

LA CRISE

N°28, octobre 2014

ISSN 2563-9234 – Montréal – Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), UQÀM

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

Numéro spécial « Et mes sous dans tout ça ! »

LA GALERIE DES TORTURES



Résumé : Il est une légende selon laquelle il existerait des actifs sans risques, Saint Graal de l'investisseur prudent et fonds de commerce des gérants de placements dits sécurisés. Certes, en période calme d'un système économique et financier dont les mécanismes se reproduisent sans heurt majeur, il est vrai que certains actifs sont plus faiblement risqués que d'autres. Mais en période de ruptures et de troubles intenses (économiques, financiers, géopolitiques), comme actuellement, on peut plus ou moins choisir ses risques mais pas échapper aux risques. Ce numéro de LA CRISE est entièrement consacré à la visite de la galerie des tortures qui peuvent être infligées à votre patrimoine. Âmes sensibles s'abstenir, tous les instruments de torture vont vous être présentés sans la moindre concession, rien ne vous sera épargné !

Effets indésirables possibles : la lecture de ce document est déconseillée avant d'aller dormir, la Rédaction de LA CRISE ne saurait en aucun cas être tenue pour responsable d'insomnies ou de cauchemars éventuels !



- 1. La galerie des tortures : présentation générale** p.3
- 2. Les tortures traditionnelles : propriété, liquidité, marché** p.5
- 3. Les armes de destruction massive : les risques de contrepartie** p.10

Vous disposez peut-être d'un patrimoine ? Tant mieux pour vous, c'est le signe que vous n'êtes pas dans le besoin immédiat, que vous pouvez subir quelques coups durs sans être en difficulté matérielle insurmontable (à condition que ce patrimoine soit suffisamment liquide pour pouvoir être mobilisé). Mais ne croyez pas au salut éternel de votre patrimoine, surveillez-le comme le lait sur le feu... car il risque de vous échapper : d'aucuns pourraient bien lui vouloir du mal et l'emmener, « à l'insu de votre plein gré », dans la galerie des tortures... où il passerait de sales moments.

Ce numéro spécial « Et mes sous dans tout ça ! » est donc entièrement consacré à une visite commentée de la galerie des tortures patrimoniales. Âmes sensibles s'abstenir : tous les instruments de torture vont vous être présentés sans la moindre concession, sans floutage des images, donc rien ne sera épargné aux épargnants : le *bail-in* et le *corralito* bien sûr – j'ai consacré un numéro de LA CRISE à chacun de ces deux instruments maudits, N°16 pour le *corralito*, N°24 pour le *bail-in* – mais aussi l'expropriation, la faillite bancaire, le vol, le krach boursier, le défaut souverain, l'effondrement obligataire, et le défaut de couverture qui pourrait bien vous laisser à poil ! Adeptes inconditionnels du principe de précaution... il est encore temps de passer votre chemin tant les risques qui vont être évoqués sont graves et multiples (vendez tout, achetez le kit du naufragé volontaire et partez sur une île déserte... mais suffisamment élevée pour échapper à la montée des eaux suite au réchauffement climatique !). Et maintenant, pour ceux qui sont décidés à entreprendre la visite de la galerie et à regarder les risques en face... suivez le guide. Nous commencerons la visite en prenant connaissance du plan général de la galerie, composée de quatre salles principales : la salle de la propriété, la salle de la liquidité, la salle des marchés et enfin, comble de l'horreur indicible, la salle des contreparties. Attention, dans chacune de ces salles votre patrimoine risque gros, surveillez-le bien : le guide ne pourra en aucun cas être tenu responsable des dommages éventuels. Bien sûr, si vous ressortez de la visite en vous sentant mieux armés pour défendre votre cher petit patrimoine... n'oubliez pas le guide !

Après ce premier aperçu général, nous passerons plus ou moins rapidement dans les trois premières salles où sont pratiquées les tortures les plus traditionnelles : certaines, comme le vol, sont vieilles comme l'humanité, d'autres existent depuis des siècles comme les risques boursiers. Ces tortures sont bien inventoriées et documentées et concernaient nos arrières grands parents aussi bien que nous. La dernière salle, la salle des contreparties, mérite une attention toute particulière. Certes la nouveauté n'est pas totale : c'est le moins que l'on puisse dire quand on se rappelle que la France a bien dû faire défaut une dizaine de fois et l'Espagne une quinzaine. Mais la sophistication des défauts de contrepartie, l'ingéniosité financière pour créer de nouveaux instruments qui déplacent le risque plus qu'ils ne le suppriment suggèrent que c'est dans cette salle que se concoctent les armes de destruction massive qui pourraient anéantir nombre de patrimoines.

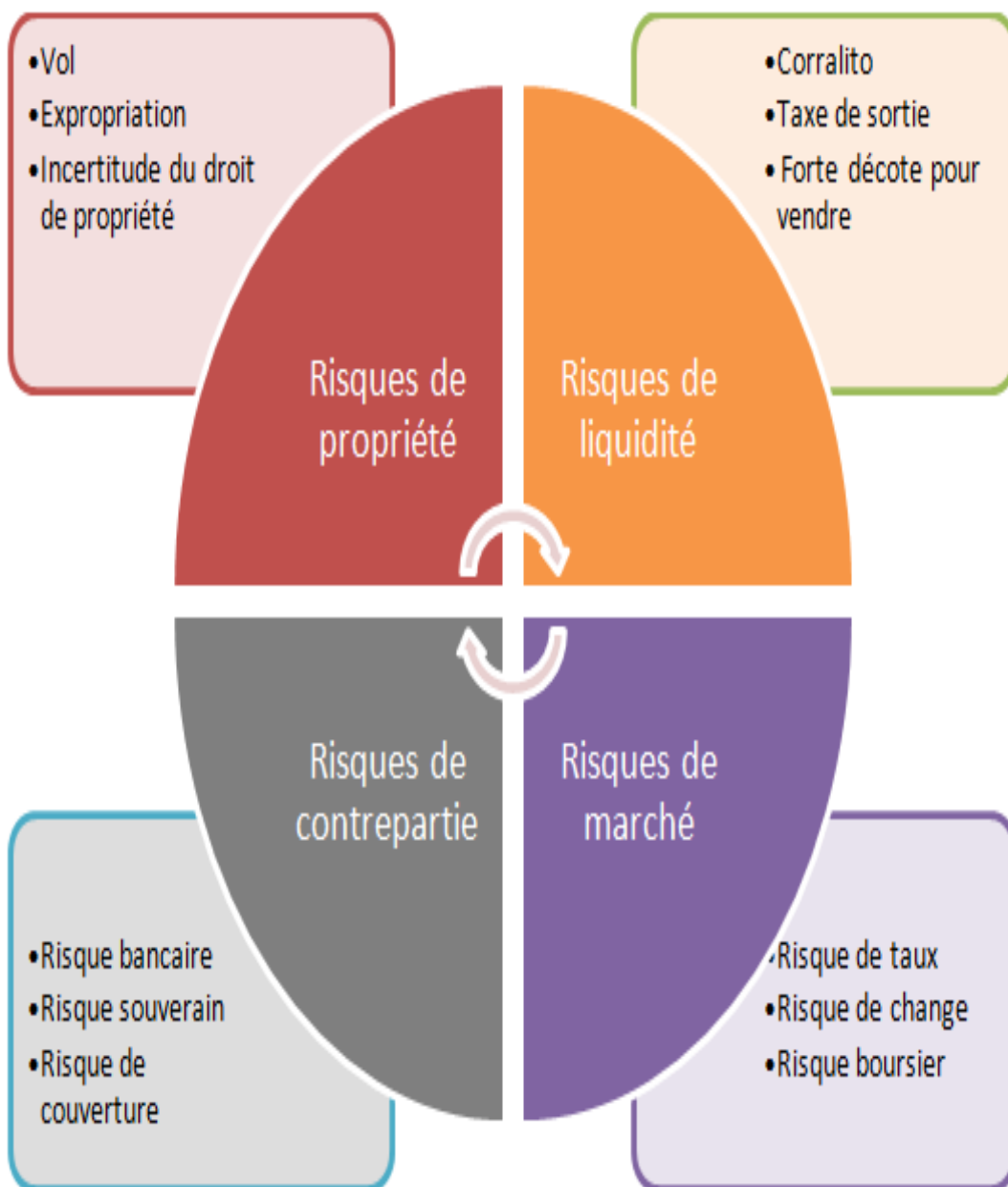
Allez... courage... gardez les yeux ouverts sur vos risques ! Mais, pour une fois, aucun lecteur ne pourra se plaindre que je traite par-dessus la jambe la rubrique « Et mes sous dans tout ça ! ». C'est du « mes sous » 100% garanti ! C'est la première fois... et ça ne reproduira pas avant longtemps !

1. La galerie des tortures : présentation générale

Pour commencer notre visite, voici le plan de cette horrible galerie où votre patrimoine peut trépasser ou au moins être durablement handicapé suite à des turbulences majeures :

LA GALERIE DES TORTURES PATRIMONIALES

Source : H. REGNAULT, LA CRISE N°28, octobre 2014



Les divers éléments de votre patrimoine peuvent courir quatre grands types de risques. Faisons un premier survol rapide de mise en perspective, avant de les reprendre plus en détail tout en les reliant aux grandes catégories d'actifs patrimoniaux.

- **Le risque de propriété** peut vous priver de la possession et de la jouissance du bien : il prend la forme du vol ou de l'expropriation, ou, encore plus sournois, de la contestation de votre droit de propriété ou de l'usage qui était supposé y être attaché.
- **Le risque de liquidité** se traduit par votre incapacité à disposer dans des conditions acceptables d'un élément de patrimoine dont vous souhaiteriez vous débarrasser pour réinvestir sur un autre support ou plus simplement pour votre consommation personnelle.
- **Le risque de marché** est lié aux évolutions ascendantes ou descendantes de différents types de marché : marché des capitaux et des taux d'intérêt, marché des changes de monnaies, marchés boursiers d'achat et vente de titres. Contrairement aux trois autres types de risque, c'est le seul risque acceptable... parce qu'à double sens : vous pouvez gagner comme vous pouvez perdre. Mais lorsque les marchés sont allés très loin dans un sens (comme c'est le cas actuellement pour les marchés actions) la probabilité est maximale que les délices des plus values se transforment en tortures de moins values.
- **Le risque de contrepartie** a trait à la capacité de vos partenaires dans vos opérations financières à honorer leurs engagements : risque bancaire sur vos dépôts, risque souverain sur dettes des Etats que les gestionnaires de vos fonds ont acheté, et le plus sournois, le risque de couverture (ou d'assurance) sur les filets de sécurité que vos gestionnaires ont acheté pour vous couvrir des autres risques.

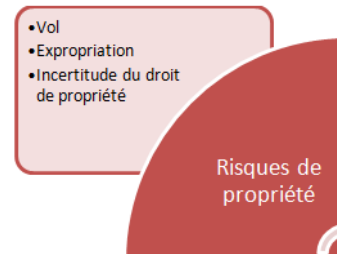
Avertissement :

Inutile de m'écrire pour me demander des conseils de placements, je ne répondrai pas ! Ce n'est pas mon job, je ne suis pas conseiller patrimonial. De plus, le conseil patrimonial suppose de bien connaître la situation de la personne à qui on prodigue un conseil ou une recommandation. Ceux qui ont la solution miracle pour tout le monde, sans tenir compte de l'âge, de la situation professionnelle, des contraintes et des projets de chacun... sont forcément des charlatans ou trop intéressés à vendre un produit précis... qui leur rapporte une commission! La rubrique "Et mes sous dans tout ça" vise plus à interpeler et à faire réfléchir qu'à conseiller. Ensuite, à chacun de prendre ses responsabilités.

2. Les tortures traditionnelles : propriété, liquidité, marché

Examinons donc en premier lieu les risques les plus classiques, endurés par des générations et des générations, depuis l'invention de la propriété privée, de la monnaie et des bourses d'échange.

LES RISQUES DE PROPRIETE



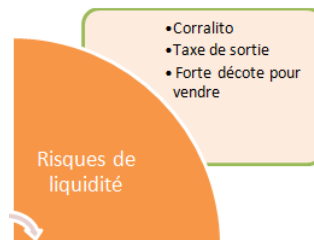
Parler de risque de propriété conduit immédiatement à penser au vol, négation absolue de la propriété. Sont particulièrement concernés les actifs monétaires sous forme d'espèces, les métaux précieux, les œuvres d'art et tous les objets de grande valeur aisément transportables. Mais vous n'êtes pas assez fous pour garder ce type de valeurs à votre domicile. En particulier vos espèces au-delà de vos besoins transactionnels courants, et vos métaux ou bijoux précieux, si vous en détenez, sont dans un coffre dans une banque : c'est certes plus prudent, mais la parade n'est pas absolue... comme s'en sont aperçus des palois (habitants de la bonne ville de Pau... proche de Lourdes...sans garantie de miracles !) qui avaient de l'or dans des [coffres à la Société Générale](#)... or mystérieusement volatilisé !

Mais le vol est loin d'épuiser la thématique du risque de propriété. La réquisition définitive ou l'expropriation sont une menace grave qui pèse sur certains biens. Vous pensez immédiatement à des terrains ou des constructions. Mais certaines autres valeurs peuvent être concernées : un changement de monnaie peut anéantir des stocks d'espèces (pas forcément acquises en toute transparence !), l'or des particuliers peut être réquisitionné et la détention d'or par ces mêmes particuliers déclarée illégale ([Etats-Unis 1933](#)). En cas de nationalisation d'une entreprise, vos actions peuvent aussi être concernées par ce risque de propriété. Le préjudice dépendra *in fine* de l'indemnisation qui vous sera versée, même si cette indemnisation ne compensera jamais la valeur affective de certains biens. Enfin n'oublions pas que si les taux d'intérêts restent faibles sur les dettes souveraines des pays développés, c'est bien parce que les marchés savent parfaitement, qu'en cas de nécessité, les Etats de ces pays pourraient mettre en œuvre, comme l'a proposé discrètement le FMI, une taxe exceptionnelle sur les patrimoines (le chiffre de 10% a pu être évoqué) : ce serait très précisément une forme de réquisition de l'épargne. Les marchés savent ainsi qu'il vaut mieux prêter à un pays de gens riches au budget national déficitaire qu'à un pays de gens pauvres au budget équilibré !

Plus sournoise encore est l'incertitude du droit de propriété ou de l'usage supposé y être attaché. Ce risque concerne tout particulièrement l'immobilier, mais pas uniquement : si vous achetez une œuvre d'art qui se révèle avoir été volée antérieurement vous risquez fort d'être obligé de la restituer à son légitime propriétaire, sans le moindre recours. En matière

immobilière : vous avez acheté une villa ou un terrain à bâtir en Andalousie ou dans une île grecque... et quelques mois après vous constatez que votre propriété est contestée par un individu qui se prétend unique propriétaire et assure que le vendeur était un usurpateur ! Ou bien l'administration vous informe que la villa que vous avez achetée ou fait construire doit être détruite (à juste titre) parce que bâtie sur un terrain non constructible ! Bonjour les dégâts et vive la galère ! Cette incertitude du droit de propriété n'est pas générale : certains pays y semblent plus exposés que d'autres, par absence ou incomplétude du cadastre ou par imprécisions dans l'enregistrement des mutations. (On peut noter que la France est particulièrement sécurisée en ce domaine du fait du monopole des notaires en matière de transactions immobilières et, en contrepartie, des garanties données aux acheteurs). Un seul conseil : acheter un bien immobilier à l'étranger ne doit pas se faire sur un simple coup de cœur (Oh le beau coucher de soleil sur la mer !) ou sur un coup de tête (ras-le-bol les impôts qui me bouffent tout mon fric... je me tire !), soyez particulièrement prudents, entourez-vous d'avis d'experts et n'hésitez pas à consacrer une partie de votre budget pour sécuriser votre achat.

LES RISQUES DE LIQUIDITE



La liquidité d'un actif n'est rien d'autre que sa possibilité d'être vendu et donc transformé en monnaie, actif liquide par excellence, équivalent universel et « *forme absolue et toujours désirable de la richesse sociale* » (cette magnifique formule est de... devinez !!!, réponse en PS en fin de lettre, mais il est vrai qu'à l'époque - un indice : il s'agit du XIXe siècle - la monnaie par excellence était l'or !). La bonne liquidité d'un actif est la condition de son arbitrage contre d'autres actifs correspondant mieux à vos attentes à un moment donné.

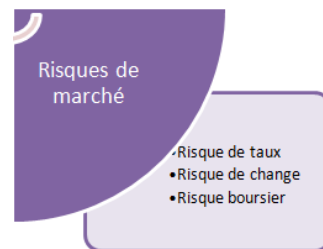
La liquidité des actifs est très variable, suivant leur nature. On s'attend, bien sûr, à ce que la liquidité d'une obligation ou d'une action soit quasi immédiate (sauf interruption des cotations sur plusieurs heures ou jours, en cas de krach boursier par exemple), tandis que la transformation en monnaie d'un bien immobilier est nécessairement beaucoup plus longue : même en période de fluidité du marché immobilier, pour des raisons techniques et des délais administratifs, la concrétisation de la vente par une somme monétaire arrivant sur votre compte prendra plusieurs mois. Et en période de blocage du marché, un bien immobilier devient un actif illiquide par excellence et risque de devoir être bradé en cas de besoin absolu de cash (pour payer des droits de succession par exemple).

Mais sans doute pensez-vous, une fois l'immobilier mis à part (et les parts de sociétés non cotées et très difficilement cessibles, ou bien encore les œuvres d'art), que la liquidité des actifs financiers – et *a fortiori* monétaires – est automatique, immédiate. Détrompez-vous, il existe de nombreux exemples contraires, avérés... ou prévisibles.

Les Argentins se souviennent du *corralito* bancaire mis en place au début des années 2000, qui limitait drastiquement les retraits hebdomadaires qu'ils pouvaient faire sur leurs comptes (cf. LA CRISE N°16, [Tous Argentins : Bienvenue au corralito](#)) : l'actif monétaire, en principe liquide par excellence, s'était figé, solidifié. Supposez maintenant que dans les mois à venir les taux obligataires remontent fortement (c'est une supposition, pas une prévision): les cours des supports obligataires chuteraient (voir l'encart en page suivante). Beaucoup de détenteurs de fonds obligataires voudraient sortir : les laisser faire aggraverait le krach obligataire, faisant encore plus chuter les cours et encore plus monter les taux, alourdissant les charges d'intérêts sur les dettes des Etats... situation intolérable qui aggraverait les déficits et augmenterait la dette dans un cercle vicieux sans fin. La solution : *corralito* ou taxe de sortie. Des *corralitos* devraient être mis en place sur les contrats d'assurance vie (surtout si venaient se surajouter des défauts de contrepartie, voir plus loin), limitant les montants des retraits ou modifiant les contrats déjà en vigueur pour interdire les sorties en capital et imposer des sorties en rentes viagères, donc des décaissements étalés dans le temps. Une autre modalité est envisageable pour décourager les sorties des fonds obligataires : des pénalités de sortie. Par exemple, il est rapporté que le Trésor américain envisagerait de telles pénalités en cas de fuite massive sur ses *bonds* (Source : [Zero hedge](#)).

Bref, sans faire preuve d'une imagination débordante, des actifs considérés comme très liquides pourraient bien se figer, pour un temps plus ou moins long: vous n'en seriez pas dépossédés, mais vous n'en disposeriez pas à votre guise, même à leur valeur décotée. Mais au moins, pensez-vous, vos actifs monétaires (vos comptes bancaires, comptes chèque ou comptes d'épargne) auront toujours et en toutes circonstances une disponibilité totale... nous ne sommes tout de même pas en Argentine ! Détrompez-vous, que vous soyez en Europe ou en Amérique du Nord, si vous avez des sommes importantes sur vos comptes dans une banque en difficulté (et vous saurez trop tard qu'elle est en difficulté), votre accès à vos avoirs pourrait être limité à quelques dizaines de milliers d'Euros ou de Dollars, dans le cadre des *bail-in* (voir plus loin, sur le risque de contrepartie), en attendant le règlement de la faillite et la détermination du montant de votre spoliation.

LES RISQUES DE MARCHES



Les risques de marchés vous sont probablement les plus familiers, tant il est évident que les cours des monnaies, des obligations et encore plus des actions sont fluctuants, à la hausse comme à la baisse. Ils sont principalement de trois types :

- **Les risques de change** : en régime de changes flottants, les cours des monnaies fluctuent au jour le jour (en régime de change fixe, derrière l'apparente certitude de la stabilité au jour le jour, se cache la possibilité –pendant un week end – d'une brusque dévaluation ou réévaluation). Derrière ces évolutions, il est clair que les valorisations des actifs que vous

pouvez détenir en monnaies étrangères vont fluctuer, convertis dans votre monnaie de référence.

- **Les risques de taux** : l'évolution des taux d'intérêt influe sur la valorisation des actifs que l'on vous présente comme étant sans risque, c'est-à-dire les supports obligataires (ou bons d'Etats) qu'en général vous ne détenez pas en direct mais à travers des fonds diversifiés dits sécurisés, des assurances-vie ou des fonds de pension.

Pourquoi un risque de taux sur les obligations ?

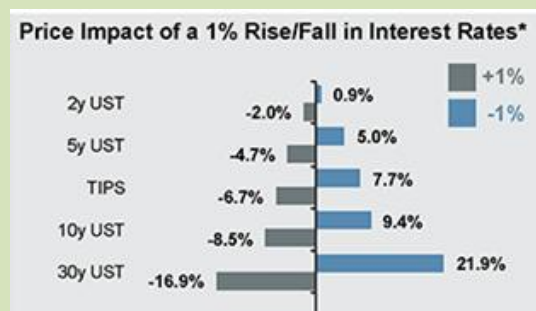
Vous venez d'acheter une obligation perpétuelle d'un montant de 1000 € à 1% : chaque année, à perpétuité, l'émetteur doit vous verser 10 €. Si dans quelques mois vous voulez récupérer votre capital, en revendant votre obligation sur le marché secondaire, mais que le taux d'émission de telles obligations perpétuelles soit passé à 2%, tout acheteur n'acceptera de reprendre votre obligation que pour autant qu'elle lui rapportera 2% : votre obligation ne vaudra plus que 500 €. (A l'inverse si le taux avait baissé à 0,5%, vous pourriez la revendre 2000 €).

Autre cas, vous avez acheté une obligation de 1000 € à 1% émise pour un an. Donc dans un an, le possesseur de l'obligation touchera 1010 € (le capital plus l'intérêt). Si les taux passent à 2% et que dans six mois vous vouliez revendre, et que vous espériez 1005 € (le capital plus la moitié des intérêts annuels), votre acheteur vous demandera une réduction sur ce prix espéré pour tenir compte du fait qu'il attend lui une rémunération de 10 sur 6 mois et non plus sur un an : il ne consentira qu'à vous donner 1000 et non pas 1005, soit une perte légère de 0,5%.

Ainsi, les variations des cours des obligations en cas de variation des taux d'intérêt sont directement fonction de la durée de vie de ces obligations en attendant le remboursement du capital. Plus une obligation est longue, plus sa valeur est sensible à la variation des taux d'intérêt, à la hausse comme à la baisse.

Par ailleurs, plus les taux sont bas (comme c'est le cas actuellement) plus une variation de 1% (100 points de base en jargon financier) aura d'impact sur la valeur des titres antérieurement émis. Facile à comprendre : un taux de 1% qui passe à 2% vient de doubler, alors qu'un taux de 10% qui passe à 11% n'a augmenté que d'un dixième.

Le graphique ci-dessous, repris d'un document J.P. Morgan, illustre l'impact d'une variation (à la hausse ou à la baisse) de 1% des taux d'intérêt sur la valeur des Bons du Trésor américains en fonction de leur durée de vie (à jour juin 2014).

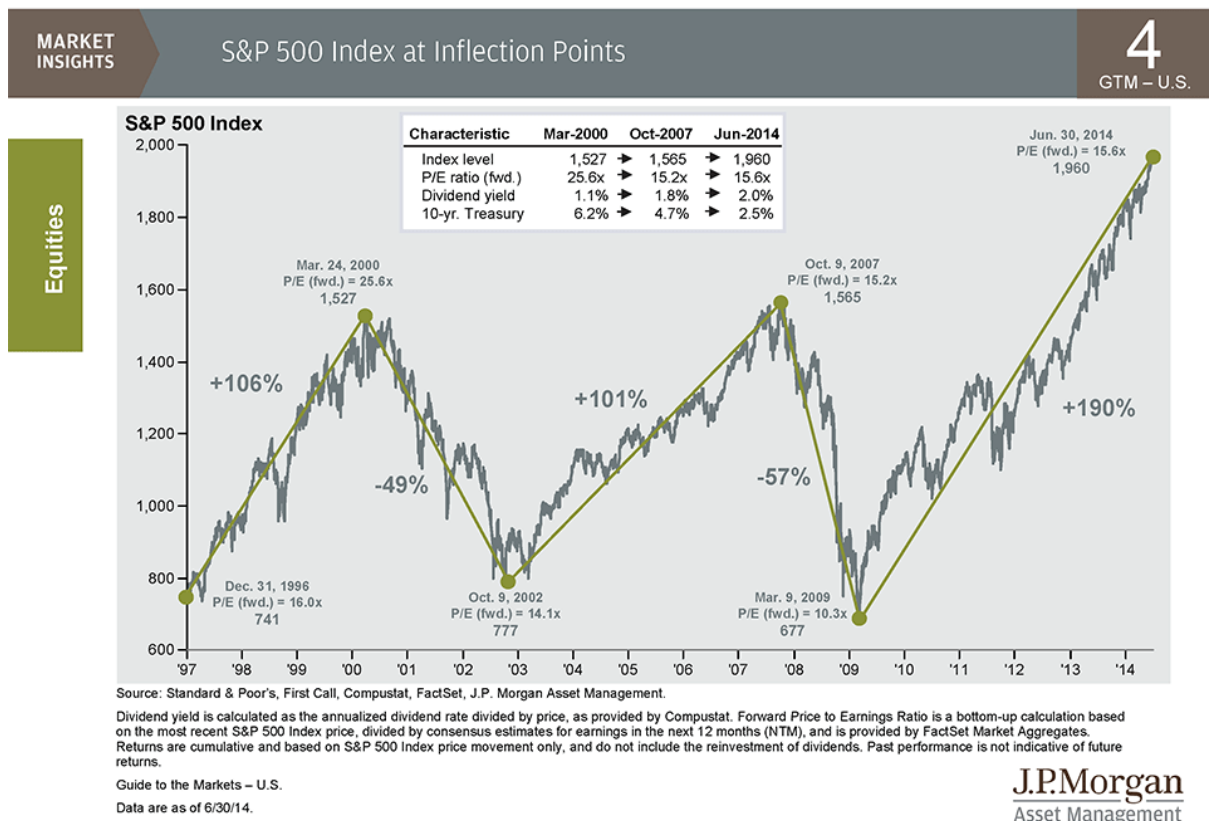


Source : https://www.jpmorganfunds.com/blobcontent/691/403/1159397329202_GTM-3Q14-DRAFT-Evening-Draft-4.png

Les règles de valorisation de ces actifs par leurs gérants (valeur de marché immédiate, fluctuante, ou valeur de remboursement final si l'obligation est détenue jusqu'à son terme... sauf accident de remboursement !) peuvent plus ou moins masquer les fluctuations des cours

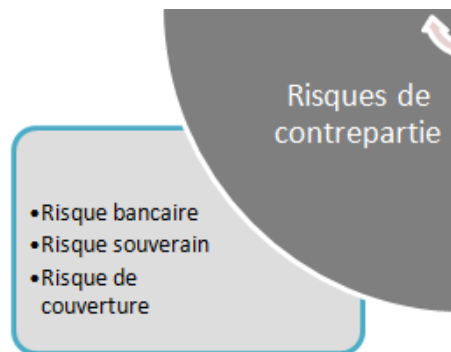
sur les marchés des éléments de votre actif, mais la valeur liquidative (si le gérant devait vendre tous les éléments du fonds, en cas de retraits massifs des épargnants) est nécessairement affectée. Bien évidemment, en période de remontée des taux, et nous allons y être confrontés à plus ou moins long terme, les valeurs de marché et les valeurs liquidatives sont à la baisse, plus ou moins bien limitée par des filets de sécurité (pas gratuits) qui renvoient à un autre risque (ci-dessous, le risque de contrepartie).

- **Les risques boursiers** : la bourse, les cours des actions, ça monte et ça descend ! L'imaginaire populaire est hanté par le souvenir des krachs les plus retentissants et le souvenir de 1929 est présent dans tous les esprits. Ce qui n'empêche pas les rêves les plus fous, d'être plus fort que le marché, même s'il est vrai que les particuliers, les investisseurs individuels, se sont calmés et que l'essentiel de l'activité boursière est le fait de professionnels, de gérants de fonds et de banquiers jouant avec vos dépôts, à l'insu de votre plein gré, dans le cadre du *High Frequency Trading*, au millième de seconde ! Mais, dans la période actuelle, si jamais l'envie malsaine vous prenait de jouer en bourse... méditez bien ce graphique de l'évolution sur une quinzaine d'années de l'indice boursier Standard & Poors 500 que j'emprunte à la banque J.P.Morgan : ça monte, ça baisse, ça remonte et ça rebaisse, ça remonte encore plus fort... devinez la prochaine étape !



Source : https://www.jpmorganfunds.com/blobcontent/691/403/1159397329202_GTM-3Q14-DRAFT-Evening-Draft-4.png

3. Les armes de destruction massive : les risques de contrepartie



Bush et Blair auraient mieux fait de débusquer les ADM (Armes de destruction massive) à Wall Street et à la City plutôt que d'aller farfouiller dans les placards de Saddam Hussein... où ils n'ont rien trouvé ! Le Moyen Orient ne s'en porterait que mieux, et nos sociétés occidentales aussi. Car s'il y a un jour un très gros bug financier, il viendra d'ADM anglo saxons : les risques de contrepartie. Ce sont ceux qui menacent le plus votre patrimoine. Les autres risques existent bien mais la menace est sans commune mesure : les risques de contrepartie sont les plus dangereux parce que les plus massifs par le nombre de ménages concernés (sans qu'ils en soient conscients), les plus imprévisibles tant ils sont occultés par le secret des affaires. Pour votre patrimoine, ce sont des ADM qui ne se traduisent pas par l'amointrissement mais par l'anéantissement ! De quoi s'agit-il, pour vous qui découvrez ce vocable de « risque de contrepartie » ?

Les biens réels que vous pouvez détenir (biens meubles et immeubles, métaux, œuvres d'art, soumis aux risques de propriété, de liquidité et éventuellement de marché décrits ci-dessus) existent en tant que tels, en eux-mêmes, au-delà de toute relation sociale, de par leur nature physique. Par contre, tous vos actifs monétaires et financiers s'inscrivent dans le cadre de conventions sociales vous reliant à des partenaires qui reconnaissent vous devoir quelque chose : vous avez une créance sur la banque centrale qui a émis les billets que vous détenez, sur la banque commerciale où sont domiciliés vos comptes, sur les gérants de fonds diversifiés, d'assurance vie ou de fonds pensions à qui vous avez confiés des capitaux ou des cotisations régulières, et, à travers ces gérants, sur les Etats qui ont émis des bons du Trésor ou sur les assureurs (ou prétendus tels) qui garantissent qu'en cas d'évènements exceptionnels ils assumeront tel ou tel risque. Ces partenaires directs ou indirects sont vos contreparties : vous êtes créanciers, ils sont débiteurs : la disposition de vos biens suppose leur bon vouloir... et surtout leur bonne capacité à honorer leur dette à votre égard.

Quand tout va bien... tout va bien : vos billets ont une valeur libératoire (ils sont acceptés en paiement), votre banquier règle vos chèques (en débitant votre compte), votre assureur-vie honore vos demandes de retraits ou verse la rente convenue, votre gérant de fonds obtient (pour vous, sans que vous le sachiez) les compensations à tel ou tel évènement stipulé dans un contrat de couverture de change ou de couverture de risque financier (type CDS, *Credit Default Swap*). Mais si cette chaîne d'engagements se rompt... bonjour les dégâts : vous comprendrez alors ce que signifie le risque de contrepartie ! Nous distinguerons ici trois types

de risques de contrepartie particulièrement d'actualité : le risque bancaire, le risque souverain et le risque de couverture. Nous analyserons successivement ces trois risques, avant de conclure en nous demandant si leur combinaison ne pourrait pas créer un cocktail détonnant... dont on se passerait bien volontiers !

Le risque bancaire. Comme toute entreprise, une banque peut se retrouver incapable d'honorer ses engagements et se retrouver en faillite. Sans remonter aux calendes grecques, rappelez-vous Lehman Brothers en 2008 aux Etats-Unis et en cette année 2014 le groupe portugais Espirito Santo (voir la série d'articles de [François Leclerc](#) – blog de Paul Jorion – sur Espirito Santo)

En général, une faillite d'entreprise fait peu de tort à ses clients (sauf avances de fonds sur une commande), les principales victimes en sont ses créanciers et notamment ses salariés et ses fournisseurs qui risquent fort de ne pas être payés. Si votre boulanger ou charcutier fait faillite, ce n'est pas trop grave pour vous, vous irez dans une autre boulangerie ou charcuterie. Petit problème avec votre banque : vous vous croyez client, mais vous êtes créancier, votre créance étant le montant de vos dépôts sur les différents comptes (chèque ou épargne). Vous pouvez être débiteur aussi (vos crédits consommation ou immobilier), mais en cas de faillite de votre banque... pas de chance, on vous réclamera quand même vos mensualités de remboursement sans pour autant vous restituer vos soldes bancaires créditeurs !

Pas de problème pensez-vous, une banque (surtout une grosse), ça ne fait pas vraiment faillite : c'est restructuré, repris par un concurrent ou par l'Etat... avec l'aide de ses chers contribuables ... qui contribueront. Les actionnaires, pensez-vous encore, seront les dindons de la farce (dindons consentants, ils devaient savoir ce qu'ils faisaient !), mais les clients – créanciers (alias les déposants) en ressortiront indemnes. Vous n'avez pas totalement tort, c'est bien comme ça que ça se passait, mais vous semblez avoir un train de retard : un peu partout dans le monde occidental la solution à la mode c'est le *bail-in* (cf. [LA CRISE N°24, Opération Jivaro](#)). Les Etats impécunieux ne veulent plus payer... d'autant que les contribuables sont devenus près de leurs sous ! Dès lors les déposants sont mis à contribution, comme ils l'ont été à Chypre, devenant malgré eux actionnaires d'une banque en faillite et ne récupérant leurs dépôts qu'à hauteur d'un plafond actuellement fixé en Europe à 100.000 €. Ce plafond peut vous sembler confortable, mais il n'est pas écrit sur les Tables de la Loi, ce n'est qu'un nombre sur un papier... qui peut être réduit à 50.000, dès demain si nécessaire. Certes, en général, vous voudriez bien avoir 50.000 € sur un compte ! Mais si demain vous venez de vendre votre appartement ou votre maison, ou bien de recevoir un héritage en attente d'affectation, ou une indemnité quelconque sous forme d'un capital...vous serez concerné. De plus, pour l'entreprise qui vous emploie, 100.000 € c'est vite atteint, et si elle se voit confisquer sa trésorerie... bonjour les dégâts, et peut-être pour vous... bonjour le chômage !

Voilà donc, très concrètement un premier risque de contrepartie. Comment peut-il être activé, qu'est-ce qui pourrait causer la faillite de votre banque ? Beaucoup de choses ! Une multiplication des défauts de paiement de ses clients emprunteurs, sur les prêts immobiliers notamment (en Espagne, plus de 10% d'impayés), son trop fort engagement dans des opérations spéculatives non décelables dans le bilan (opérations dites hors bilan, voir l'encart

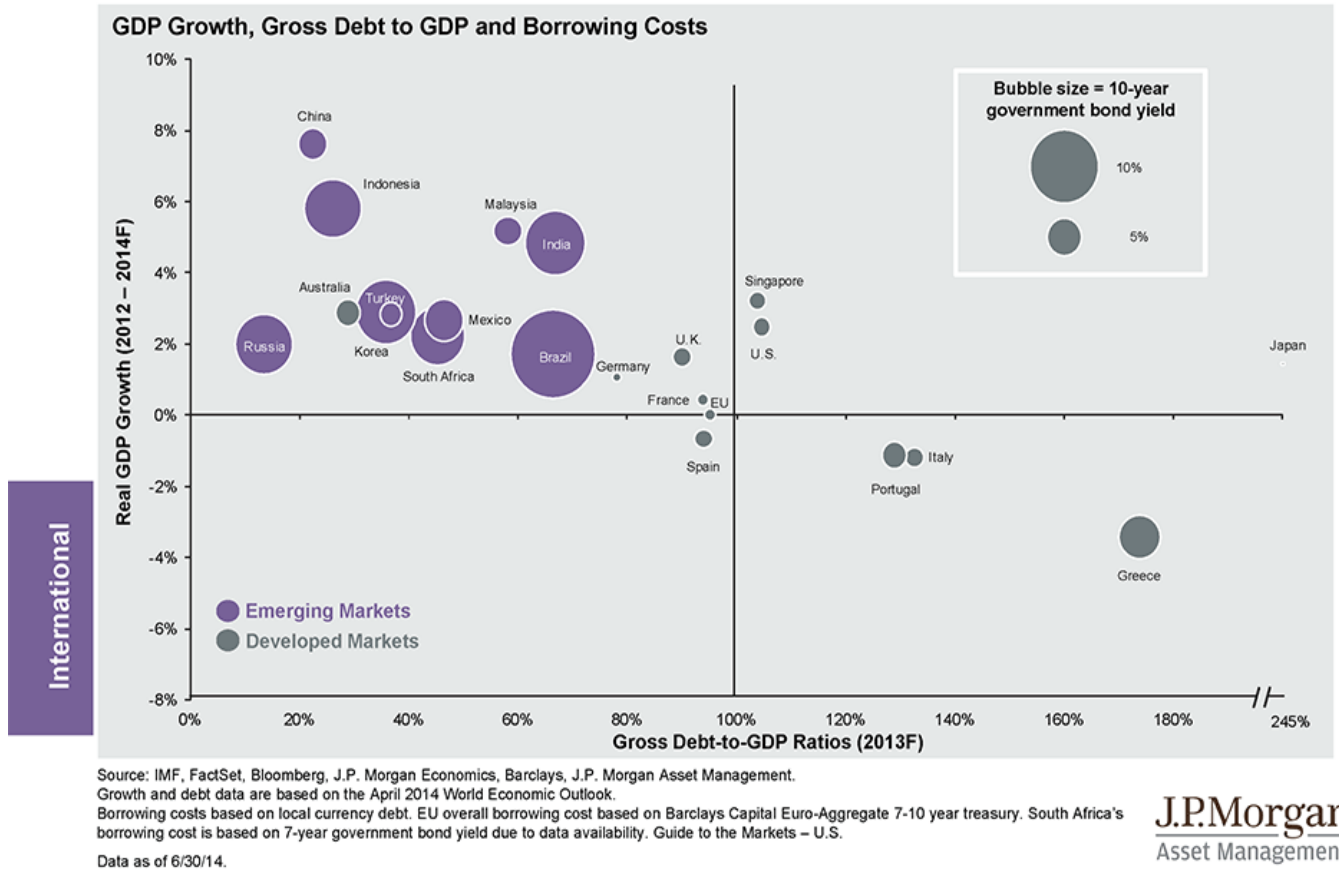
ci-dessous), ou un défaut de contrepartie dans des opérations de couverture qu'elle aurait mises en place pour se protéger elle-même de tel ou tel évènement. Bien sûr, tout est fait pour limiter les risques : la Banque Centrale des banques centrales (Banque des Règlements Internationaux, à Bâle) édicte de nouvelles normes, tente de contrôler le développement anarchique du hors bilan mais se heurte aux manœuvres dilatoires du monde bancaire qui veut poursuivre ses pratiques pernicieuses en espérant se refaire une santé (comme le joueur qui a beaucoup perdu au casino ou au poker espère se refaire au prochain coup). En Europe, une [Union Bancaire](#) se met en place : en soi c'est une bonne chose. Mais vu le rythme très lent de montée en puissance de ses capacités d'intervention sur la base de contributions des banques (fonds de résolution), elle devrait rapidement être en état de venir secourir la Banque communale de Trifouillis-les-Oies sur Gartempe ; pour ce qui est de Deutsche Bank ou de la BNP, ça ne devrait pas poser de problèmes... d'ici une dizaine d'années ! Je vous conseille donc d'aller faire brûler un cierge à Saint Matthieu (saint patron des banquiers et des comptables ; dans le civil, avant de s'enrôler dans les brigades du Christ, Matthieu était collecteur d'impôts...ça ne s'invente pas !) pour qu'une crise bancaire majeure veuille bien attendre une dizaine d'années.

C'est quoi le hors bilan ?

« Le hors bilan assure le suivi comptable des activités qui n'ont pas encore entraîné un paiement (un décaissement ou un encaissement) de la part de la banque, mais qui lui font courir un certain nombre de risques. Il s'agit habituellement de contrats en cours d'exécution... Les activités enregistrées dans cette catégorie sont pour l'essentiel les opérations sur dérivés, les opérations de change ainsi que les opérations de titrisation. Les ratios de solvabilité que la réglementation de Bâle impose aux banques ne tiennent pas compte des activités hors bilan. C'est pourquoi elles peuvent contourner la restriction qui porte sur les volumes de crédit qu'elles peuvent contourner grâce à titrisation ».

Extrait de : « La finance mondiale : maîtrisée ou porteuse de nouvelles crises », par Christophe Boucher, in Problèmes économiques, La documentation française, Comprendre l'économie mondiale, Hors Série N°6, septembre 2014.

Le risque souverain. Inutile de vous rappeler que les Etats sont très endettés : 250% du PIB pour le Japon, 160% pour la Grèce, 130% pour l'Italie, les Etats-Unis déjà au dessus de 100% vont bien vite être rejoints par la France. Donc vous êtes bien conscients de [la grosse dette qui monte... qui monte](#) ! Le graphique ci-dessous de J.P.Morgan (encore un...c'est la première fois que je pille une banque... on finirait presque par y prendre goût, surtout quand la marchandise est bonne !) offre un bon panorama mondial original, mettant en perspective le taux de croissance du PIB (en ordonnée), le ratio dette sur PIB (en abscisse) et le taux d'emprunt sur les bons à 10 ans.



Source : https://www.jpmorganfunds.com/blobcontent/691/403/1159397329202_GTM-3Q14-DRAFT-Evening-Draft-4.png

Mis à part quelques naïfs impénitents qui veulent y croire ou manipulateurs invétérés qui feignent d’y croire, personne ne peut penser sérieusement que cette dette va faire l’objet du début du commencement d’un remboursement... sauf à imaginer des taux de croissance du PIB de l’ordre de 8 ou 10% et les recettes fiscales afférentes... on peut toujours rêver ! Dans le meilleur des cas, en situation de croissance faible ou nulle et tant que les taux restent faibles, cette dette peut être « roulée » (chaque remboursement faisant l’objet d’un nouvel endettement, le plus souvent d’un montant plus élevé... faut bien payer les intérêts en plus du capital !). Si, pour une raison ou pour une autre, les banques centrales, en dépit de leur programmes massifs de création monétaire orientés vers des achats directs ou indirects des dettes des Etats, ne pouvaient empêcher une remontée significative des taux, les masques tomberaient vite et le défaut souverain deviendrait bien vite d’actualité. Certes, ne vous attendez pas trop à voir un défaut à la bolchévique (c’est à dire l’annulation pure et simple et définitive de tout remboursement du capital et des intérêts) : ce serait beaucoup plus subtil... dans un premier temps au moins ! Les moratoires (arrêts provisoires de remboursement des intérêts et/ou du capital), les souscriptions obligatoires des opérateurs financiers nationaux

(banques, assurances, fonds de pension, voire aussi des contribuables aisés) à des taux tout aussi obligatoires (donc faibles, en dessous des taux de marché), les taxes de sortie et les *corralitos* dissuadant la revente seraient autant de formes de défaut partiel ou masqué. Un des grands enjeux de ces différentes modalités serait de savoir si elles seraient susceptibles ou non de déclencher les indemnités prévues par de multiples contrats de couverture (d'assurance) souscrits par les gestionnaires de fonds. Car vos gérants de fonds de pension ou vos assureurs vie ne sont pas naïfs, même si eux comptent sur votre naïveté pour que leurs encaissements continuent ! Ils savent que, historiquement, les Etats ont une fâcheuse tendance à vouloir faire table rase des dettes passées. Donc, moyennant une cotisation périodique (finalement, c'est vous qui la payez !) ils couvrent ce risque de défaut de paiement en souscrivant des polices d'assurance sous forme de produits dérivés dont les fameux CDS (*Credit Default Swap*). Toute forme de défaut n'activant pas les CDS (pas de chance pour le souscripteur...ce n'était pas prévu au contrat !) est une bénédiction des Dieux. Car sinon... ça craint ! Ce qui nous amène au troisième risque de contrepartie, le risque de couverture : attention, chaud... chaud devant !!!

Le risque de couverture

Se couvrir du risque économique semble avoir été un souci très ancien. On en voit, paraît-il, les prémices dès l'Antiquité grecque, à travers l'organisation d'un marché à terme de l'huile d'olive.

A partir du souci initial des producteurs de se couvrir des conséquences économiques de tel ou tel événement se sont développés massivement depuis quelques décennies ce qu'on appelle aujourd'hui les produits dérivés. L'encart ci-dessous vise à vous sensibiliser à la nature et à la diversité des produits dérivés, qu'il ne faut pas réduire aux seuls CDS (qui n'en constituent qu'une petite partie). Cet encart n'est pas de ma production intellectuelle : rendons à Olivier ce qui n'appartient pas à Henri ! Il s'agit d'un montage de citations extraites d'un texte d'Olivier Berruyer, publié sur son blog en avril 2013. J'invite les lecteurs souhaitant approfondir leur connaissance des produits dérivés à [lire l'intégralité de ce texte](#).

Les produits dérivés, c'est quoi ?

« Un produit dérivé ou contrat dérivé est un instrument financier :

- dont la valeur fluctue en fonction de l'évolution du taux ou du prix d'un produit appelé sous-jacent ;
- qui ne requiert aucun placement net initial ou peu significatif ;
- dont le règlement s'effectue à une date future.

Il s'agit d'un contrat entre deux parties, un acheteur et un vendeur, qui fixe des flux financiers futurs fondés sur ceux d'un actif sous-jacent, réel ou théorique, généralement financier. À l'origine, les produits dérivés ont été créés pour permettre aux entreprises de se **couvrir** contre différents types de risques financiers...

Historiquement, les premiers produits dérivés ont donc été des transactions à terme de gré à gré (appelées en anglais : OTC – *over-the-counter*) sur des marchandises, c'est-à-dire l'engagement ferme de réaliser à l'avenir une transaction, achat ou vente : à une **date** donnée, à un **prix** donné, et pour une **quantité** donnée, tous les trois **fixés au départ**, sur l'actif sous-jacent.

Les actifs sous-jacents. L'actif sous-jacent peut être, par exemple : une **action** cotée en Bourse, une **obligation**, un **indice** boursier, comme le CAC 40 ou encore l'indice des prix à la consommation, une unité négociable d'une **matière première** (blé, pétrole, cuivre...) appelée également *commodity*, un **taux de change**, un **taux d'intérêt** concernant un prêt d'une date de départ, d'une durée et d'un taux donnés, des **flux financiers** liés à la réalisation d'un événement prévu dans le contrat, comme le défaut de paiement d'une entreprise, un événement climatique, une catastrophe naturelle, etc.

Les contrats à terme de gré à gré (forwards). Un contrat forward ou *forward agreement* est un contrat à terme ; il consiste en un accord d'acheter ou de vendre un actif à un prix et une date future précisés dans le contrat. Dans la pratique, très peu de contrats font l'objet d'une livraison. Bien souvent, lors du dénouement, les deux contreparties procèdent au règlement de la différence entre le prix négocié à l'avance et le prix du marché (procédure dite de règlement en numéraire. ou *cash settlement*).

Les marchés à terme organisés (futures). Premiers, par leur volume, des produits dérivés, les contrats à terme (*futures*) constituent une amélioration par rapport aux contrats à terme dits *forwards*, instrument de gré à gré, qui sont leur ancêtre direct. En fait, la définition du *forward* est identique à celle des contrats *futures* à la différence près qu'ils sont négociés de gré à gré, entre banques et institutions financières alors que les contrats de *futures* sont négociés sur un marché organisé, localisé à un endroit bien précis. De plus les contrats de *futures* sont des contrats standardisés en termes de montants et de dates d'échéance, les contrats de *forwards* sont des contrats à terme non standardisés.

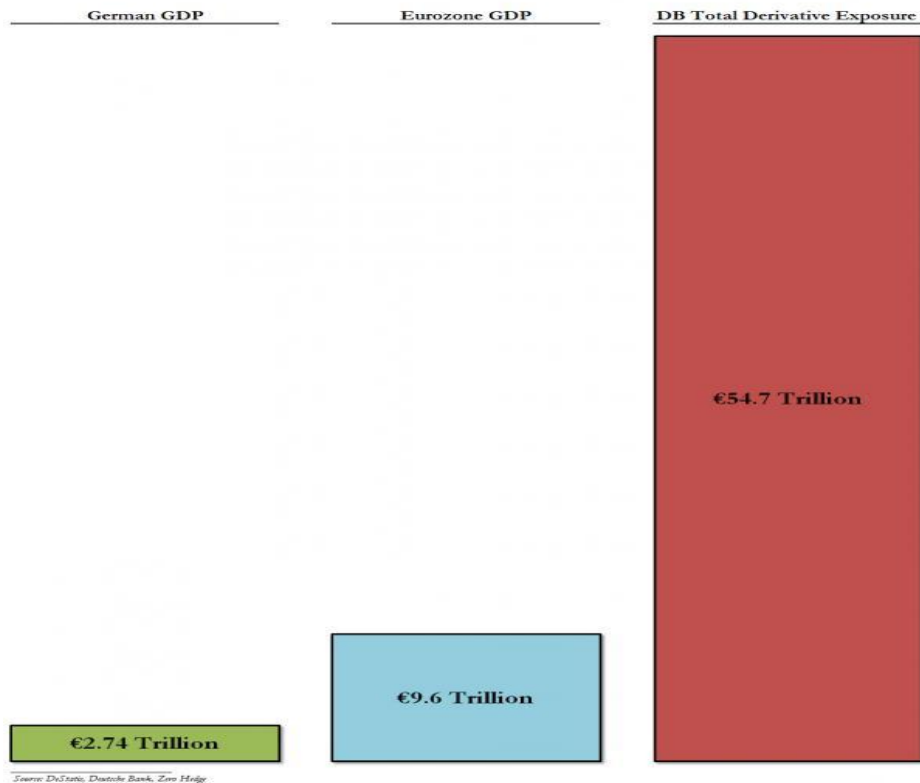
Les swaps. Le *swap* est un contrat d'échange de flux financiers entre deux intervenants, qui sont généralement des banques ou des institutions financières. Les deux contrats les plus courants sont : **le swap de taux d'intérêt**, qui échange les intérêts d'un prêt ou dépôt à taux variable contre des intérêts à taux fixe ; **le swap de change**, qui échange les intérêts et la valeur à l'échéance d'un prêt ou dépôt dans une devise contre sa valeur dans une autre devise. À l'origine, il s'agissait de pouvoir modifier les caractéristiques d'actifs financiers, par exemple de taux fixe en taux variable, sans les sortir du bilan et sans encourir les conséquences fiscales ou comptables d'une telle sortie. On superposait ainsi un produit hors bilan, le *swap*, à un actif existant.

Les dérivés de crédit. Inspirés par les techniques des *swaps*, les dérivés de crédit ont fait leur apparition dans les années 1990. L'instrument principal est le *credit default swap* dit **CDS**. Il s'agit d'un contrat entre un vendeur de protection et un acheteur de protection sur une entité (entreprise, collectivité locale, pays, etc.) de référence pour une durée fixée par lequel :

- l'acheteur s'engage à payer un montant périodique et régulier pendant la durée du *swap*
- en échange du paiement par le vendeur d'une certaine somme dans le cas où se produirait, pendant la durée du CDS, un certain type d'événement, prévu par le contrat, affectant le crédit de l'entité de référence (le défaut de paiement d'intérêts, principalement) ».

Source : Olivier Berruyer, [Les produits dérivés](#), avril 2013

Comme on va le voir, les produits dérivés représentent une menace considérable pour la stabilité bancaire et financière, mais à vouloir trop prouver, à rechercher le sensationnel... on finit par tomber au niveau de la presse à sensation. Le graphique ci-dessous a fait les choux gras de la blogosphère de crise au printemps et à l'été dernier. A en croire certains, au vu de ce graphique, il aurait fallu immédiatement prononcer la faillite de la Deutsche Bank. Du calme ! De quoi s'agit-il ? Du montant total des produits dérivés émis par cette banque : ils sont 20 fois supérieurs au PIB allemand et 5 fois au PIB de l'ensemble de la zone Euro comme l'illustre le graphique ; ils représentent 100 fois le montant des dépôts de cette banque et 150 fois ses fonds propres peut-on ajouter (source : [Philippe Herlin](#)).



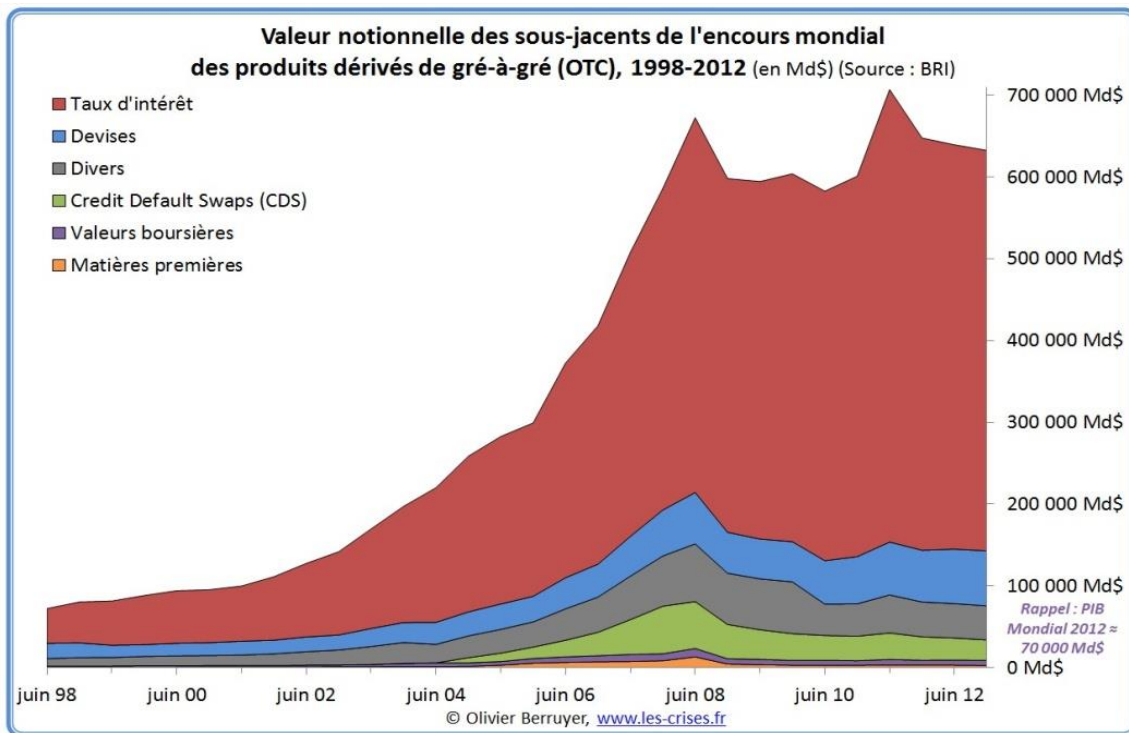
Le portefeuille de produits dérivés de la Deutsche Bank (en rouge) comparé au PIB allemand (en vert) et au PIB de la zone Euro (en bleu)

Source : [ZeroHedge](#), The elephant in the room, 28/04/2014.

Tout cela est strictement exact : mais quel sens cela peut-il avoir de comparer un montant de PIB et un montant de dérivés ? Autant de sens que de comparer l'âge de votre grand-mère à celui du système solaire, donc aucun sens, sauf à vouloir effrayer le brave lecteur ! Un PIB, c'est moins, beaucoup moins qu'un chiffre d'affaire ou un volume de production : c'est la production moins toutes les consommations intermédiaires, soit la valeur ajoutée. Un montant de dérivés, c'est plus, beaucoup plus qu'un chiffre d'affaire – égal dans ce cas à la somme des primes encaissées par l'émetteur de dérivés -, c'est l'addition totale des risques maximum couverts, dont certains s'annulent, se compensent, et qui jamais ne se réaliseront tous simultanément, et ceux qui se réaliseront ne donneront lieu qu'à un paiement d'une fraction du montant engagé.

Néanmoins, ces précautions méthodologiques étant prises, il faut bien admettre que le montant des produits dérivés à l'échelle mondiale a de quoi laisser rêveur : 693.000 milliards de dollars US en 2013 selon une étude d'[Alphavalue](#), soit, d'après mes propres calculs, le prix 2.900.000 Airbus A380 (400 millions USD au prix catalogue, mais en réalité 235 millions environ après remises usuelles, c'est les « soldes toute l'année » !). En version 850 places et avec trois vols par jour pour chaque appareil (...deux vols seulement pour Air France !)... ça permettrait de faire voler chaque jour les 7 milliards d'habitants de la planète : attention aux collisions, ciel très encombré !

Ce montant de produits dérivés a cru considérablement en une quinzaine d'année : 80.000 milliards à la fin des années 90, 700.000 milliards aujourd'hui. Vous pouvez visualiser cette évolution sur le graphique d'Olivier Berruyer que je reproduis ci-dessous :



Source : <http://www.les-crises.fr/produits-derives/>

Cette explosion quantitative de la masse des produits dérivés est révélatrice de leur changement de nature. A l'origine, les produits dérivés ont été créés en lien avec l'économie réelle, à son service. Les productions agricoles sont sujettes à des variations de cours brusques qui obscurcissent l'horizon prévisionnel des agriculteurs : la possibilité pour des agriculteurs (une grosse exploitation ou un groupement coopératif) de s'assurer d'un prix certain pour une récolte livrable dans plusieurs mois est un véritable avantage qui leur permet de sécuriser leurs recettes à venir et de faire prendre le risque des évolutions de marché à d'autres acteurs. Idem pour un industriel qui va emprunter pour investir : se garantir de fortes variations du coût de son emprunt en sécurisant le taux d'intérêt à un niveau fixe, va lui permettre de sécuriser son coût de production, son prix de vente et donc de mieux déterminer son marché et son niveau de production optimal. Ainsi, les contrats dérivés mettant en relation un acteur de l'économie réelle et un acteur de la finance sont des contrats mutuellement profitables, qui ont un effet stabilisant sur l'activité économique en facilitant le calcul économique des producteurs.

Mais le problème aujourd'hui est que la forte augmentation de l'encours des produits dérivés ne correspond pas à une augmentation équivalente de la production mondiale : si cette production mondiale avait décuplé en 15 ans, ça se saurait ! En réalité cette augmentation de l'encours des produits dérivés reflète leur changement de nature : d'outils de sécurisation de l'économie réelle, ils sont devenus des outils spéculatifs au sein du monde de la finance, entre

partenaires qui ne produisent rien et ne prennent livraison de rien, qui font simplement des paris sur des évolutions de prix, de taux ou d'indice. Où est le problème allez-vous me dire ? C'est leur problème, pensez-vous, si les uns perdent, les autres gagnent, c'est donc un jeu à somme nulle qui ne concerne en rien l'économie réelle. Pas si simple. Car ces contrats multipliés à l'infini accroissent l'incertitude et le risque au lieu de les réduire : ils créent des chaînes d'engagements complexes et illisibles et multiplient la probabilité de défauts et de l'enchaînement de ces défauts qui peuvent conduire des acteurs majeurs de la finance à être en difficulté parce qu'une brebis galeuse n'aura pas pu honorer ses engagements : dans un château de cartes, la stabilité de chacune des cartes est vitale, et il est plus compliqué de s'assurer de la stabilité de 1000 cartes que de 100 cartes.

C'est ainsi que la pourriture spéculative a envahi le monde des produits dérivés et en a fait des instruments de déstabilisation des grandes institutions financières dont le bon fonctionnement est pourtant indispensable à la bonne marche de l'économie réelle : c'est ainsi que *Wall Street* est devenue l'ennemi de *Main Street* ! Chaque fois que la finance (*Wall Street*) se sépare de l'économie réelle (*Main Street*) elle devient parasitaire et pompe la valeur produite créée par l'économie réelle (à travers les multiples primes perçues et les troubles créés par ses dysfonctionnements). Elle devient destructrice de valeur au lieu de contribuer au bien être collectif.

Le risque est d'autant plus grand de voir les produits dérivés basculer dans la déstabilisation financière que les émetteurs de tels produits sont, de fait, des assureurs mais ne sont pas tenus par les obligations que les codes des assurances imposent aux véritables assureurs qui couvrent vos risques habitation, automobile, accidents divers... Parmi ces obligations imposées aux assureurs il y a celle de constituer des provisions pour être en état de verser les indemnités qui seraient déclenchées par des sinistres massifs, et donc par des vagues éventuelles de décaissements très supérieures aux encaissements de primes de la période. Dès lors, les émetteurs de CDS frétilent comme des gardons tant qu'il s'agit d'encaisser des primes (avec des bonus à la clef), mais le jour où un sinistre massif se produira vous risquez fort de les retrouver aux abonnés absents et il faudra alors soit accepter un enchaînement de défauts en série, soit que les Etats et leurs chers contribuables viennent jouer les pompiers. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé en 2008 avec la faillite d'[AIG](#), et il a fallu que les contribuables américains crachent au bassin pour empêcher des faillites induites... dont celle de la Société Générale qui s'était prudemment (ou imprudemment) badigeonnée de produits de protection AIG, comme vous vous enduisez de crème solaire haute protection quand vous allez à la plage !

Voilà pourquoi les mécanismes de couverture qui étaient à l'origine des outils de réduction des risques sont devenus des boosters de risques : si vous croyiez être couverts et que votre couverture s'avère inopérante, c'est bien pire que si vous aviez su que vous n'étiez pas couverts car vous auriez agi différemment. Et voilà pourquoi aussi les placements que l'on vous présente comme parfaitement sécurisés pourraient bien s'avérer être des miroirs aux alouettes pour épargnants borgnes !

Risque bancaire + risque souverain + risque de couverture = Fukushima

Nous venons donc d'analyser successivement et séparément trois risques de contrepartie. Chacun de ces trois risques est inquiétant en lui-même et peut faire d'importants dégâts, mais la véritable bombe thermonucléaire qui déclencherait un séisme financier, difficilement contrôlable, résulterait de la simultanéité de déclenchement des trois, l'un jouant le rôle de détonateur (probablement le risque souverain) qui activerait l'explosion foudroyante d'une interaction des risques bancaires et des risques de couverture, portés à incandescence : un vrai Fukushima financier. Ce jour là, et les jours suivants... bienheureux ceux qui n'auront pas besoin de passer par un distributeur de billets ! Et il faudra des semaines pour reconstruire un service bancaire minimum, à moins que tout ait été prévu en amont, que des pare-feu efficaces aient été conçus et puissent être immédiatement activés... ce dont je doute. Cette année là, vu le blocage probable des transactions sur quelques semaines, vous pouvez raisonnablement tabler sur une chute du PIB de 10 à 20%¹ suivant les pays et suivant la rapidité des parades qui seront mises en place : gros trou d'air ! Nous y laisserons tous des plumes ! Bien sûr, votre cher petit patrimoine sera mis à la torture, avec les instruments adaptés à sa composition et à son montant, sans parler de vos revenus ! Un seul point positif : tous les pouvoirs exécutifs et législatifs de la planète devraient enfin comprendre que les intérêts des banquiers et de la finance ne convergent pas spontanément avec ceux des citoyens et de l'économie réelle, que les dérives de la finance casino doivent vraiment être traitées sans complaisance, plutôt que de solliciter les contribuables ou spolier les déposants. Car la seule alternative qui nous soit présentée c'est : ou bien vous payez en tant que contribuables, ou bien vous payez en tant que déposants. Si on en est là aujourd'hui, c'est bien grâce à la veulerie, couardise ou incapacité de nos dirigeants qui n'ont pas su profiter de la répétition générale de 2007, 2008 et 2009 (troubles bancaires et assuranciers, [Bear Stearns](#), [AIG](#), [Lehman...](#)) pour interdire le grand spectacle morbide qui nous est promis, en cassant tout net la finance casino. En général, je n'aime pas beaucoup les discours anti-élites, qui relèvent de logiques de boucs-émissaires, mais sur ce cas précis, on est bien obligé de constater que les élites politiques et intellectuelles n'ont pas été à la hauteur de la situation et que les élites financières se sont laissées plus guider par la cupidité que par la lucidité et le sens de leurs responsabilités citoyennes.

On ne peut donc pas exclure un scénario de Fukushima financier : s'en suivrait alors un grand réajustement financier (un *big reset*), brutal, dans l'urgence. Si j'emploie ce terme de « grand réajustement », c'est que je préfère ne pas parler d'effondrement économique général, comme d'aucuns l'envisagent. Inutile de stocker des boîtes de ravioli pur bœuf de votre hyper marché préféré (sauf si vous aimez vraiment la viande de cheval !). Inutile de transformer une pièce de votre appartement en jardin potager hors sol... sauf à envisager une culture à très haute valeur ajoutée... dont la loi de mon pays ne m'autorise pas à faire la promotion. Non, le jour d'après... le soleil se lèvera toujours à l'Est, la terre continuera à tourner sur elle-même et autour du soleil. Simplement, nous serons moins riches ou plus pauvres, notre pouvoir d'achat

¹ Il s'agit là d'un ordre de grandeur ne résultant pas de calculs précis mais encadré à partir de références historiques : en 2009, l'Allemagne voit son PIB chuter de 5%. ; Entre 1991 et 1994, la [Russie](#), suite à la disparition de l'URSS, voit son PIB diminuer de 30%. On peut estimer qu'il s'agirait d'un évènement intermédiaire entre la crise de 2009 et l'effondrement de l'URSS.

aura diminué, non pas par évaporation de la part des anges mais par captation de la part sacrifiée sur l'autel des turpitudes du casino de la finance.

A propos de la part des anges...les fêtes de fin d'année commencent à se profiler. Ne serait-il pas temps de songer à renouveler les stocks de tisane des Charentes et de tisane du Gers ? Au moins, ça nous changera les idées ! Et puis, ça fera oublier cette satanée récolte de cèpes qui n'en finit pas de se faire attendre dans le Périgord... et qui peut-être ne viendra pas du tout cette année : les girolles de l'été, abondantes certes, ne font pas le compte. Voilà donc un nouveau risque à prendre en compte, le risque mycologique dans la gestion du patrimoine forestier ! Et pourquoi donc ne pas créer un nouveau produit dérivé : le MDS (*Mushroom Default Swap*), articulé autour des trois marchés aux cèpes du Périgord (Villefranche, Monpazier, Mussidan). On pourrait vendre des contrats aux fonds de pension américains qui viendraient ainsi parier sur les récoltes de cèpes en Périgord. Et puis on créerait un organisme de régulation, la HAMM (Haute Autorité des Marchés Mycologiques) : je me verrai bien au Conseil d'Administration de la HAMM, avec jetons de présence en nature!

Bonne fin d'année et à l'année prochaine.

Henri REGNAULT, le 4 octobre 2014

henri.regnault@univ-pau.fr

PS. Réponse à la question posée : qui a dit de la monnaie qu'elle était la « *forme absolue et toujours désirable de la richesse sociale* » ? Il s'agit de Marx, cet immense économiste anglais (post-ricardien un peu laborieux, mais pré-keynésien de génie) qui fait oublier le piètre philosophe allemand : un binational asymétrique avant l'heure !