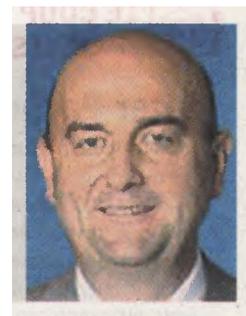




LA CHRONIQUE DE ÉRIC GALIÈGUE *

« Le thermomètre fou de la dette publique »



Les *credit default swaps* (CDS) sont au cœur de la finance dérégulée. Ces produits dérivés de crédit permettent aux investisseurs de s'assurer contre le défaut de paiement d'un émetteur de dette, ou à l'opposé d'assurer le défaut de paiement en encaissant un revenu supplémentaire. S'ils sont acheteurs de protection, la transaction ne peut naturellement se réaliser que s'ils trouvent un vendeur de protection, un autre investisseur en somme qui se substituera à l'émetteur de dette en cas de défaut, ou en cas d'événement de crédit. Comme pour les options d'achat sur action, on conçoit plus facilement l'achat de l'option que sa vente.

Les vendeurs d'options sont, *in fine*, les grands institutionnels, qui sont les seuls acteurs de marché capables de prendre des positions suffisamment nombreuses et importantes pour diversifier avec efficacité ce type de risques et d'événements rares. Les CDS portent d'abord sur la dette émise par les entreprises. D'un point de vue systémique, le montant des dettes ainsi assuré est « gérable », en ce sens que les entreprises sont nombreuses, et les dettes nominales de taille raisonnable. Ce marché peut fonctionner valablement dans la mesure où il existe une certaine atomisation des acteurs et des risques, avec un véritable effet de diversification. Les CDS portent,

depuis moins longtemps, sur la dette des Etats. Il y a donc une assimilation entre les entreprises et les Etats. Le marché, *via* les CDS, serait capable de protéger l'investisseur contre le défaut des Etats. Seulement, les conditions habituellement requises, pour que ce que l'on appelle un marché fonctionne correctement, ne sont absolument pas réunies. On pourrait croire que la multiplicité des Etats induit une forme de diversification. Mais on aurait tort !

PAS DE DROIT DE LA FAILLITE DES ÉTATS

Si demain un Etat se met en défaut de paiement, qui empêchera les autres de faire de même ? Le droit de la faillite des Etats n'existe pas : il reste à inventer. Par ailleurs, qui a la surface financière pour garantir la dette de pays comme l'Espagne, la Grande-Bretagne ou la France ? L'Etat est l'ultime assureur de tout le système économique et financier. Nul ne peut le réassurer. On l'a bien compris à la fin de l'année 2008 : la dimension systémique de l'Etat nous semble évidente, et ne peut se « marchéiser »... Ou bien, c'est admettre que le marché est plus puissant que les Etats, que le marché contrôle les Etats et les citoyens...

Alors, faut-il interdire purement et simplement les CDS sur dette souveraine ? Ces produits ont finalement les caractéristiques des

produits non réglementés, que le G20 a dénoncés à juste titre. Ils doivent donner lieu à une compensation centralisée avant la fin de l'année 2012. La finance réglementée doit prendre en charge ces produits trop jeunes, dont le marché n'est pas assez développé pour fonctionner correctement et qui, dans beaucoup de cas, représentent des enjeux finalement bien faibles.

On a évoqué le montant de 9 milliards de dollars par rapport à une dette sous-jacente de 400 milliards en ce qui concerne la Grèce. C'est pour cela que les variations de cours de ces CDS sont si brutales et parfois déstabilisantes. Le problème est qu'un décalage de CDS peut susciter, par contagion psychologique, ou par arbitrage, des variations de cours sur d'autres marchés. La forte hausse du coût de la protection ne signifie pas forcément que le pays est au bord du gouffre : elle ne fait que refléter l'absence de liquidité sur ces produits...

En ce qui concerne la Grèce, on a vu que les émissions à cinq et dix ans ont été sursouscrites, ce qui montre bien que le thermomètre CDS était devenu fou... et que la variation de température n'avait pas de sens. Sans qu'il faille forcément « casser le thermomètre », il est urgent d'améliorer son fonctionnement.

* *Président du bureau d'analyse financière indépendante Valquant (Groupe DaybyDay).*