de millions de dollars, ou quelques points de pourcentage du notionnel.

On constate dès l'été 2008 une évolution dans la stratégie du CIO. Initialement elle était tournée vers une couverture et était donc censée être prudente, même si la notion de couverture d'une exposition globale au risque de crédit est floue, car elle ne se met pas en œuvre titre par titre avec une réduction de volatilité que l'on pourrait calculer pour chaque risque individuel. En juillet 2008, un élément vient renforcer le caractère spéculatif du *trading* du CIO, avec le lancement d'un programme qui bénéficie de défauts de taille importante sur des émetteurs à haut risque⁽⁶⁾. Il s'agit donc d'acheter de la protection sur des indices de CDS composés à partir d'émetteurs à haut risque, dont les taux obligataires sont plus élevés. Le *spread* versé pour la protection est plus élevé que sur d'autres indices, mais la probabilité est plus forte d'un défaut sur l'un des composants de l'indice, avec un gain très élevé pour les acheteurs de protection. Il s'agit d'une stratégie qui s'éloigne des préoccupations de couverture, car elle ne

(5) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, JPMorgan Chase Whale Trades...*, op. cit., Exhibits 4 et 91.

(6) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, JPMorgan Chase Whale Trades...*, op. cit., Exhibit 91.

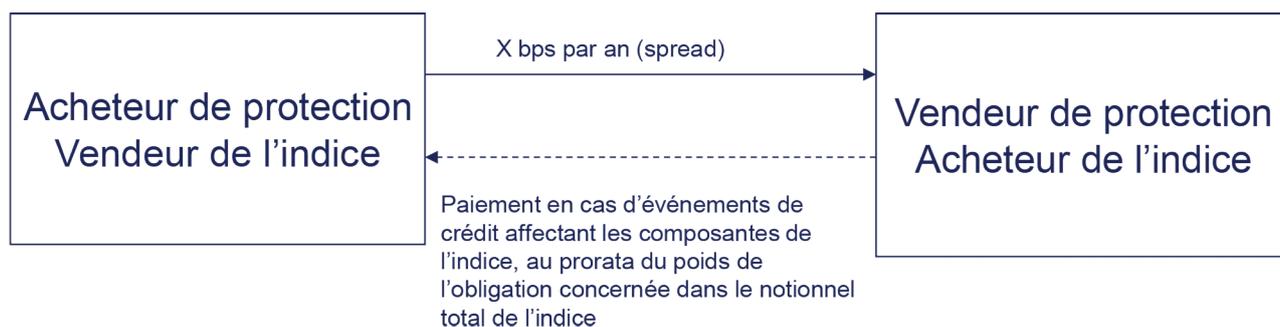


Figure 2 : Principe de l'indice de CDS, ou indice de dérivés de crédit.

correspond pas nécessairement à un achat d'obligations sur ces mêmes émetteurs visés par l'indice, mais qui en tant que stratégie spéculative est décidée à un moment extraordinairement opportun, à quelques mois de la crise financière et économique qui éclate à la fin de 2008 et accroît brutalement les probabilités de défaut. JPMorgan mène alors une stratégie cohérente avec ses achats de protection contre des CDO et ceux d'autres banques d'affaires.

En 2009, cette stratégie porte ses fruits, ou plus exactement un fruit, mais du fait de la structure des CDS et de leurs indices un seul gain suffit à rendre une année très rentable. En juin 2009, General Motors dépose le bilan. Le SCP contenait une position acheteuse de protection contre un défaut de la grande firme automobile et l'équipe du CIO gagne en 2009 plus d'un milliard de dollars, à comparer à 170 millions de dollars en 2008⁽⁷⁾.

Si l'activité du CIO devient plus spéculative, ce n'est pas ainsi que le management de JPMorgan la considère. La crise accroît en 2009 le déséquilibre entre engagements et dépôts, avec une réduction des engagements et la nécessité de trouver pour les dépôts en excès des engagements peu risqués. Telle est la mission du CIO, qui obtient donc des ressources supplémentaires pour faire gonfler son portefeuille de positions dans les indices de CDS.

L'année 2010 semble dans les sources disponibles une année de contraction du SCP. La directrice, souffrante, est absente pendant une bonne partie de l'année, les tensions sont fortes entre le bureau de New York, très hostile au risque, et le bureau de Londres qui gère le SCP⁽⁸⁾, enfin, et surtout, la conjoncture économique s'améliore, le risque de crédit diminue et donc le besoin se fait moins sentir d'une couverture globale contre ce risque. La décision est donc prise en janvier 2010, et mise en œuvre en juin 2010, de réduire le SCP. Toutefois, cette réduction est limitée par la tension entre les deux objectifs du SCP, qui n'apparaissent jamais dans un seul et même document et ne semblent donc jamais avoir été harmonisés : si le SCP sert à une couverture globale, il sert aussi à se ménager la possibilité de gains importants en cas de défauts, et le SCP à la fin de 2010 est maintenu du fait de ce dernier objectif⁽⁹⁾.

C'est même l'objectif spéculatif qui l'emporte, en 2011. Dès la fin de 2010, la directrice du CIO défend fermement la gouvernance du SCP devant des inspecteurs de l'OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*), l'autorité américaine régulatrice des dérivés, et elle insiste sur le fait que les décisions d'investissement sont faites en étant pleinement comprises par le management, y compris le président de la banque⁽¹⁰⁾. Les entretiens d'évaluation du début de 2011 montrent l'importance que revêt la possibilité de gains substantiels au travers du *trading* du SCP : le principal *trader* est incité à reproduire des gains sur les défauts d'émetteurs à risque, et tout en haut de la pyramide la directrice du CIO laisse entendre au responsable du bureau de Londres qu'il pourrait un jour lui succéder et remporter ainsi sa bataille contre le bureau de New York⁽¹¹⁾. À partir de juin 2011, les marchés de crédit se

détériorent de nouveau, notamment avec la crise de l'Eurozone. Le CIO voit dans cette détérioration l'opportunité de nouveaux gains, semblables à celui de 2009 avec le défaut de General Motors. Le SCP change de taille, multipliant son notionnel par 12 et passant en 2011 de 4 à 51 milliards de dollars. La stratégie d'achat de protection et vente des indices s'intensifie à l'automne et finit par être couronnée de succès : American Airlines dépose le bilan en novembre 2011, rapportant environ 400 millions de dollars au CIO.

En décembre 2011, le CIO se retrouve dans une tension entre l'objectif spéculatif et l'objectif de couverture globale. La direction du CIO demande à ses *traders* de recréer la situation d'American Airlines, car le CIO aime les options à bon marché⁽¹²⁾. Toutefois, au sein de l'état-major de JPMorgan, les interrogations resurgissent sur l'intérêt de conserver un tel portefeuille de positions sur les indices de CDS, et ce pour deux raisons⁽¹³⁾ : l'amélioration des conditions de marché, qui rend moins nécessaires les stratégies de protection, et la nécessité nouvelle de réduire les actifs utilisés pour le calcul des nouveaux ratios prudentiels de Bâle 2.5, actifs sur lesquels pèsent les positions du SCP.

La directrice du CIO demande alors à ses *traders* d'estimer les coûts d'un dénouement des positions du SCP. La réponse lui parvient le 29 décembre sous la forme d'un tableau avec différentes options selon l'importance de la part supprimée dans le portefeuille. La plus lourde des options estimées ne concerne qu'une réduction du portefeuille à hauteur de 35 % et coûterait 516 millions de dollars. La directrice demande alors aux *traders* de voir s'il est possible de réduire les actifs utilisés pour les ratios de Bâle, tout en évitant une vente panique (*fire sale*)⁽¹⁴⁾.

Cet échange interne au CIO, à la toute fin de 2011, marque un tournant dans l'histoire de ce département et de son portefeuille de dérivés de crédit, et le début d'une évolution catastrophique. La raison pour laquelle les coûts de dénouement des positions sont très élevés, raison non explicitée dans les *mails* et documents internes, est la faible profondeur du marché des indices de CDS. Si la plus grosse des quatre institutions qui se partagent 90 % du marché commence à inverser ses positions pour les

(7) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., *Senate Hearings*, volume 1, p. 215.

(8) DOMINUS S. (2012), "The Woman Who Took the Fall for JPMorgan Chase", *The New York Times Magazine*, 3 octobre.

(9) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., p. 50.

(10) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., *Exhibit 70*.

(11) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., *Senate Hearings*, volume 2, p. 2008.

(12) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., p. 63.

(13) *Ibid.*, pp. 52, 60 et 61.

(14) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., *Senate Hearings*, volume 1, p. 229.

dénouer, et, par exemple, achète de l'indice quand elle était plutôt vendeuse d'indices et acheteuse de protection, ses nouvelles positions acheteuses vont considérablement déformer les prix des indices vers la hausse, contraignant l'institution à aller très loin en prix avant de trouver une contrepartie, voire inciter les autres institutions, toutes concurrentes, à ne pas se placer en contreparties avant qu'un niveau très élevé de prix, et donc de pertes, ait été atteint. Une possibilité d'action pour le CIO dans son ensemble aurait été de constater l'erreur collective d'une prise de positions aussi massives sur un aussi petit marché, et de mettre en œuvre la stratégie difficile et coûteuse de la réduction, voire de l'élimination du portefeuille. Il aurait fallu alors expliquer au management de la banque et à son président, qu'une stratégie présentée et perçue depuis plusieurs années comme sûre et parfois très rentable, était en fait très risquée car irréversible, sauf à un coût qui aurait effacé probablement tous les gains des années précédentes.

Collectivement, de la directrice du CIO jusqu'à ses *traders* de Londres, ce n'est pas ce que le CIO choisit de faire. La stratégie retenue à partir de janvier 2012, largement définie par les *traders* du bureau de Londres du fait de sa complexité, est de tenter de diminuer le montant d'actifs de Bâle en ajoutant aux positions majoritairement acheteuses de protection des positions vendeuses de protection, tout en se réservant la possibilité d'être acheteur de protection sur du risque obligataire important, dans l'espoir d'un nouveau défaut.

Dès le mois de janvier, un événement se produit qui mécontente évidemment les *traders*, et les inquiète. Le 19 janvier, Eastman Kodak dépose le bilan alors que le CIO est devenu vendeur de protection sur un indice qui contient un CDS Eastman Kodak. C'est donc l'inverse des défauts de General Motors et d'American Airlines, JPMorgan doit payer le capital notionnel au lieu de le recevoir, et la perte est d'environ 50 millions de dollars⁽¹⁵⁾. À l'inquiétude suscitée par cet événement, qui semble remettre en cause la stratégie d'ajout de positions vendeuses de protection, s'ajoute une inquiétude plus fondamentale liée à l'évolution des marchés obligataires. La situation de l'économie mondiale s'améliore sensiblement à partir du début de 2012, les marchés d'actions retrouvant peu à peu des niveaux proches de ceux d'avant la crise de 2008 et les marchés obligataires, de façon corrélée, baissant en taux et augmentant en valeur. Il en résulte sur les CDS un rétrécissement des *spreads* et une hausse de la valeur des indices qui les regroupent. Or, les mouvements de valeur des indices doivent être reflétés comptablement au jour le jour sur les positions acheteuses et vendeuses de l'indice – vendeuses et acheteuses de protection – dans le bilan de la banque. Le rétrécissement général des *spreads* qui se produit au début de 2012 est d'une ampleur que la banque n'avait pas connue depuis la formation du portefeuille de crédit synthétique. La structure de ce portefeuille, encore majoritairement vendeuse d'indice et acheteuse de protection, en souffre et les pertes commencent à s'accumuler : 50 millions de dollars en janvier, qui s'ajoutent aux 50 millions d'Eastman Kodak, 69 millions en février.

Il semble que les *traders* de Londres aient alors entrepris une stratégie très complexe, jouant entre autres sur les maturités des différentes obligations de référence des indices, pour tenter de renverser la situation, et qu'ils aient aussi lutté contre la hausse des indices en en vendant toujours plus, ce qui fait que la taille notionnelle du SCP passe en trois mois, du début de janvier à la fin de mars, de 51 à 157 milliards de dollars. Si l'on applique à une telle taille quelques points de pourcentage, on mesure aussitôt que le risque de perte du portefeuille, limité jusqu'au début de 2011 quand la taille notionnelle était quarante fois plus faible, atteint désormais plusieurs milliards de dollars.

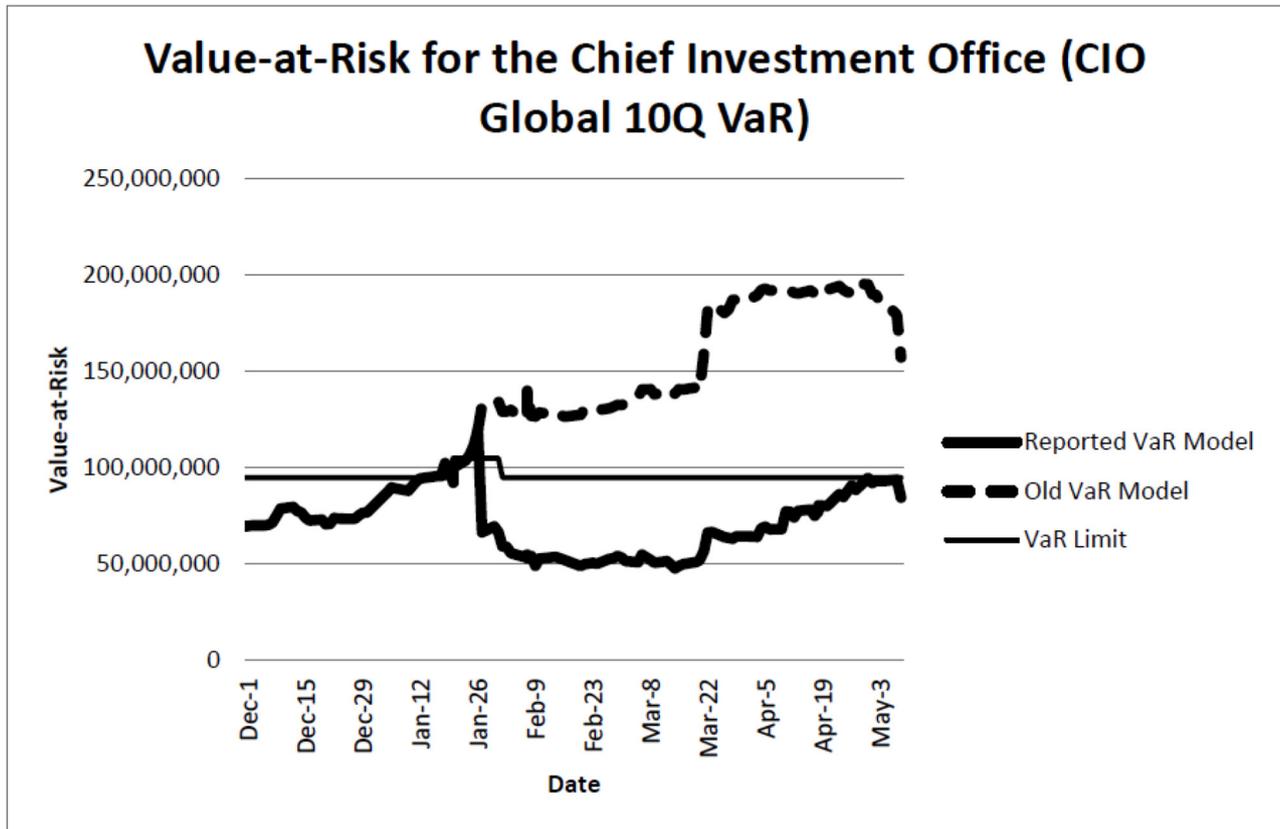
Les banques disposent d'outils pour empêcher leurs différents départements de prendre trop de risques, le principal de ces outils étant (depuis une vingtaine d'années) le calcul de la *Value at Risk* (VaR), qui est la perte maximale qu'un portefeuille donné peut subir sur une certaine période de temps et avec une probabilité supérieure à un certain niveau. Le calcul de la VaR dépend donc de la loi de probabilité retenue en fonction des caractéristiques du portefeuille et de la performance passée de ses composantes. La difficulté de calculer une VaR pour les indices de CDS résidait dans le caractère très nouveau de ces produits. Avec la méthode retenue lors de l'approbation interne du SCP, la limite autorisée aurait été franchie largement dès janvier 2012. Cependant, dès la mi-2011, le CIO avait entrepris de convaincre le département des risques de JPMorgan de la nécessité d'adopter un calcul de VaR moins pénalisant pour le SCP, et il en résulta, à la fin de janvier 2012, la mise en œuvre d'un nouveau calcul grâce auquel l'expansion du notionnel du SCP pouvait désormais se faire sans franchir la limite maximale (comme le montre la Figure 3 de la page suivante).

Les ordres massifs de vente d'indices, censés faire s'élargir les *spreads* et baisser la valeur des indices, se heurtent cependant à la faible profondeur du marché des indices de CDS. Les quelques autres banques présentes sur ce marché identifient au plus tard en mars 2012 que JPMorgan est à l'origine de ces mouvements, et bien évidemment elles ne se pressent pas pour acheter, ce qui limite les transactions. Les *traders* de JPMorgan ne parviennent pas à lutter contre le mouvement de fond parti des marchés obligataires et ne font qu'accroître leurs pertes en accroissant leur portefeuille. Les pertes du premier trimestre se montent à 719 millions de dollars, et le 23 mars, la directrice du CIO donne instruction aux *traders* de raccrocher les téléphones, c'est-à-dire de cesser toutes transactions⁽¹⁶⁾.

Les positions déjà constituées du portefeuille continuent néanmoins de perdre de l'argent après la fin des transactions, et les pertes totales se stabilisent en septembre 2012, après dénouement des positions, à 6,2 milliards de dollars.

(15) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., p. 65.

(16) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations*, JPMorgan Chase Whale Trades..., op. cit., p. 85, JPMorgan, Report of JPMorgan Chase..., op. cit., p. 45.



Source: Subcommittee chart created from data provided by JPMorgan Chase, JPMC-Senate/Levin 000155-6.

Figure 3 : *Value at Risk* du *Synthetic Credit Portfolio* selon les anciens et nouveaux modèles de calcul.

Les autorités américaines engagent contre JPMorgan et plusieurs *traders* du CIO, de différents niveaux hiérarchiques, des poursuites pour défaut d'information sur la nature des produits utilisés avant 2012 et sur les pertes subies au début de 2012, ainsi que sur les méthodes utilisées pour comptabiliser ces pertes.

Au-delà de ces procédures, pour certaines toujours en cours, on peut tirer quelques conclusions de cette affaire sur la gouvernance des banques. La complexité des produits et de leurs marchés pose évidemment problème, tant il y avait peu de gens chez JPMorgan pour comprendre les risques liés à une activité présentée comme essentiellement de couverture. Les discussions internes sur la *Value at Risk* n'étaient pas facilitées par ce faible niveau de compréhension et ne pouvaient donc que s'orien-

ter dans le sens souhaité par la partie désireuse de continuer dans son *trading*. Enfin, l'obstination des différents niveaux hiérarchiques d'un département à poursuivre le *trading* en 2012, alors que les coûts d'un démantèlement éventuel du portefeuille étaient connus depuis décembre 2011, peut être mise en rapport avec les rémunérations des principaux protagonistes en 2011, de 6,8 à 14,5 millions de dollars⁽¹⁷⁾, et avec ce constat souvent vérifié : plus on gagne d'argent, plus on craint de perdre son emploi.

(17) *United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations, JPMorgan Chase Whale Trades...*, op. cit., *Exhibit 1h*.