

# QUANTIFIER LE RISQUE SYSTÉMIQUE ?

Malgré le caractère outrancier de l'expression "crime contre l'humanité" extraite de l'interview de Michel Rocard, la crise soulève beaucoup de questions importantes sur des pratiques des marchés liées à des modèles mathématiques.

Au delà des modèles de valorisation des dérivés de crédit, la crise – notamment la faillite de Lehman - a mis en lumière la grande fragilité du marché des opérations de gré à gré, et la solidité des marchés organisés. Cette comparaison a été peu relevée par les médias, et elle me semble un sujet qu'il faut analyser plus en détail.

Dans un CDS, ou tout autre swap de moyen ou de long terme, on voyait jusque-là un jeu à somme nulle entre les deux contreparties. On a découvert avec la crise que le reste de la société assumait également un risque systémique. Un swap est donc pour l'ensemble de la société un jeu à somme négative. Si l'on accumule des dizaines de milliers de milliards de dollars de swaps, les risques de marché se neutralisent en grande partie mais le risque systémique s'accumule. En fin de compte le contribuable est prié de payer la prime d'assurance du risque systémique sur un montant proportionnel aux volumes traités, alors que ces opérations ne sont pas taxées, puisque la TVA s'applique à presque tous les produits et services, mais pas sur les produits dérivés.

Par contre les Futures traités sur marchés organisés génèrent un risque systémique infiniment moindre. A-t-on craint pour les marchés de Futures ces derniers mois ? Non, et avec raison car leur fonctionnement en période de crise est beaucoup plus robuste. Certes les opérations sur Futures ne sont pas non plus taxées (seules les plus values sont taxées, pas les volumes traités), mais au moins leur fonctionnement ne requiert pas de recours à l'État comme assureur implicite du risque systémique.

Sur la comparaison entre swaps et Futures, remarquons également que dans les fraudes importantes dont ont été victimes plusieurs banques françaises en 2008 de la part de traders malhonnêtes, toutes ont impliqué des dérivés OTC. En plus du risque d'opérations

fictives, le principe même d'une valorisation interne, à partir de prix de marché et de modèles internes, génère un risque important. Clairement, les opérations OTC créent un risque opérationnel supérieur aux opérations traitées sur marchés organisés. Ce risque opérationnel est lui-même un facteur de risque systémique, et donc il constitue une charge pour l'État.

Pourtant, le risque de marché est pratiquement identique dans un swap vanille et un Future, tandis que les coûts de traitement et le risque de crédit sont bien moindres dans un Future.

Ces observations suggèrent plusieurs thèmes de recherche :

- Comment quantifier le risque systémique généré par les opérations de gré à gré ?
- En traitant entre elles des swaps standards plutôt que des Futures, combien les banques coûtent-elle à l'État ?
- Comment expliquer que les banques, agents rationnels s'il en est, traitent entre elles des swaps plutôt que des Futures ?

Il n'échappe à personne que ces questions ont des ramifications politiques de grande ampleur. A part l'expression provocative citée en introduction, Michel Rocard met le doigt sur un phénomène fascinant : Les gouvernements disent depuis des mois qu'ils faut re-réguler, mais n'osent pas décliner cette intention concrètement. *"Les politiques ne parlent que de finance. Et ils n'osent pas appeler un chat un chat. [...] Les précautions de vocabulaire sont malséantes. Nommer correctement les choses permet de bien appliquer la sanction. On reste trop révérencieux à l'égard de l'industrie de la finance et de l'industrie intellectuelle de la science financière."* Cette partie de son interview me paraît beaucoup plus pertinente. Oui, l'État est incroyablement pusillanime face aux banques.

Robin Z.

03-Dec-08