


Philippe Thaire et François Vinçotte

# Chronique du prochain Krach bancaire



*Dérive des produits  
ou produits dérivés ?*

les éditions  
de l'officine 

**EXTRAIT DU LIVRE**

- Les principaux responsables ne sont pas ceux qui ont profité des erreurs existantes, mais plutôt ceux qui les ont déclenchées, à savoir les **banques**, les **agences de notation** et les **autorités de tutelle** (sans compter l'appât du gain des particuliers et de beaucoup d'entités non financières)
- Les agences de notation se sont révélées incapables de prédire les tendances, et se sont contentées de décrire le présent en portant un jugement sur les crédits (d'où leur nom de suiveurs de tendance : « trend followers »).

Elles n'ont pas toujours osé attribuer des notes reflétant la réalité à ceux qui les payaient pour le faire.

Car le système (aberrant pour celui qui en a conscience pour la première fois) fait toujours que, contrairement au bon sens, celui qui souhaite avoir un avis noté sur une entreprise ne paie pas l'audit ; car c'est le « noté » qui règle la facture.

- Le cadre réglementaire actuel (normes IFRS et les normes prudentielles internationales de type Bâle II), en forçant les banques à valoriser leurs actifs au prix du marché, qui était en forte baisse (ou souvent non existant, faute de cotation), n'a fait qu'amplifier les mouvements à la baisse de leur propre titre. Cette baisse s'est étendue aux autres titres à cause de l'interdépendance de tous les instruments financiers.

En 2008, grâce à leur capacité à absorber les chocs, à créer de nouveaux outils de gestion du risque, les Hedge Funds n'ont d'ailleurs baissé que de 20% en moyenne, alors que les marchés boursiers baissaient de plus de 50%.

D'ailleurs, constatant l'augmentation de la volatilité, les Hedge Funds réduisent massivement leur effet de levier en 2008 en le faisant passer de 4 au début de l'année, à 2,5 au début de l'été, et enfin à 1,5 en fin d'année.

Pendant ce temps-là, certaines banques présentent un levier moyen égal à 30 à 50 fois leurs fonds propres, tandis que les Hedge Funds voient le leur flotter autour de 5 !

Toutefois les banques, contrairement aux Hedge Funds, ont des dépôts importants qui leur donnent davantage de stabilité.

**Cela signifie que tous les acteurs, y compris les Hedge Funds, perdent de l'argent quand la subjectivité, l'irrationnel et la panique s'emparent des acteurs du marché.**

**Voyons comment, dans un tel climat, l'effet de levier peut avoir un résultat opposé aux attentes quand la défiance s'installe.**

Un fonds achète des titres pour 100 Euros en empruntant 85 et en utilisant son propre capital pour le complément, soit 15.

Il est alors possesseur d'un actif qui vaut 100-85 (son crédit à rembourser) =15. L'effet de levier est de 100/15.

Si la valeur des titres décroît de 5%, ce qui est peu, le fonds doit toujours 85 à son prêteur et est propriétaire potentiellement de 100-5 = 95.

Le fonds voit alors son actif être égal à 95 - 85 (toujours à rembourser)= 10.

L'effet de levier devient 95/15 (mise initiale) soit 6,33.

Mais, comme cela est le cas en général, le fonds s'est engagé au moment de l'emprunt à maintenir son actif à 15% de la valeur des titres (margin call).

Le fonds a alors le choix entre :

Racheter des titres à une valeur de 4,25

(pour obtenir 14,25 et faire que  $14,25 / 95$  soit toujours égal à 15%)

ou

Vendre des titres pour  $95 - 66,66 = 28,44$

(pour faire encore que  $10 / 66,6 = 15\%$ )

Mais s'il a le sentiment que la garantie de valeur des titres est en forte baisse, le prêteur peut (par contrat) exiger du fonds qu'il élève sa participation à 25%.

Le fonds n'a, dans ce deuxième cas, d'autre choix que vendre 55 pour ne plus posséder que 40 ( $10/40=15\%$ ).

Ce simple exemple montre qu'une faible baisse, à l'origine de 5, peut réduire la valeur de l'actif possédé de  $100 - 40 = 60$  tout simplement à cause d'une crise de confiance.

Ce cas est susceptible de se reproduire des centaines de milliers de fois et provoquer des ventes « obligatoires ou contractuelles » de titres avec cette fois-ci pour conséquence une baisse générale des titres.

**Une fois encore nous constatons l'effet pervers des achats avec fort endettement sur l'économie en général dans la mesure où cette méthode finit par atteindre l'épargne des actionnaires privés qui voient fondre leur patrimoine.**

L'une des racines de la crise réside dans l'utilisation excessive du crédit à des fins spéculatives.

## ***5 Le rôle des compagnies d'Assurances et la création des CDS.***

Les compagnies d'Assurances vendent un contrat à l'émetteur d'un crédit pour le protéger de la faillite de son emprunteur. Et l'emprunteur a besoin que sa solvabilité soit « notée » pour que le prêteur lui procure des fonds. Certaines sociétés d'assurance se sont spécialisées dans le passé sur l'assurance des obligations, essentiellement émises par les municipalités,

garantissant à l'investisseur le paiement de l'obligation en cas de défaillance de l'émetteur.

A la recherche de plus grands profits, les assureurs commencèrent à garantir des milliards de dollars US dans ce qui devint le CDS (**Credit Default Swap** market) inventé par un jeune mathématicien, il y a quelques années. (Voir Chapitre 4).

Ce marché connut une très forte croissance, atteignant plus de 60.000 G US\$ en 2008.

Les sociétés financières expliquèrent que, avec les CDS, elles pouvaient répartir les risques mondialement. Mais la valeur de ces contrats de « ré »assurance dépendait de l'existence d'acheteurs et de leur manière d'envisager les risques. Or, aucune référence n'existait pour évaluer la solidité de ce jeune marché dans des conjonctures contraires.

## **6 Le rôle des agences de notation :**

Elles sont des sociétés privées dont le rôle est d'évaluer le risque supporté par les investisseurs.

Elles attribuent une note à chaque emprunteur potentiel (entreprise, établissements financiers, voire des Etats) en fonction de sa solvabilité apparente. Cette note détermine la qualité de la signature (engagement) de chaque emprunteur et son coût d'accès au marché de l'argent.

### **Une très bonne note (AAA) permet d'emprunter sur le marché au plus faible taux.**

Les agences de notation les plus importantes sont Standard and Poors, Moody's (1,8 G US \$ de facturations en 2008) et Fitch. Les agences de notation américaines ont été fortement critiquées pour avoir attribué, sous la pression des émetteurs, des notes (notations) trop favorables à leurs produits titrisés.

Est-ce parce que ces agences sont rémunérées par ceux qui demandent une notation ?

Or sans cette notation quasi officielle (et de préférence bonne), une société va rencontrer des difficultés à emprunter. Il est donc tentant pour elle d'influencer le plus possible l'agence de notation qui est en même temps son client.

Il est alors difficile dans ces circonstances d'éviter les conflits d'intérêt.

La SEC (autorité de tutelle des marchés américains) a fait une enquête en juillet 2008 sur les agences de notation.

Elle a conclu seulement que leurs outils étaient inadaptés à la sophistication des produits dérivés et ne leur permettaient pas d'effectuer des analyses suffisamment fines. Peu de spécialistes pensent que ce manque d'adaptation soit la seule cause de ces erreurs d'analyse.

Le constat est de toute façon désespérant même s'il ne met pas en cause la probité de qui que ce soit.

**Le cas de Monsieur X qui a acheté sa maison à crédit combine l'ensemble de ces opérations et résume assez bien la complexité du système et de la titrisation associée.**

Monsieur X a acheté une maison avec un prêt hypothécaire.

Une banque lui a avancé l'argent contre l'obligation de rembourser le prêt.

La valeur de la propriété acquise a servi de garantie à la banque.

La banque a ensuite cédé le prêt (vendu sa créance), avec ses « obligations et ses garanties » à une société financière qui a regroupé des milliers de créances semblables dans une structure financière spéciale, appelée familièrement « piscine d'hypothèques » ou « conduit » ou « entité sécurisée d'investissement » ou encore « Special Purpose Vehicle : SPV ».

Là commence le domaine de la titrisation, développé plus loin.

La mesure du risque d'un défaut (anglais « default », en français « défaillance ») de paiement sur le contrat d'origine (prêt) a permis entre temps de classer les milliers de créances par catégories ou tranches de solvabilité décroissante (principe de la titrisation).

Puis la structure financière a parfois revendu des tranches d'une solvabilité donnée à d'autres structures, de même type, désireuses de regrouper des tranches présentant cette même solvabilité.

Ce nouveau groupe de tranches homogènes a reçu ensuite une note mesurant le risque global et attribuée par une agence de notation, d'ailleurs rémunérée par les émetteurs de l'entité sécurisée, (déjà dit mais on ne le répétera jamais assez).

Tout est alors en place pour que ce nouveau groupe homogène soit vendu par actions à des investisseurs et, parmi ceux-ci, aux banques ayant vendu leurs créances et à l'origine du processus de saucissonnage (sans qu'elles en aient d'ailleurs conscience).

La société émettrice du crédit a probablement aussi acheté une assurance pour se protéger des risques de défaillance sur le portefeuille ; ce qui était possible tant qu'il existait un marché d'assurances.

Ainsi le contrat de Mr X a donc mis à contribution tout le marché financier et il n'est pas impossible que son contrat ait en partie fini son parcours dans les obligations sécurisées (titrisées) achetées par une municipalité d'Australie ou de Norvège.

Tout comme la municipalité de Narvik, au delà du cercle polaire, qui emprunta pour acheter des valeurs titrisées en espérant faire un gain entre l'obligation de payer son emprunt et le profit que devait rapporter les valeurs titrisées.

La prise de risque n'est pas l'apanage des seuls banquiers.

**[POUR ACHETER LE LIVRE, CLIQUEZ ICI.](#)**