

Benoît Cougnaud – Auteur de *L'Univers des risques en finance*
Presses de Sciences Po, 2007

SUBPRIME, VOLATILITÉ, FRAUDE : LES MARCHÉS FINANCIERS EN QUÊTE D'UNE STABILITÉ PERDUE

Depuis l'éclatement de la crise des subprimes, au cours de l'été 2007, la sphère financière connaît un retour généralisé de l'aversion au risque. Si celui-ci permet de solder les excès associés à une situation de surabondance de liquidités, il présente toutefois le risque de conduire à une déstabilisation croissante de la sphère financière.

Revenons à présent sur les trois chocs que vient de subir la planète financière en moins de six mois.

Sur la crise des subprimes d'abord.

Dans le contexte de surabondance de liquidités et de compression des primes de risques observé sur les marchés de 2001 à 2005, les investisseurs se sont tournés vers des produits financiers, notamment de titrisation, leur offrant des combinaisons de rendements et de risques majorés. Cette quête de rendements a ainsi favorisé la dissémination des risques de crédit. Or, il s'avère que, pour une part non négligeable, ces risques – notamment les crédits subprimes – s'avéraient de mauvaise qualité, car les prêteurs n'avaient plus d'intérêt objectif à sélectionner prudemment les emprunteurs, sachant qu'ils pourraient ensuite aisément transférer (par titrisation) ces risques vers des marchés friands de tels produits. L'opacité et la complexité des canaux de dissémination utilisés ont rendu extrêmement ardue la traçabilité de ces risques. L'incapacité des investisseurs à évaluer leur exposition réelle sur le crédit subprime a alors amplifié la perte de confiance des marchés.

Concernant le retour de la volatilité des marchés actions ensuite.

Lundi 21 janvier 2008, les marchés actions ont enregistré leurs plus fortes chutes depuis les attentats du 11 septembre 2001. Ce choc signe un retour durable de l'aversion pour le risque sur les marchés actions. Par construction, les indicateurs de mesure des risques de marché les plus populaires – à l'instar des Value at Risk et stress-tests historiques – se fondent en effet sur le passé proche pour évaluer l'exposition des portefeuilles aux chocs futurs. Le mini-krach du lundi 21 janvier 2008 va donc majorer durablement les indicateurs de mesure des risques calculés par les investisseurs, ce qui ne manquera pas de restreindre durablement l'appétit pour le risque de la communauté financière.

Un incident opérationnel d'une ampleur inédite enfin.

La fraude interne découverte à la Société générale dépasse par son montant – près de 5 milliards d'euros – toutes les pertes enregistrées à ce jour par les établissements de crédit pour de tels incidents opérationnels, éclipsant ainsi les déboires similaires de Calyon (250 millions d'euros l'été 2007) et de la Barings (1,3 milliard d'euros en 1995). Toutefois, cette fraude, pour exceptionnelle qu'elle paraisse, replace les problématiques de risques opérationnels et de contrôle des risques au cœur de l'anxiété des marchés.

Concernant les causes de cette fraude, le contrôle des risques de la Société générale (et probablement d'autres banques) ne semble pas totalement exempt de reproches. Les contrôles étaient peut-être trop autocentrés sur des informations de sources essentiellement internes. Des rapprochements détaillés et régis par des règles non prévisibles mériteraient d'être systématisés avec les contreparties externes, et ce pour l'ensemble des opérations, afin de soustraire le contrôle des positions agrégées réelles à toute manœuvre frauduleuse interne.

En conclusion, les événements récents marquent un retour généralisé de l'aversion au risque dans la sphère financière. Ce retour durable, s'il permet de solder certains excès liés à une période de surabondance de liquidités, ne doit pas néanmoins dégrader le fonctionnement des marchés, mais au contraire l'assainir. Pour évoluer vers un fonctionnement plus sain dans cet environnement instable, la sphère financière doit pouvoir se reposer sur une évaluation indépendante, impartiale et fiable de ses risques. Pourtant dans leur mode de fonctionnement actuel, ni l'architecture des marchés financiers, ni les contrôles en place ne paraissent offrir des garanties complètes et suffisantes. Un tel renforcement des règles, structures et contre-pouvoirs s'avère désormais urgent pour permettre aux marchés financiers de retrouver une aversion au risque et un fonctionnement plus équilibrés. Plus que jamais, l'évolution de l'univers des risques en finance paraît être un équilibre en devenir.

Benoît Cougnaud
Securrisk Partners
Conseil en gestion des risques
Associé