

<http://www.econospheres.domainepublic.net/Derives-de-credits-et-ventes-a>



Dérives de crédits et ventes à découvert se combinent pour nuire aux marchés financiers

- Archives Textes -

Date de mise en ligne : lundi 12 octobre 2009

Copyright © Econosphères - Tous droits réservés

Le comportement des marchés financiers en 2008 fait apparaître les conséquences très négatives de deux mécanismes, souvent utilisés en tandem par des spéculateurs pour atteindre leurs funestes objectifs, les ventes de titres à découvert, et les dérivés de crédit.

La vente à découvert ou vente « short » est la vente par un opérateur de titres qu'il ne détient pas, avec l'espoir d'en faire baisser le prix et de les racheter plus tard, moins cher, avec un profit important. Le marché des dérivés de crédit « Credit Default Swaps » (CDS), des contrats d'assurance crédit dont un marché est organisé entre banques pour les dettes des 2000 à 3000 plus grandes sociétés au monde, et de dizaines d'Etats. Ces contrats sont cotés en prix de la rémunération du risque assuré : un pourcentage faible « indique » un risque faible, et un pourcentage croissant un risque élevé. « Indique » est un grand mot, car ce marché est opaque et illiquide, et facilement manipulable.

Le potentiel destructeur de ce marché est illustré par un simple exemple :

- ▶ Supposons début 2008 un Etat-voyou, ou un Hedge Fund (Fonds spéculatif) « short » (visant une stratégie à la baisse), qui souhaitent nuire au système financier, le premier par idéologie, le second pour gagner de l'argent, et peut être le second travaillant pour le premier. Appelons-les « Docteur Folamour », nom du caractère maléfique dans le mémorable film éponyme de Kubrick ;
- ▶ Folamour choisit une banque XY paraissant vulnérable, il vend « short » (à découvert) des titres de la banque, dont la cotation se met à baisser. Il répand quelques rumeurs négatives, et se déclare acheteur de CDS ; le prix des CDS augmente, même sans qu'il doive en acheter, puisque ce marché est illiquide et opaque. Folamour continue. Cours de bourse en baisse, prix des CDS en hausse, la Banque XY est affaiblie ; les agences de rating, qui se basent maintenant plus sur ces « indications » de marché douteuses que sur des analyses fondamentales (étant donné qu'elles deviennent de simples girouettes, on se demande bien quelle est encore leur utilité), abaissant le rating de XY. Folamour continue, les autres banques, les clients se méfient et retirent leurs dépôts, XY est obligé de demander une injection de capital de l'Etat ou de se mettre en faillite. Le cours de l'action tombe au plus bas. Folamour gagne un paquet d'argent en rachetant sa position à découvert, et éventuellement aussi sur les contrats CDS. Folamour cherche une victime suivante, jusqu'à destruction du système.

Cette fable n'en est pas vraiment une. Les déboires de nombreuses banques aux Etats-Unis et en Europe - Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Fortis, Dexia-, ont suivi ce schéma. L'attaque - repoussée - sur Morgan Stanley en Novembre 2008 a été documentée dans le « Wall Street Journal » du 25 novembre.

Pour réussir dans ses ambitions morbides, Folamour a besoin de deux choses : le marché des « CDS » dans son état actuel de marché officieux, de gré à gré, opaque et manipulable ; et la possibilité d'emprunter les actions qu'il veut vendre à découvert.

Le marché des CDS est une des grandes innovations financières des 10 dernières années, les banquiers londoniens et New Yorkais en sont très fiers. Ce marché a au départ été utilisé par de vraies banques et investisseurs pour couvrir de vrais risques ; il a ensuite été utilisé massivement pour créer des Collateral Debt Obligations (CDO), instruments de placement dits « synthétiques », assez complexes et tellement difficiles à comprendre et maîtriser qu'ils sont parfois aussi appelés « toxiques ». Depuis la crise de 2007- 2008 l'efficacité de la manipulation sur CDS en accompagnement de short selling a augmenté, du fait de la perte de crédibilité des agences de rating dans la crise des subprimes, et du fait que ces agences de rating, et d'autres, leur accordent un rôle d'indicateurs, dans un monde financier qui manque justement de repères. Les CDS ont une certaine utilité, mais actuellement leur nuisance dépasse de loin leur utilité.

Divers régulateurs et banques centrales plaident pour l'encadrement du marché des CDS dans une bourse organisée, et des initiatives existent aux Etats-Unis et en Europe, mais un encadrement réel prendra du temps. Entre temps, ce marché continue son action nocive, les agences de rating l'utilisent comme indicateur, et les investisseurs et régulateurs utilisent les services douteux des agences de rating. Masochisme donc, mais moindre que le masochisme régnant dans le marché des prêts de titres, qui mérite un chapitre.

Le prêt de titres est une source de commissions opaques portant sur des milliards d'euros.

A tout moment, des centaines de milliards d'euros de titres sont vendus à découvert (short selling) pour des raisons techniques ou pour de la spéculation morbide. Ces vendeurs à découvert doivent, pour des raisons réglementaires et de risque, rapidement livrer les titres qu'ils ont vendus, et pour pouvoir spéculer à la baisse dans la durée, doivent donc emprunter des titres, dans le marché de prêt de titres. Ceci représente un risque pour les prêteurs au cas la contrepartie tombe en faillite. De nombreux gestionnaires de fortunes et gérants de sicav, et de nombreuses banques dépositaires de titres prêtent régulièrement les titres de leurs clients, même à leur insu, en leur faisant courir un risque important (la faillite de la banque Lehman pourrait coûter très cher à certains déposants à cause de cela) afin d'encaisser des commissions, dont une grande partie est gardée par les banques et gestionnaires de fonds. Les cours de bourse de nombreuses banques, dont Fortis, ont été attaqués par des spéculateurs, vendeurs à découvert, dans le but de faire baisser les cours et racheter à bon compte les titres qu'ils ont vendus à découvert.

Des actionnaires de sociétés diverses (dont Fortis) ont prêté aux vendeurs à découvert les titres qui ont permis à ceux-ci de détruire leur société, souvent sans le savoir, à l'initiative et au profit de leur banque. Les règlements en Belgique ne protègent pas non plus les détenteurs de Sicav, qui supportent les risques de baisse et de contrepartie (celui-ci est en principe couvert par des titres, mais qui souvent sont d'une qualité douteuse), et ne touchent que 40% de la rémunération du prêt d'actions, l'essentiel allant à la société de gestion de la Sicav, qui est donc très motivée à continuer ce petit jeu de sociétés... .

Une interdiction des prêts d'actions aurait donc une certaine logique ; elle permettrait tout à la fois de réduire les risques de contrepartie entre banques, de mieux protéger les investisseurs contre les défaillances bancaires, de mettre fin à un mécanisme opaque où semble régner une certaine corruption. Bien sûr, elles rendraient aussi plus difficiles les activités de vente à découvert. Ceci n'est cependant pas vu universellement comme un bienfait, car les activités de vente à découvert ont des défenseurs : d'abord disent-ils, elles permettent de mettre à nu les faiblesses de certaines sociétés et des banques en particulier, et du système financier dans son ensemble ; peut être, mais il serait bon de se pencher sur des manières moins destructrices d'arriver à ce résultat, par exemple par une régulation financière adéquate. Ensuite, elles permettent la fluidité des opérations des traders et arbitragistes « quantitatifs », ceux qui manipulent des myriades de transactions pour exploiter des imperfections supposées de marché à la hausse ou la baisse ; mettons, mais rendre ces activités plus difficiles réduirait plutôt les volumes de transactions et probablement aussi la volatilité des cours. Une bonne manière de réduire ces volumes de transactions serait d'introduire des taxes sur transactions financières (taxe qui serait d'ailleurs bien utile pour alimenter un fonds de risque systémique, pour éviter que ce soient toujours les contribuables qui doivent supporter les coûts de la spéculation financière après que les banquiers en aient siphonné les bénéfices). Ceci aurait pour effet de réduire la rentabilité des Bourses et de certaines banques, ce qui n'est pas grave en soi, mais créera leur opposition et ils ont beaucoup d'amis ; cela nuira aussi aux bonus et perspectives de carrière des petits Kerviel qui peuplent les salles d'arbitrage, ce qui provoquera aussi leur résistance et celle de leurs amis, mais aura un impact très positif sur la sécurité des marchés financiers.

En tout cas, pour le moment et malgré les désastres financiers répétés et le risque réel de faciliter la vie des Dr Folamour en tous genres, les banquiers arrivent à convaincre les autorités qu'il ne faut surtout pas gêner les activités de dérivés de crédit ni de prêt de titres. Lénine avait bien dit que les capitalistes lui prêteraient la corde pour les pendre.

Conclusion

Le marché des CDS, et surtout l'usage qui en est fait, représentent un danger pour la stabilité des marchés financiers. Ce danger est accru par le fait qu'il sert d'indicateur aux agences de rating, et que les ratings octroyés par celles-ci ont une importance considérable dans les exigences de fonds propres définies par les régulateurs. Le marché des CDS est très rentable pour certains financiers, et l'influence de ceux-ci sur les gouvernements reste élevée, ce qui fait craindre que l'interdiction ou la taxation des transactions sur CDS, pour légitimes qu'elles soient, ne seront pas décidées dans un avenir prévisible par les gouvernements au niveau international. Les régulateurs étant un peu moins sensibles au lobbying des banquiers et hedge funds, on pourrait espérer que, au minimum, toute référence réglementaire aux ratings soit supprimée, puisque de toute façon, ceux-ci sont basés sur de simples observations relatives à des marchés manipulés, et n'ont plus beaucoup de pertinence ni même de légitimité.

En fait, la gravité de la situation justifierait même la mise en place conjointe de 3 mesures :

- ▶ la suppression des ratings dans les régulations bancaires,
- ▶ l'introduction de taxes de transaction sur toutes opérations sur instruments financiers et monétaires : cette taxe serait d'ailleurs bienvenue pour alimenter des fonds de risque systémique afin que ce ne soit plus le contribuable qui supporte les coûts considérables des risques créés par les financiers pour s'enrichir
- ▶ l'interdiction de prêt de titres, sauf accord exprès et écrit des propriétaires réels de ces titres, c à d par exemple les actionnaires de sicavs et fonds de pension, et exigence d'une totale clarté sur le flux de rémunération relatif à ces prêts, et la manière dont cette rémunération bénéficie réellement aux propriétaires réels.

Post-scriptum :

Cette analyse a été originellement publiée le 6 mars 2009 sur le blog du professeur Erik De Keuleneer à l'adresse :

http://www.dekeuleneer.com/2009_03_01_archive.html