

Effondrement du système financier : l'indispensable explication technique de détail.

Posté le : 22 septembre 2008 15:33 | Posté par : Blog du cercle des économistes e-toile

Catégorie: Actualité chaude, Concepts fondamentaux, Analyse sectorielle, Histoire économique récente

Cette étude explique comment CDS et CDO, produits dérivés dérivants, ont fait sauter les banques d'affaires américaines et mis le monde en risque d'une récession gravissime.

1. Bien comprendre ce que sont les produits dérivés

Le marché hors bourse des dérivés porte essentiellement sur les options, les contrats à terme de gré à gré (à distinguer des options et des contrats à terme standardisés qu'on trouve sur les marchés boursiers) et les accords de crédit croisé (ou swaps). Les options et contrats à terme sont taillés sur mesure pour satisfaire les besoins de la contrepartie, mais leurs structures sont les mêmes que celles de leurs équivalents négociés en bourse. Les swaps, chouchous des dérivés, accaparent la grande majorité des opérations. Ils consistent essentiellement en une entente entre deux parties qui acceptent de s'échanger des flux de trésorerie sur la base du montant notionnel d'un élément sous-jacent : dette, monnaie, produit de base, indice.

Le swap classique associe deux parties qui veulent changer la structure de taux d'intérêt de certains passifs. La Banque A, qui paie un taux fixe sur les comptes des déposants, disons 2,5 %, convient de payer un taux fixe équivalent à la Société B. En retour, la Société B, qui paie un taux variable sur sa dette, paie désormais un taux variable à A. Ce taux variable évolue normalement en relation avec le taux interbancaire offert à Londres (TIOL ou LIBOR; CDOR au Canada), auquel on ajoute un écart pour égaler le niveau du taux fixe. Si le CDOR augmente, B doit payer A de plus en plus tout en recevant un revenu à taux fixe de A. Si le CDOR baisse, la situation de B devient plus rentable tandis que A perd une occasion de profit. Dans ce type d'opération de swap, la banque peut faire de l'argent de plusieurs façons. Par exemple, au moment de «vendre» un taux fixe à 2,5 %, elle sait qu'elle peut par ailleurs signer un contrat par lequel elle recevrait un taux de 2,58 %, contrat qu'elle signe.

Pourquoi toutes ces voltiges? Le swap permet à chaque partie de mieux gérer ses risques de taux d'intérêt tout en évitant à la Société B le coût de vendre ses prêts pour en contracter de nouveaux. Des structures similaires, relativement simples, prévalent dans le cas de swaps de taux de change, de devises et d'actions, couramment utilisés par les banques. Les dérivés peuvent aussi revêtir des formes exotiques, surtout lorsqu'on les combine avec des options et des contrats à terme : swaps montagnes russes, swaps corridors, swaps avec participation à la hausse des taux, et une variété infinie de « swaptions ». Certaines structures de deuxième et de troisième génération dépendent de plusieurs événements. Leur complexité devient telle qu'il faut faire appel à des spécialistes en ingénierie financière pour structurer les modèles financiers et évaluer leur validité.

Les swaps sur défaillance (credit default swaps, CDS) sont une des plus récentes moutures de dérivés : une partie, généralement un investisseur institutionnel, assure une obligation ou un prêt, normalement détenu par une banque, en échange d'une «prime» mensuelle ou trimestrielle. En cas de défaut de l'emprunteur, l'investisseur doit payer à la banque la perte subie. En 2004, les CDS ont bondi de 134 % aux États-Unis, selon le Bureau du contrôleur de la monnaie. La British Bankers' Association les évalue à 5 billions \$ US et croit qu'ils dépasseront les 8 billions à la fin de 2006. Les titres adossés à des créances avec flux groupés (collateralized debt obligations, CDO) constituent une nouvelle forme de titrisation. Des portefeuilles de titres de créances sont découpés en tranches reflétant le risque de crédit qui y est rattaché. Un prix est attribué à chacune des

tranches, que l'on vend à des investisseurs institutionnels. Plus récemment, les CDO ont commencé à contenir des CDS et parfois d'autres CDO, ce qui tend à compliquer la complexité. Leur effet de levier financier s'en trouve fortement accru et s'apparente alors à celui des options. Inutile de dire que rapidement plus personne ne comprend rien au risque encouru alors que le leverage augmente. La diffusion de ces produits dans des sicav de trésorerie ou des fonds d'épargne met le comble à l'ignorance et à la confusion. Chaque décideur de bonne foi croit maîtriser son risque mais le voile technique est tel qu'il prend inconsciemment des risques effroyables.

2. La responsabilité des SWAPS et de leurs produits dérivés dans l'effondrement financier

Il est vrai que tous ces produits sont hautement mathématisés. Ce sont les travaux de Scholes et Merton (prix nobel d'économie) qui forment la base de tout l'édifice. Le calcul de la prime dépend en effet de celui des spreads et de multiples autres considérations qui rendent l'analyse du risque à peu près impossible pour les responsables du contrôle de crédit qui en sont réduits à vérifier que « les autres y vont » et que cela paraît « moderne », donc ne pas y aller serait une marque de crétinisme invouable.

Il est intéressant de noter que l'échec de LTCM en 98 n'a pas été une leçon suffisante. Quelques années plus tard on a repris la martingale mais elle n'était plus le fait des Hedge funds mais des institutions financières majeures du monde de la banque et de l'assurance des Etats-Unis. Lehman Brothers était le leader incontesté des CDS et des CDO. AIG le grand assureur récemment nationalisé a augmenté de 108% son exposition à ces produits chaque année depuis 2004 aboutissant de plus de 70 milliards de dollars de contrats qui aujourd'hui ne valent pratiquement rien.

L'important c'est que ces opérations « hors bourse » et « hors bilan » échappaient totalement aux lois prudentielles qui régissent l'activité des banques. Aux États-Unis, le Commodity Futures Modernization Act de 2000 les a spécifiquement exclus de la réglementation qui s'applique aux options et aux contrats à terme négociés en bourse. Afin de justifier cette surprenante décision, le législateur a jugé que le marché hors cote des dérivés fait intervenir des joueurs aguerris, capables de s'auto-réglementer. La bulle a pu se développer comme une hernie gigantesque et invisible. Des dettes douteuses ont vendues à l'étranger et ont été considérées comme des actifs par les banques acheteuses !

La chute simultanée de Lehman et de AIG démontre mieux que tout raisonnement la responsabilité majeure des CDS et des CDO, c'est-à-dire des swaps mathématisés et mystifiants, dans la crise actuelle.

L'emploi de ces techniques a été rendu séduisant du fait de taux d'intérêt si bas (voire négatif) que les banques ne pouvaient plus gagner d'argent que sur des opérations de prêts énormes et risquées. L'augmentation du levier permettait de spéculer avec moins de capitaux sur des volumes très importants.

La responsabilité de Greenspan, l'ancienne idole des bourses, est écrasante. Il a d'une part généré l'énorme inondation financière à l'origine de toutes les bulles depuis 20 ans mais aussi adoubi la technique des swaps dangereux. Dans un discours prononcé en mai 2005 devant la Banque de la réserve fédérale de Chicago, il indiquait : « Comme on le reconnaît généralement, le développement des dérivés de crédit a contribué à la stabilité du système bancaire en permettant aux banques, surtout les plus grandes et les plus significatives au plan systémique, de mesurer et de gérer plus efficacement leur risque de crédit. »

Résultats ce sont les banques les plus « systémiques » qui ont flanché ! Il est à noter que la première à être lâchée sera Bear Stearns : elle a ainsi payé son refus de participer au sauvetage de LTCM en 98 ! Les banquiers sont moutonniers mais n'aiment pas les moutons noirs.

Deux autres questions méritent d'être abordées. Les CDS n'ont-ils concernés que les prêts immobiliers et si oui pourquoi ? L'affaire est-elle purement nationale américaine ?

Le marché immobilier a été stimulé par des taux d'intérêt extrêmement bas et la quantité de transactions en même temps que les prix ont explosé. Ils ne pouvaient le faire qu'alimentés par le crédit. Plus le niveau de risque était haut plus le besoin de hedging était fort et aussi celui de trouver le moyen de satisfaire la demande énorme hors ratios Cook et autres contraintes. Il est donc le support majoritaire des CDO et des CDS. Mais il n'est pas le seul. Et de nombreux encours internationaux ont fait l'objet de contrats du même type. Par exemple le marché des LBO a boomé et les prêts associés ont fait l'objet massivement de CDS. C'est également le cas des spéculations sur les matières premières, le pétrole et sur l'or. En fait chaque bulle spéculative a entraîné une émission de CDS afin de permettre un levier plus important en dehors des règles de sécurité bancaire. Le repli « inexplicable » des cours du pétrole et des autres marchés spéculatifs est du au dénouement en catastrophe des positions prises sur ces marchés du fait de la faillite de Bear Stearns et des inquiétudes sur Lehman Brother qui étaient déjà très fortes en juin 2007.

Cela répond en partie à la seconde question : non l'affaire n'est pas purement américaine. A la fin de 2004, le PIB américain de 12 billions \$ US était 7,3 fois inférieur à la valeur notionnelle de tous les dérivés détenus par les banques du pays, et 20 fois moindre que le total mondial. Depuis l'encours a été multiplié plusieurs fois entraînant dès 2006 des sueurs froides à la Banque des Règlements internationaux dont aucun des rapports n'a trouvé d'écho dans la presse française. C'est pour cette simple raison que le contribuable américain ne pourra EN AUCUN CAS résoudre le problème mondial de la déconfiture des produits dérivés.

Le Cercle des Economiste E-toile dénonce depuis des années le système des changes flottants. Il faut savoir que ce système a imposé le développement d'un marché gigantesque de swap monétaire. L'effondrement de ce marché peut entraîner une contraction considérable, de type 1929, du crédit et de l'offre de monnaie, sur les marchés de change, pouvant aller jusqu'à la déflation tourbillonnante. Depuis des lustres les plus avertis s'inquiètent de voir que les mouvements financiers n'ont plus aucune corrélation avec les mouvements physiques de marchandises ou de service. Les swaps en sont le vecteur principal. Il est anecdotique mais révélateur de noter qu'une banque de l'Allemagne a continué ses opérations de swap alors que Lehman Brother était déjà sous « chapitre 11 », perdant illico sa contrepartie.

Tous les modèles mathématiques qui servent à évaluer les actifs virtuels que sont les produits dérivés sont basés sur des hypothèses irréalistes sur ce qu'est ou n'est pas une loi « normale » en finance. Ils ne tiennent pas compte de la faillite d'un système ni des changements brutaux dans les paramètres. Ils donnent un faux sentiment de sécurité. Combien de fois avons-nous entendu cette antienne : les changes flottants ne sont pas un problème ; nos modèles savent en tenir compte parfaitement. En vérité ils ont généré un trafic financier hors de proportion avec des risques incontrôlables.

La crise actuelle comme celle de 1998 est bien à nouveau une crise des changes flottants et des déséquilibres effroyables qu'ils permettent, dont la solution de 1974 à 2000 a toujours consisté à inonder de crédits la planète. Cette humidité entretenue a dopé la croissance de champignons financiers particulièrement toxiques dont le monde, et les Etats-Unis, vont bien être obligés de se purger.

Ce n'est plus un Keynes qu'il nous faut mais le Dr House !

Documents rassemblés et mis en forme par Karl Peiper pour le Cercle des Economistes E-toile.