



LE MARCHÉ DES DÉRIVÉS N'A JAMAIS ÉTÉ AUSSI EXPLOSIF

Va-t-on vers un «Fukushima bancaire» ?

Les banquiers n'ont visiblement pas retenu les leçons de la crise de 2008. Ils continuent de prendre de gros risques, au travers de la spéculation sur les produits dérivés tels que swaps et autres CDS. C'est ce qui ressort d'une étude réalisée par le cabinet d'analyse financière AlphaValue, dont nous avons pu prendre connaissance en exclusivité pour la Belgique.

SÉBASTIEN BURON

Quelles banques sont des «Fukushima» en puissance? Tel est le titre accrocheur d'une récente étude réalisée par le cabinet d'analyse financière indépendant paneuropéen AlphaValue, basé à Paris. Faisant le point sur le marché des dérivés, elle montre clairement que ces produits complexes n'ont absolument pas disparu de la planète finance malgré la crise et les divers serrages de boulons opérés par les régulateurs. Que du contraire! Swaps et autres CDS sont plus que jamais utilisés par les grandes banques internationales pour doper leurs profits.

Croissance exponentielle

Premier constat: le marché des dérivés a retrouvé son niveau d'avant crise. Au premier semestre 2013, la valeur totale de ces produits dérivés en circulation à travers le monde s'élevait en effet à 693.000 milliards de dollars, contre 684.000 milliards au premier semestre 2008, selon les chiffres tirés des rapports de la Banque des règlements internationaux par AlphaValue. C'est donc 10.000 milliards de dollars de plus qu'au début de la crise! Et 610.000 milliards de plus qu'au moment du renflouement du fonds spéculatif américain LTCM (septembre 1998), qui avait déjà failli mettre à terre la planète finance via les dérivés.

A cette époque-là, les dérivés représentaient environ 80.000 milliards de dollars, soit trois fois le PIB mondial (25.000 milliards de dollars). Aujourd'hui, ils pèsent 10 fois la richesse mondiale produite chaque année (70.000 milliards de dollars). En clair, «cela signifie que le marché des dérivés s'est développé beaucoup plus vite que l'économie réelle. Il s'est développé à un rythme même trois fois supérieur à la croissance mondiale! C'est un volume monstrueux, clame Christophe Nijdam, auteur de l'étude, qui dans une autre vie a été banquier et a notamment co-créé l'activité des dérivés au CCF (aujourd'hui HSBC France). Je ne suis pas du tout opposé aux dérivés. Mais il y a une vaste spéculation qui vit à l'abri des banques avec la caution implicite des Etats.» Et donc du contribuable, sachant que «pas moins de 80 %

de ce marché des dérivés est entre les mains d'une quinzaine de méga-banques trop grosses pour faire faillite», complète Benoît Lallemand, spécialiste du sujet chez Finance Watch, *think tank* installé à Bruxelles tentant de faire contrepoids au lobby bancaire.

Gros profits et gros risques

Bien sûr, ces montants astronomiques sont des montants notionnels. Comme son nom l'indique, un produit dérivé «dérive» d'un produit classique appelé

**Le marché
des dérivés
s'est développé
à un rythme trois
fois supérieur à
l'économie réelle.**

693.000

MILLIARDS DE DOLLARS
La valeur actuelle du marché
des produits dérivés.

80.000

MILLIARDS DE DOLLARS
La valeur de ce même marché
des dérivés à la fin des années 1990.

«sous-jacent». Cet actif financier sous-jacent peut être une action, une obligation, une devise, un taux d'intérêt, un indice boursier, voire le cours d'une matière première agricole, etc. Est donc appelé montant notionnel, la valeur de ce sous-jacent. C'est ce montant qui sert de base de calcul pour les paiements d'indemnisation quand le risque garanti s'avère.

Le dérivé en lui-même n'est donc pas dangereux. C'est une sorte de police d'as-

surance destiné aux entreprises et aux investisseurs (aux banques) voulant se couvrir contre les variations de change, les fluctuations de taux d'intérêt, la volatilité des matières premières ou encore contre le risque de défaillance d'un débiteur. «Le problème, pointe Christophe Nijdam, c'est que plus de 90% du volume des dérivés ont une légitimité discutable. Beaucoup les utilisent à des fins purement spéculatives, en multipliant les paris sur les sous-jacents.» Comme si une maison pouvait être assurée plusieurs fois par une assurance incendie. Assurance qui par ailleurs ne serait pas uniquement souscrite par son propriétaire mais aussi par ses voisins.

Intérêt pour les banques? «Dégager des profits substantiels en mettant peu d'argent sur la table», glisse Benoît Lallemand. Mais en prenant aussi de gros risques! En cas de grave accident sur un sous-jacent, la maison qui flambe dans notre exemple, on se retrouve en effet avec le risque sur les bras. L'assureur contre lequel on se retourne est devenu insolvable. Il est dans l'incapacité de pouvoir indemniser les innombrables parieurs ayant pris une assurance sur la même maison partie en fumée. Et dans les dérivés, les pertes font vite bouler de neige pour les banques: c'est l'affaire Kerviel, celle de la «baleine de Londres», etc.

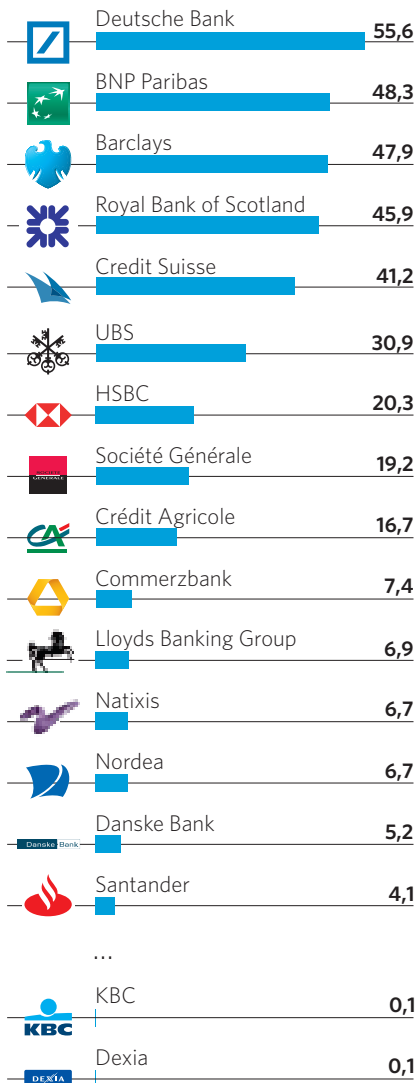
Deutsche Bank en tête

Certaines banques européennes jouent beaucoup à ce petit jeu. C'est le deuxième enseignement de l'analyse réalisée par AlphaValue. Sur les 38 banques du continent cotées en Bourse qui ont été auscultées par Christophe Nijdam, le titre de champion toute catégorie revient à Deutsche Bank. A l'inverse de l'américaine Wells Fargo, première banque du monde par sa capitalisation boursière, qui concentre peu de dérivés par rapport au PIB *yankee*, la grande banque allemande affiche 55.600 milliards de montant notionnel, c'est-à-dire le capital théorique sur lequel porte ces contrats d'assurance dérivés (voir *infographie*). «Un chiffre qui figure dans les documents officiels de la banque certifiés par les réviseurs pour 2012», souligne l'analyste d'AlphaValue. ➔

LES BANQUES EUROPÉENNES LES PLUS EXPOSÉES AUX DÉRIVÉS

SOURCE: ALPHAValue

En milliers de milliards d'euros (2012)



Le géant de Francfort devance BNP Paribas (48.300 milliards). La maison mère de l'ex-Fortis se classe deuxième devant Barclays (47.900 milliards), Royal Bank of Scotland (45.900 milliards), Credit Suisse (41.200 milliards), UBS (30.900 milliards), la Société Générale (19.200 milliards), le Crédit Agricole (16.700 milliards) et Commerzbank (7.400 milliards). Quant à KBC et Dexia, elles arrivent respectivement en 21^e et 22^e position de ce hit-parade des banques européennes les plus exposées aux produits

dérivés, avec respectivement 972 et 930 milliards.

La folie des banques suisses

Rapportées au PIB, les expositions de KBC et de Dexia ne sont toutefois pas négligeables. Elles représentent tout de même un peu plus de deux fois le PIB du Royaume. D'ailleurs, «Dexia reste un problème systémique pour la France et la Belgique», rappelle Christophe Nijdam, faisant référence au fait que, d'après l'aveu de ses dirigeants devant une commission de l'Assemblée nationale française fin mai 2013, l'ancien groupe bancaire porte une perte latente de 29 milliards d'euros sur ses 450 milliards de swaps de taux.

La palme de l'implication la plus disproportionnée revient cependant aux banques suisses. Les montants affichés par Credit Suisse et UBS représentent 86 et 65 fois le PIB de la Confédération tandis que Deutsche Bank suit loin derrière avec une exposition équivalente à «seulement»... 21 années d'activité économique de l'Allemagne. Le géant allemand est de ce point de vue-là devancé par BNP Paribas qui abrite un volume de dérivés équivalent à 24 fois le PIB de l'Hexagone. Toujours selon

les calculs d'AlphaValue, une perte de seulement 0,16% du montant notionnel logé au sein de la maison mère de l'ex-Fortis, rognerait l'intégralité de ses fonds propres. Pour Deutsche Bank, cette proportion descend même à 0,1%.

Faut-il craindre le pire ?

D'où «la» question: va-t-on vers un krach monstrueux? «Le pire n'est jamais certain, répond sobrement Christophe Nijdam. Je n'ai pas de boule de cristal. Tout ce que je peux dire, c'est que, s'il



PG/MARC CHAUMÉL

CHRISTOPHE NIJDAM,
ANALYSTE BANCAIRE
CHEZ ALPHAValue
«Le marché des dérivés est une centrale nucléaire dont on ne maîtrise pas les circuits de refroidissements.»



REUTERS

WARREN BUFFETT
Le célèbre investisseur américain voit dans les dérivés «des armes de destruction massive» dès 2003. En 2007, la crise des «subprimes» se propage via les dérivés.

ya un catalyseur de crise aujourd'hui, la propagation de cette crise bancaire systémique (*faillites de banques en chaîne, Ndlr*) passera, comme en 2008, par les canaux de contagion que sont la liquidité et les dérivés.» Ce à quoi Benoît Lallemand ajoute: «N'attendons pas que le pire se réalise pour s'attaquer à la taille gigantesque de ce marché». D'autant que les risques ne semblent pas complètement maîtrisés. «Les systèmes de gestion des risques utilisés par les banques en matière de dérivés sont des boîtes noires, embraie Christophe Nijdam. Commercialisé dans toutes les salles de marché du monde depuis la fin des années 1990 par RiskMetrics, une filiale de JP Morgan, le modèle de la VaR (*value at risk, Ndlr*) ne tient pas la route. Dans l'affaire de la baleine de Londres, il indiquait avec 99% de chance que la banque ne pouvait pas perdre plus de 130 millions de dollars en une journée sur sa position ouverte de 100 milliards de dollars. On a vu ce que cela a donné. JP Morgan a finalement perdu 6,2 milliards, soit 50 fois plus. Quand le risque survient, c'est ce 1% de chance qui reste qui

vous tue. Vouloir appliquer des mathématiques liées à la physique pour des phénomènes liés à la psychologie des marchés, c'est stupide. J'ajoute enfin que, dans le cadre de son check-up bancaire (*'asset quality review' actuellement en cours, Ndlr*), la BCE n'aura ni le temps ni les moyens humains de s'intéresser de près à ces modèles d'évaluation interne.» Bref, «le marché des dérivés est une centrale nucléaire dont on ne maîtrise pas les circuits de refroidissement», conclut l'analyste d'AlphaValue. ©