



LEMANIA FIDUCIAIRE

Finance - Controlling - Fiscalité

Laurent BOYER
Expert Comptable

% Switch Vibration
Route de Thonon, 152 C
1222 VÉSENZ (GE)
CHE-271.152.759
(+41) 78 310 33 47
laurent.boyer@lemania-fidu.ch

TRADING : La Couverture des Risques

INTRODUCTION

Le trading, par nature, expose le capital des investisseurs à une multitude d'aléas de marché, des fluctuations de prix inattendues aux mouvements de devises imprévus. Face à cette incertitude inhérente, la couverture (hedging) s'impose comme une discipline essentielle. Son objectif principal est de réduire stratégiquement l'exposition à un risque spécifique et identifié, sans pour autant annihiler totalement le potentiel de rendement d'une position ou d'un portefeuille.

Cette approche proactive s'appuie sur

- une analyse approfondie des corrélations entre différents actifs,
- une évaluation précise de la volatilité des marchés,
- l'utilisation de produits dérivés tels que les futures, les options, les swaps et les Credit Default Swaps (CDS).

En gérant activement ces risques, les acteurs du marché cherchent à stabiliser leurs profits et à préserver leur capital face aux turbulences économiques et financières.

POURQUOI COUVRIR SES RISQUES ?

Protection du capital investi

Le trading expose le capital à des aléas de marché majeurs, tels que des effondrements boursiers inattendus dus à des crises économiques, ou des dépréciations monétaires rapides suite à des décisions de banques centrales. Le hedging permet de prémunir le capital des investisseurs contre des pertes significatives et potentiellement irréversibles, transformant un risque catastrophe en une perte contrôlée.

Réduction ciblée de l'exposition

L'objectif primordial est de réduire de manière stratégique l'exposition à un risque spécifique et clairement identifié, par exemple un risque de taux d'intérêt sur un portefeuille obligataire, un risque de change sur des importations ou exportations futures, ou un risque de matière première pour une entreprise productrice.

Cette approche permet de neutraliser le danger sans sacrifier l'intégralité du potentiel de rendement d'une position ou d'un portefeuille, trouvant un équilibre délicat entre sécurité et opportunité.

Sur le principe, on connaît l'étendue, la valorisation et l'espérance des risques de chaque vecteur financier en sa possession ; on isole la partie "dangereuse" de son portefeuille de sorte qu'elle ne puisse pas indirectement contaminer les autres parties, on met en place des solutions de secours/repli de sorte à limiter l'impact sur le portefeuille global.

Optimisation par des outils avancés

La mise en œuvre de stratégies de couverture s'appuie sur des méthodes sophistiquées. Cela inclut

- l'analyse approfondie des corrélations entre actifs (par exemple, pour savoir si une action et un indice se déplacent dans la même direction),
- l'évaluation précise de la volatilité des marchés (mesurant l'ampleur des variations de prix), et l'utilisation judicieuse de produits dérivés complexes.

Ces instruments, tels que les futures pour fixer un prix futur, les options pour se donner le droit d'acheter ou vendre, ou les swaps pour échanger des flux financiers, sont cruciaux pour construire une protection sur mesure.

LES DIFFÉRENTS TYPES DE RISQUES EN TRADING

1. Risque de marché (directionnel)

Représente la possibilité qu'un actif (action, obligation, matière première, devise) voie sa valeur diminuer ou augmenter de manière défavorable, en raison de mouvements généraux du marché ou de facteurs spécifiques à l'actif.

Par exemple, une chute inattendue des taux d'intérêt par une banque centrale peut entraîner une diminution de la valeur des obligations existantes à taux fixe, ou une crise géopolitique majeure peut provoquer une dégringolade généralisée des indices boursiers affectant la totalité d'un portefeuille d'actions diversifié.

C'est le risque le plus fondamental, lié directement aux fluctuations du marché.

2. Risque de volatilité

Se manifeste par l'incertitude quant à l'ampleur et la rapidité des fluctuations de prix d'un actif.

Une forte volatilité, comme celle observée lors de l'annonce de résultats financiers d'entreprise surprenants ou de données macroéconomiques inattendues, peut entraîner des pertes rapides et importantes, en particulier sur les produits dérivés tels que les options. Pour un trader d'options, une hausse de la volatilité implicite peut éroder la valeur des options vendues (position courte de vega), même si le prix de l'actif sous-jacent reste stable ou se déplace dans la direction attendue.

3. Risque de liquidité

Désigne la difficulté, voire l'impossibilité, de vendre ou d'acheter rapidement un actif à son prix de marché souhaité, en raison d'un manque d'acheteurs ou de vendeurs.

Ce risque est particulièrement élevé pour les actifs peu échangés (actions de petites capitalisations, obligations complexes, ou certains dérivés de gré à gré) ou en période de crise de marché (« flash crash »).

Un investisseur pourrait être contraint de liquider sa position à un prix significativement inférieur à sa valeur théorique, ou de ne pas pouvoir initier une position désirée, faute de contrepartie.

4. Risque de crédit

Survient lorsque la contrepartie à une transaction financière (en particulier pour les contrats de gré à gré, les swaps, les obligations d'entreprise ou les Credit Default Swaps) ne respecte pas ses obligations contractuelles.

C'est le risque qu'une entreprise émettrice d'obligations fasse défaut sur le paiement de ses coupons ou le remboursement du principal, ou qu'une banque avec laquelle un swap de taux a été conclu fasse faillite, entraînant une perte pour l'autre partie.

Ce risque est évalué par la notation de crédit des émetteurs.

5. Risque opérationnel

Englobe les pertes résultant de défaillances des processus internes, des systèmes informatiques, des erreurs humaines, ou d'événements externes.

Par exemple, une erreur de saisie d'ordre d'un trader conduisant à une transaction non voulue (fat finger error), un bug dans un algorithme de trading haute fréquence entraînant des ordres erronés massifs, une panne majeure des systèmes informatiques d'une bourse, ou une fraude interne par un employé peu scrupuleux.

Ces risques peuvent causer des pertes financières directes ou des atteintes à la réputation.

6. Risque de corrélation

Apparaît lorsque plusieurs actifs dans un portefeuille, qui devraient théoriquement se comporter de manière indépendante ou inverse, commencent à évoluer dans la même direction (souvent à la baisse) en période de stress de marché.

Par exemple, des actions de secteurs différents censées diversifier un portefeuille peuvent chuter simultanément lors d'un choc systémique, annulant ainsi les avantages de la diversification.

Ce risque a été un facteur clé lors de la crise financière de 2008, où des actifs jugés « sûrs » ont vu leur corrélation avec des actifs « risqués » augmenter dramatiquement.

7. Risque systémique

Représente le risque d'effondrement de la totalité ou d'une partie substantielle du système financier, déclenché par l'échec d'une institution financière majeure ou un choc exogène. C'est un risque non diversifiable qui peut entraîner une contagion et affecter l'ensemble des marchés.

L'exemple le plus notable est la crise des subprimes de 2008, où la faillite de Lehman Brothers a provoqué une panique généralisée, un gel du marché interbancaire et une récession économique mondiale, démontrant l'interconnexion et la fragilité du système financier.

COMMENT UNE POSITION PEUT ÊTRE RISQUÉE : QUATRE EXEMPLES

Une position peut devenir risquée notamment lorsqu'elle est directionnelle, à effet de levier, concentrée, ou maintenue overnight.

Exemple 1 : Position directionnelle

Un trader adopte une position "longue" sur la paire EUR/USD à 1.0850, anticipant une appréciation de l'euro. Le 15 mai, la Banque Centrale Européenne (BCE) annonce de manière inattendue une prolongation de sa politique d'assouplissement quantitatif, combinée à des données du PIB de la Zone Euro montrant une croissance de seulement 0.1% au lieu des 0.4% prévus. Ces événements provoquent une chute rapide de l'euro, amenant la paire EUR/USD à 1.0720 en quelques heures. Le trader subit alors des pertes directes de 130 pips, sa position allant à l'encontre du mouvement de marché.

Exemple 2 : Position à effet de levier

Un investisseur achète 10 contrats futures sur l'indice S&P500, valorisés à 4'200 points par contrat, avec un levier de 1:100.

Sa marge initiale déposée est de 5000 euros par contrat. Si l'indice S&P500 baisse de seulement 1% (soit 42 points) suite à la publication d'un rapport sur l'inflation aux États-Unis montrant un IPC à 8.5% au lieu des 7.9% anticipés, la perte nominale par contrat est de 42 points x 50 dollars (valeur du point) = 2100 USD.

En raison du levier, cette perte est amplifiée à $2100 \text{ USD} \times 100 = 210\,000 \text{ USD}$.

Avec une marge initiale de 50 000 euros (10 contrats x 5000 euros), l'investisseur reçoit un appel de marge du courtier pour couvrir une perte qui dépasse largement son capital initial, l'obligeant à déposer des fonds supplémentaires ou à liquider sa position à une perte massive.

Exemple 3 : Portefeuille concentré

Un portefeuille d'une valeur de 500 000 euros est composé à 80% (soit 400 000 euros) d'actions de sociétés du secteur technologique, réparties entre Apple (40%), Microsoft (30%) et Google (30%).

Bien que diversifié entre différentes entreprises, ce portefeuille reste fortement exposé au risque sectoriel.

Si, à la suite d'une proposition de loi antitrust par le Congrès américain ciblant spécifiquement les « Big Tech » fin 2023, Apple chute de 15%, Microsoft de 10% et Google de 12%, la valeur de la partie technologique du portefeuille perdrait en moyenne 12.5%, soit 50 000 euros.

Cette correction simultanée entraînerait des pertes significatives pour l'ensemble du portefeuille, malgré la diversification intra-sectorielle.

Exemple 4 : Position Overnight

Un trader maintient une position longue sur 1'000 actions Tesla à 250 USD l'action après la clôture du marché, anticipant une hausse à l'ouverture le lendemain.

Son ordre (stop-loss) est placé à 245 dollars.

Pendant la nuit, à 20h00 HNE, la Réserve Fédérale (FED) annonce une décision de politique monétaire imprévue : une hausse de taux d'intérêt de 75 points de base, plus agressive que les 25 points de base anticipés.

À l'ouverture du marché le lendemain, l'action Tesla ouvre avec un gap baissier à 230 USD, sautant par-dessus le niveau de stop-loss du trader (245 dollars).

Au lieu de la perte prévue de 5 dollars par action (250 - 245), soit 5000 dollars, le trader subit une perte réelle de 20 dollars par action (250 - 230), totalisant 20 000 dollars, une perte bien supérieure à celle initialement prévue.

PRODUITS DÉRIVÉS : UN OUTIL DE COUVERTURE

Les produits dérivés sont des instruments financiers complexes dont la valeur est dite dérivée de celle d'un actif sous-jacent (actions, indices, taux d'intérêt, devises, matières premières, etc.).

Ils sont largement utilisés en trading pour la spéculation, mais surtout comme des outils puissants pour la couverture des risques, permettant de neutraliser ou de réduire l'exposition à des mouvements de marché défavorables.

Voici les principaux types de dérivés utilisés à cette fin.

Futures

Les contrats futures sont des accords standardisés d'achat ou de vente d'un actif sous-jacent à un prix et une date futurs convenus (**engagement fort**). Ils sont couramment utilisés pour se prémunir contre le risque de marché.

Si l'on détient un portefeuille d'actions important et on anticipe une baisse généralisée du marché (risque directionnel), on peut vendre des contrats futures sur un indice boursier (comme le S&P 500 ou le CAC 40).

Si l'indice chute, la perte sur le portefeuille d'actions sera compensée par le profit réalisé sur la position courte en futures, agissant comme une « assurance » contre la volatilité des prix.

Options

Les options confèrent à leur détenteur le **droit, mais non l'obligation (engagement modéré)**, d'acheter (option d'achat ou **call**) ou de vendre (option de vente ou **put**) un actif sous-jacent à un prix déterminé (prix d'exercice) et avant une date d'expiration. Elles sont extrêmement flexibles pour la couverture :

- **Put protecteur** (Protective Put) : l'achat d'une option put sur des actions que l'on détient est comparable à une police d'assurance. En payant une prime, l'investisseur se protège contre une chute de valeur significative de ses actions en dessous du prix d'exercice, limitant ainsi sa perte potentielle tout en conservant le potentiel de hausse.

- **Call couvert** (Covered Call) : si un investisseur détient des actions et souhaite générer des revenus supplémentaires ou se protéger contre une légère baisse, il peut vendre des options call sur ces actions.

Il reçoit une prime en échange et, si le cours de l'action reste inférieur au prix d'exercice, il conserve la prime.

Si le cours dépasse le prix d'exercice, il peut être contraint de vendre ses actions au prix d'exercice, mais la prime reçue offre une certaine protection contre de faibles mouvements défavorables.

Swaps

Les swaps sont des accords entre deux parties pour échanger des flux financiers futurs basés sur des paramètres différents.

Ils sont essentiels pour la gestion des risques de taux d'intérêt et de devises :

- **Interest Rate Swap (IRS)** : une entreprise ayant une dette à taux variable peut conclure un IRS pour échanger ses paiements d'intérêts variables contre des paiements d'intérêts fixes avec une autre partie. Cela couvre l'entreprise contre le risque de hausse des taux d'intérêt (risque de taux), garantissant des coûts de service de la dette prévisibles.

- **Currency Swap** : utilisé pour se protéger contre le risque de change (risque de devise). Une entreprise qui reçoit des revenus dans une devise étrangère mais a des dépenses dans sa devise nationale peut échanger des flux de trésorerie dans les deux devises afin de stabiliser ses flux de revenus.

Credit Default Swap (CDS)

Un Credit Default Swap (CDS) est un contrat par lequel un acheteur paie des primes régulières à un vendeur en échange d'une protection en cas de « défaut » (faillite, restructuration, etc.) d'un émetteur de dette sous-jacent (par exemple, une obligation d'entreprise ou souveraine).

Si l'événement de crédit survient, le vendeur de protection indemnise l'acheteur.

Ce produit était un instrument de couverture clé avant la crise financière de 2008, permettant aux institutions financières de se protéger contre le risque de crédit. Toutefois, l'usage spéculatif et le manque de transparence du marché des CDS ont contribué à amplifier la crise, comme on l'a vu avec les cas d'AIG et de Lehman Brothers, en transformant le risque de défaut en risque systémique.

ÉVALUER ET VALORISER LE RISQUE

La gestion efficace des risques en trading ne se limite pas à l'utilisation d'outils de couverture ; elle repose fondamentalement sur la capacité à évaluer et à valoriser précisément ces risques.

Mesure de la probabilité de risque

- **VaR (Value at Risk)** : cette métrique estime la perte maximale potentielle d'un portefeuille sur un horizon de temps donné, avec un certain niveau de confiance. Par exemple, une VaR de 1 million d'euros à 99% sur 1 jour signifie qu'il y a 1% de chance que le portefeuille perde plus d'1 million d'euros sur la prochaine journée de trading. C'est un outil essentiel pour la conformité réglementaire et la gestion quotidienne des risques de marché.
- **Stress tests** : au-delà de la VaR, qui se concentre sur des scénarios « normaux », les stress tests simulent l'impact de mouvements de marché extrêmes et improbables. Cela inclut des krachs boursiers soudains, des hausses de taux d'intérêt brutales, ou des crises géopolitiques majeures. Ces simulations révèlent la résilience du portefeuille face à des événements de « cygne noir ».
- **Backtesting** : pour valider l'efficacité des modèles de VaR et des stratégies de couverture, le backtesting compare les prévisions de perte (VaR) aux pertes réelles observées sur des données historiques. Cela permet d'ajuster les paramètres des modèles et d'assurer que les protections mises en place sont robustes et adaptées aux conditions passées du marché.

Valorisation économique du risque

- **Volatilité implicite (options)** : le prix d'une option reflète les attentes du marché concernant la volatilité future de l'actif sous-jacent. Une volatilité implicite élevée indique que le marché anticipe de grands mouvements de prix, et par conséquent, le coût de la couverture via les options (prime optionnelle) sera plus élevé. Cela permet de valoriser le risque perçu par le marché.
- **Calcul du coût de la couverture** : la protection a un prix. Pour les options, c'est la prime optionnelle payée. Pour les contrats futures, c'est la marge initiale et de variation (appels de marge) qui immobilise du capital. Pour les CDS, c'est le spread sur CDS, c'est-à-dire le paiement annuel en pourcentage de la valeur nominale du titre couvert. Comprendre ces coûts est crucial pour évaluer l'efficacité de la couverture.
- **Arbitrage coût/bénéfice** : la décision de couvrir un risque implique toujours un arbitrage entre le coût de la couverture (qui réduit le profit potentiel) et la perte potentielle que l'on éviterait si le scénario défavorable se réalisait. Une couverture optimale minimise les coûts tout en offrant une protection adéquate contre les pertes inacceptables, trouvant le juste équilibre entre sécurité et rentabilité.

À titre indicatif, la fiabilité comparée de ces trois méthodes varie selon l'environnement de marché : la VaR est très fiable en conditions normales mais perd fortement en fiabilité en conditions extrêmes, tandis que les stress tests et le backtesting, un peu moins fiables en conditions normales, se montrent nettement plus robustes en période de crise. C'est pourquoi la VaR seule ne suffit pas : elle doit être complétée par des stress tests et un backtesting régulier.

EXEMPLES DE STRATÉGIES DE COUVERTURE

1. Portefeuille actions + Futures

Une société de gestion de fonds détient un portefeuille d'actions de 2 millions d'euros indexé sur le CAC 40, avec un bêta de 1. Cela signifie que son portefeuille est censé suivre les mouvements du CAC 40. Anticipant une baisse générale du marché boursier, elle cherche à se protéger contre une perte de valeur de son portefeuille. Pour ce faire, elle utilise des contrats futures sur le CAC 40. Sachant que la valeur notionnelle d'un contrat future est d'environ 70 000 euros, la couverture nécessaire est calculée comme suit : $(2\,000\,000 / 70\,000) =$ environ 29 contrats. La société prendra une position « short » (vente à découvert) sur 29 contrats futures CAC 40. Si le marché baisse, les pertes sur le portefeuille d'actions seront compensées par les gains réalisés sur les contrats futures, protégeant ainsi la valeur globale du portefeuille.

2. Position EUR/USD + Option de vente (Put)

Une entreprise européenne anticipe de recevoir un paiement de 5'000'000 USD dans trois mois pour une vente de produits.

Elle craint qu'une appréciation de l'Euro par rapport à l'USD d'ici là ne réduise la valeur de ce paiement une fois converti en euros.

L'entreprise a donc une position longue implicite sur l'EUR/USD. Pour se couvrir contre ce risque de change, l'entreprise achète une option de vente (put) sur l'EUR/USD, « **Out of The Money** » (**OTM**), c'est-à-dire un prix d'exercice inférieur au taux de change actuel, ce qui la rend moins chère à l'achat. Si l'euro se déprécie fortement par rapport à l'USD (ce qui augmenterait la valeur de ses 5 millions USD), l'option expirera sans valeur. Cependant, si l'euro s'apprécie considérablement, l'option **OTM** entrera dans la monnaie, permettant à l'entreprise de vendre ses dollars à un taux de change plus favorable que celui du marché, limitant ainsi la perte potentielle sur la conversion de ses revenus en USD.

3. Compagnie aérienne + Commodities Futures

Une compagnie aérienne est fortement exposée aux fluctuations des prix du kérosène, qui représentent une part significative de ses coûts opérationnels.

Elle est donc « acheteuse » sur le pétrole brut, car elle a un besoin constant et important de carburant pour ses opérations.

Pour se protéger contre la hausse des prix du pétrole, la compagnie aérienne utilise des instruments dérivés sur les matières premières, par exemple des contrats futures sur le pétrole brut, ce qui lui permet de fixer un prix d'achat pour une quantité de pétrole à une date future.

Si les prix du pétrole augmentent fortement, le coût d'achat physique du kérosène sera plus élevé, mais cette augmentation sera compensée par les gains réalisés sur les contrats futures de pétrole. Inversement, si les prix du pétrole baissent, la compagnie paiera son kérosène moins cher, mais subira une perte sur ses contrats futures.

Cette stratégie permet de stabiliser les coûts de carburant et de rendre les dépenses plus prévisibles, évitant ainsi des chocs importants sur sa rentabilité.

4. Couverture Delta (pour les gestionnaires d'options)

Un teneur de marché ou un gérant de portefeuille détient un portefeuille complexe d'options, qui sont très sensibles aux variations du prix de l'actif sous-jacent.

Le DELTA d'une option mesure cette sensibilité : il indique de combien le prix de l'option va varier pour une variation de 1 euro du prix de l'actif sous-jacent.

Pour minimiser le risque lié aux fluctuations de prix de l'actif sous-jacent, le gérant cherche à rendre son portefeuille « DELTA-NEUTRE », c'est-à-dire que le DELTA total du portefeuille est proche de zéro, rendant sa valeur quasi insensible aux petits mouvements du prix de l'actif sous-jacent.

La couverture DELTA implique un ajustement dynamique de la position : si le prix de l'actif sous-jacent change, le DELTA du portefeuille change également, et le gérant doit alors acheter ou vendre une certaine quantité de l'actif sous-jacent (ou d'autres options) pour ramener le DELTA total à zéro.

Par exemple, si le delta devient positif, il vendra de l'actif sous-jacent ; s'il devient négatif, il en achètera. Ce processus d'ajustement continu assure une protection constante contre les variations de prix, mais il génère des coûts de transaction importants en raison de la fréquence des ajustements.

STRATÉGIES DE COUVERTURE DES BANQUES AVANT 2008

Avant la crise financière de 2008, les grandes banques d'investissement (telles que Goldman Sachs, JPMorgan, et Lehman Brothers) s'appuyaient sur une série de stratégies et d'instruments financiers sophistiqués pour gérer et couvrir leurs risques, notamment ceux liés au marché hypothécaire en pleine expansion.

L'objectif était d'optimiser la rentabilité tout en minimisant l'exposition aux pertes, mais ces méthodes ont révélé des lacunes critiques face à des conditions de marché extrêmes.

CDS (Credit Default Swaps)

Les CDS étaient des contrats d'assurance contre le défaut de paiement d'une obligation.

Les banques les utilisaient non seulement pour se protéger contre le risque de défaut de leurs portefeuilles d'obligations (y compris les titres adossés à des créances hypothécaires subprime), mais aussi pour parier sur le défaut d'autres entités.

Ce marché, largement non réglementé, a permis une accumulation massive de risques systémiques, car les assureurs de CDS (comme AIG) n'avaient pas toujours les fonds nécessaires pour honorer leurs engagements en cas de défaut généralisé => RISQUE SOUS-ESTIME & PERIMETRE DE RISQUE INSUFFISANT.

Titrisation et CDO's

La titrisation consistait à regrouper des milliers de prêts hypothécaires (souvent subprimes) en « Mortgage-Backed Securities » (MBS).

Ces MBS étaient ensuite reconstruits et assemblés en Collateralized Debt Obligations (CDO's), des produits financiers complexes divisés en tranches de risque variable.

L'idée était de « transférer » le risque de crédit aux investisseurs les plus tolérants au risque, les tranches « senior » recevant souvent des notations AAA malgré les actifs sous-jacents précaires.

Ce processus a masqué la véritable qualité du crédit et a disséminé le risque dans l'ensemble du système financier mondial. Les Agences de notation n'auditaient pas les MBS & CDO : seules les compagnies les ayant créées étaient auditées et cotées (dans leur ensemble), mais la complexité des strates conduisant à la création des MBS & CDO empêchait ces Agences de faire un travail raisonnable de contrôle => les notations étaient délivrées "par complaisance" à minima ; auditer en profondeur aurait conduit à définir le périmètre des risques et leur nature, donc en l'espèce ne pas pouvoir certifier de la qualité de ces produits avec l'assurance et la prudence nécessaires.

Value at Risk (VaR)

La VaR était l'outil de mesure de risque prédominant.

Elle estimait la perte potentielle maximale qu'un portefeuille pourrait subir sur une période donnée (par exemple, 24 heures) avec un certain niveau de confiance (par exemple, 99%). Cependant, la VaR était fondamentalement inefficace en cas d'événements « à queue de distribution » ou de « cygne noir », comme un effondrement simultané du marché immobilier. Elle sous-estimait les corrélations entre les actifs en période de stress, donnant aux banques une fausse impression de sécurité et les encourageant à prendre des risques excessifs.

Problème : ces stratégies ont créé une dangereuse illusion de sécurité. La sophistication des instruments a masqué l'ampleur réelle du risque, car en situation de crise, les corrélations entre les actifs ont explosé, entraînant des pertes simultanées et massives bien au-delà de ce que les modèles prévoyaient.

CAS AIG ET LEHMAN BROTHERS : LES CONSÉQUENCES DES STRATÉGIES DE COUVERTURE INADÉQUATES

AIG (American International Group) : l'assureur pris au piège

AIG, à travers sa division de produits financiers (AIGFP), s'est lancée massivement dans la vente de Credit Default Swaps (CDS).

Ces contrats fonctionnaient comme des assurances contre le défaut de paiement de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) et, plus spécifiquement, des Collateralized Debt Obligations (CDOs).

AIG se servait de ces deux vecteurs pour transférer des titres à très haut risques dans des zones "grises" mal ou pas auditées par les Agences de crédit & les Cabinets d'Audit légal.

AIG encaissait d'importantes primes, s'appuyant sur l'hypothèse (erronée) que les défauts sur ces sous-jacents, surtout les tranches « senior » des CDO's, étaient extrêmement improbables.

Les modèles internes et les notations des agences de crédit renforçaient cette perception de faible risque.

De plus, ces "zones grises" permettaient à AIG d'échapper à une règle et contrainte essentielle => un niveau de capitalisation très élevé, en permanence, pour couvrir les tiers en cas de crash (indemnisation avec les fonds propres).

La "Zone grise" a donc permis d'émettre des titres dont les risques énormes nécessitaient une hausse exorbitante des capitaux propres, ce dont la Compagnie ne voulait pas.

Lorsque le marché immobilier américain s'est effondré et que les défauts de paiement se sont généralisés (particulièrement sur les « subprimes »), AIG s'est retrouvée obligée d'honorer des milliards de dollars de garanties, sans avoir constitué les réserves de capital nécessaires.

Le résultat fut un quasi-effondrement d'AIG en raison de ses ramifications mondiales => la notion de "Too Big To Fail" est donc apparue.

Notion devenue essentielle => les lois du Marché sont ainsi faites que les plus faibles disparaissent lors de faillites. Même les plus grandes sociétés devraient être éliminées pour assainir le Marché. Mais quand une société a une taille si importante et qu'elle a des ramifications si nombreuses avec les Tiers que sa disparition entraîne celle des autres par effet de Domino, les Etats doivent la soutenir (on parle d'Entreprise Systémique) car sinon elle entraîne la faillite de nombreuses autres dont de grandes entreprises.

Elle a dû être sauvée par un plan de renflouement du gouvernement américain, injectant plus de 180 milliards USD de fonds publics pour éviter une faillite qui aurait eu des répercussions systémiques encore plus dévastatrices.

Lehman Brothers : l'excès de levier fatal

Lehman Brothers était l'une des plus grandes banques d'investissement mondiales, fortement exposée au marché immobilier américain, ayant accumulé un volume considérable de titres subprimes et de CDO's dans son bilan.

Elle dépendait également énormément du marché des repos (financement à court terme) et des dérivés de crédit pour sa liquidité et ses activités de trading.

Bien qu'elle ait tenté de mettre en place des couvertures partielles via des CDS ou d'autres dérivés, ces stratégies se sont révélées insuffisantes ou inefficaces face à la crise de liquidité et à la dévalorisation rapide des actifs.

La mauvaise estimation de la probabilité de défaut et l'incapacité à prévoir les corrélations extrêmes des actifs en période de stress (comme l'avait sous-estimé la VaR) ont rendu ses couvertures symboliques.

Lehman fonctionnait avec un excès de levier alarmant (pouvant atteindre 30:1), ce qui signifiait que même une légère baisse de la valeur de ses actifs entraînait des pertes massives par rapport à son capital.

Cette fragilité a été accentuée par la crise de confiance qui a asséché le marché interbancaire.

Quand certains créanciers ont demandé à Lehmann Bros de leur rembourser l'intégralité de leur créance, celle-ci n'a pu faire face => Crise de confiance puis mouvement de panique.

L'impossibilité de rouler sa dette à court terme et la perte de confiance de ses contreparties ont conduit à des pertes massives et, finalement, à sa faillite historique le 15 septembre 2008.

Cette faillite a provoqué un effet domino mondial sur les marchés financiers, soulignant l'interconnexion des institutions et l'importance du risque de contrepartie.

Erreur fatale : ces cas illustrent tragiquement l'erreur commune de considérer les produits dérivés comme une protection absolue sans évaluer minutieusement le risque de contrepartie. Quand l'entité censée vous « couvrir » fait elle-même défaut, toute la stratégie de hedging devient inutile, voire amplifie la crise systémique. La confiance dans les modèles et les notations s'est révélée mal placée face à des événements extrêmes.

CONCLUSION

La couverture, une nécessité stratégique

La couverture des risques n'est pas une option mais une nécessité technique et stratégique pour tout acteur financier exposé aux incertitudes des marchés. Elle vise à protéger le capital et les bénéfices contre la volatilité, le risque de crédit et le risque de contrepartie. On déploie une stratégie de sorte que l'effondrement d'une partie du portefeuille soit limitée (actions rapides de coupure) alors que la partie non altérée permet de dégager un rendement raisonnable qui limite la perte globale voire l'annihile.

Des outils puissants mais à double tranchant

Les produits dérivés (options, futures, swaps, CDS) offrent des mécanismes de transfert de risque puissants.

Cependant, leur coût (primes, appels de marge) et leur complexité exigent un arbitrage rigoureux entre protection optimale et rentabilité.

La crise de 2008 a révélé les coûts cachés et les risques systémiques associés à une utilisation irréfléchie, notamment des CDS non collatéralisés.

Les leçons amères de 2008

Les faillites d'AIG et Lehman Brothers ont tragiquement démontré que des stratégies de couverture mal calibrées, une confiance excessive dans des modèles défaillants comme la VaR, et l'ignorance du risque systémique et de contrepartie peuvent transformer une protection en un vecteur de crise.

La complexité de la titrisation (MBS, CDO's) a masqué l'ampleur du risque, amplifiant l'effondrement.

La titrisation est dangereuse dans la mesure où l'audit de la créance titrisée (découpée) est mal évaluée / évoluant dans une zone grise, de sorte à ce que l'organisme ayant titrisé a en quelque sorte voulu diluer son propre risque par le fait de mutualiser. C'est parfois aussi la volonté de créer un nouveau vecteur financier échappant en tout ou partie aux contrôles des instances financières, pour redonner une image "saine" à des produits qui sont au départ risqués, ne répondant pas positivement aux règles de prudence du Marché et donc difficilement cessibles en leur état initial.

L'évolution des pratiques et de la régulation

En réponse à 2008, la gestion des risques a évolué, intégrant des modèles plus robustes (par exemple l'Expected Shortfall) et des stress tests plus complets, surpassant les limites de la VaR.

La supervision réglementaire s'est intensifiée avec Bâle III et IV, imposant des exigences de capital et de liquidité accrues.

Les stratégies de hedging sont désormais plus diversifiées, conservatrices, et axées sur une évaluation rigoureuse du risque de contrepartie et une transparence accrue.