Vous avez aimé la crise financière de 2008, vous allez adorer la prochaine

08/04/2015

•

L'exubérance irrationnelle des marchés

Surabondance de liquidités, écrasement des taux d'intérêt, sophistication des outils financiers, garde-fous illusoires. Autant d'éléments qui poussent, à nouveau, "au crime".

par Philippe Plassart

C'est un signe révélateur. Jusqu'au bout, les marchés n'ont pas voulu intégrer le risque d'un défaut de paiement de la Grèce. Grisés par les liquidités, ils font preuve d'un optimisme inébranlable. Rien ne vient entamer ce dernier, pas même les mauvaises nouvelles qui ne manquent pourtant pas. Déstabilisation de la péninsule arabique, signes de ralentissement de l'économie mondiale, etc., peu importe, l'indice VIX qui mesure la volatilité des marchés, autrement dit leur degré de stress et de peur, reste à son étiage. Très loin de ses sommets atteints pendant la crise de2007 et2008. "L'idée même du risque semble avoir disparu de la tête des investisseurs. Comme s'ils avaient souscrit une assurance tous risques auprès des banques centrales", observe Christopher Dembik, analyse chez Saxo Bank. Pourtant, quelque chose ne va pas.

"L'idée même du risque semble avoir disparu de la tête des investisseurs. Comme s'ils avaient souscrit une assurance tous risques auprès des banques centrales"

"Les marchés d'actions surperforment et voient la vie en rose, alors que l'économie réelle continue de donner des signes de souffrance. Ce n'est pas cohérent, une partie se trompe" analyse Véronique Riches-Flores, économiste indépendante. Les marchés n'ont pas de mémoire. Ils ont oublié les crises passées – la crise boursière de 1987, la crise monétaire de 1993, la faillite et le sauvetage in extremis du fonds LTCM, ainsi que la crise de la balance des paiements des pays asiatiques en 1998, l'éclatement de la bulle Internet en 2001, et surtout la plus terrible d'entre elles, celle des subprimes et de la titrisation en 2007-2008, au cours de laquelle la planète financière avait failli exploser. Or les germes d'une prochaine crise – impossible, bien sûr, à dater, mais potentiellement plus dévastatrice – sont probablement déjà semés. Et il n'y a pas pire sans doute que ce sentiment actuel de fausse sécurité qui conduit à fermer les yeux sur ces risques.

Un déversement de liquidités sans précédent

Pour éviter un effondrement financier, feu Milton Friedman préconisait un largage de liquidités "par hélicoptère".

Les banques centrales ont suivi la recommandation du maître. Sans doute, à leur décharge, n'avaient-elles d'autre choix. La réserve fédérale américaine a ainsi injecté près de 3 500milliards de dollars, et la Banque centrale européenne veut racheter 1 100milliards d'euros d'actifs d'ici septembre2016. Quant aux autres banques centrales (Angleterre, Japon), elles ne sont pas non plus en reste. Au total, le bilan des banques centrales a doublé, passant d'un peu moins de 3,5% à quasiment 6,5% du PIB mondial. Problème : cet argent censé soutenir l'économie n'est pas arrivé, jusqu'à présent, à ses destinataires, les ménages et les entreprises, via une relance du crédit. "Le canal bancaire sur lequel comptent les banques centrales ne fonctionne pas bien. Tant il est vrai que le financement de l'économie n'est plus au cœur de l'activité bancaire" analyse Jézabel Couppey-Soubeyran, spécialiste d'économie bancaire et financière.

"Problème : cet argent censé soutenir l'économie n'est pas arrivé, jusqu'à présent, à ses destinataires, les ménages et les entreprises, via une relance du crédit"

Où est passé alors cet argent ? Dans les marchés financiers. Le cours des actions a doublé en cinq ans à Wall Street, en deux ans à Tokyo, et les bourses européennes leur emboîtent le pas depuis que la Banque centrale européenne a annoncé, à son tour, la mise en œuvre de mesures non conventionnelles. Or ces mouvements haussiers sont largement déconnectés de la réalité économique et d'une croissance qui n'a rien de flamboyant. "On a confondu création monétaire et création de richesses" tranche l'économiste Charles Gave.

Une zone de taux d'intérêt inédite

Cet afflux de liquidités a eu pour effet d'écraser les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, désormais proches de zéro sur quasiment toute la courbe. Une évolution souhaitée par les banques centrales elles-mêmes. "Cela fait plus de six ans que la Réserve fédérale fournit de l'argent gratuitement. Et la BCE l'a suivie. Or quand l'argent ne coûte rien, on ne peut faire que des bêtises", déplore l'ex-banquier Jean-Michel Naulot. Pire, sur certaines échéances, les taux sont même devenus négatifs. Une situation qui peut être vue comme aberrante puisqu'elle revient à faire payer au prêteur le prix de sa sécurité. "Comment un système économique peut-il fonctionner sans une prime à l'incertitude liée au passage du temps ? Cela n'est tout simplement pas possible. On n'est plus dans un monde logique" estime Charles Gave.

"Quand l'argent ne coûte rien, on ne peut faire que des bêtises"

Quoi qu'il en soit, cette zone de taux d'intérêt inédite et ses anomalies ont pour effet de biaiser bon nombre de calculs économiques et financiers. Et donc de perturber la rationalité des acteurs. "Les investisseurs qui recherchent du rendement n'en trouvent plus par les voies traditionnelles. Priçant mal le risque, ils se tournent vers des actifs de moins en moins sûrs : junk bonds , actions spéculatives", observe Christophe Nijdam, secrétaire général de l'ONG Finance Watch.

La finance, toujours un champ de mines

En 2009, les dirigeants du G20 avaient, on s'en souvient, affiché leur volonté de remettre la finance "à sa place", c'est-à-dire au service de l'économie. Six ans, plus tard, force est de constater que la sphère financière, toujours hypertrophiée, tourne plus que jamais – et de plus en plus vite – sur elle-même, sans autre considération que son propre intérêt. "La finance mondiale reste un champ de mines", diagnostique l'expert Paul Jorion. Et un champ en expansion continu. Le marché des dérivés s'élève désormais à près de 700 000milliards de dollars, soit l'équivalent de dix fois le PIB mondial.

"Le marché des dérivés s'élève désormais à près de 700 000milliards de dollars, soit l'équivalent de dix fois le PIB mondial"

Quant au "shadow banking", cette finance de l'ombre qui échappe à la régulation, elle a continué à se développer, souvent au sein même de la finance officielle. Des instruments nouveaux, à fort potentiel déstabilisateur, sont apparus, tel le trading à haute fréquence (THF) qui n'existait quasiment pas avant la crise de 2008, et qui représente désormais la moitié des transactions. Par ailleurs, des segments de marchés connaissent de forts engouements comme celui des "repos" et des "prêts de titres" dans lequel des titres, par exemple de

dettes, peuvent servir de garantie à de nouveaux emprunts. Des mécanismes où la fertilité de l'innovation financière le dispute à sa complexité. Un cocktail qui n'est pas sans rappeler les montages de titrisation qui avaient précédé la crise des subprimes et dans lesquels bon nombre de professionnels s'étaient eux-mêmes perdus.

Les failles d'une régulation inachevée

Autre promesse non tenue, celle de réguler le secteur de la finance. "On a fait deux pas en avant et un pas en arrière. En tout état de cause, le chemin parcouru n'a pas été suffisant" analyse Christophe Nijdam. "Les activités spéculatives des banques n'ont toujours pas été interdites" s'alarme pour sa part Jean-Michel Naulot. Le lobby des banques et des établissements financiers a opposé il est vrai une résistance farouche à toutes les tentatives d'encadrement. Si bien que les célèbres ratios prudentiels de Bâle III, censés mettre le secteur à l'abri d'une rechute, apparaissent à l'examen bien édulcorés. "Les banques ont gardé la main sur l'évaluation de leurs propres risques, ce qui les conduit naturellement à minimiser ces derniers. Résultat, les coussins de fonds de propres exigés apparaissent insuffisants.

"Les activités spéculatives des banques n'ont toujours pas été interdites"

Quoi qu'il en soit, le dispositif complet de prévention des risques ne sera pas opérationnel avant2019 et2020", analyse Jézabel Couppey-Soubeyran. Un cadre qui laisse de toutes les façons sceptique Paul Jorion "Les niveaux de réserves ont été choisis sur la base d'une probabilité gaussienne d'accidents, c'est-à-dire ayant une répartition en cloche. Or les chocs financiers ne relèvent pas de cette catégorie du fait de leur caractère systémique. On l'a bien vu avec la faillite de l'assureur américain AIG en 2008. Celui-ci avait constitué des réserves à hauteur de 4milliards de dollars. Or il a essuyé d'emblée des pertes de 85milliards." Garde-fous bien fragiles, les ratios prudentiels, en rassurant donc à bon compte, accroissent surtout dangereusement le sentiment d'une fausse sécurité.

Les signes d'exubérances irrationnelles

Surabondance de liquidités, écrasement des taux d'intérêt, sophistication des outils financiers, garde-fous illusoires. Autant d'éléments qui poussent, à nouveau, "au crime". Certains acteurs ont renoué avec les pratiques à très haut risque. Selon le régulateur britannique, plus d'un hedge fund sur dix utilise actuellement un effet de levier supérieur à 50, ce qui veut dire qu'ils gèrent des positions de marché correspondant à 50 fois le montant des fonds qu'ils ont en gestion ! De l'acrobatie sans filet. "Je retrouve actuellement à New York les mêmes signaux que ceux que j'avais observés pendant la période qui avait précédé la crise de 2007-2008 : un relâchement assez général de la vigilance, des prises de risques inconsidérées, des pratiques d'allocations de crédit qui ne font pas sens", témoigne Édouard Tétreau, associé gérant de Mediafin.

"Surabondance de liquidités, écrasement des taux d'intérêt, sophistication des outils financiers, garde-fous illusoires. Autant d'éléments qui poussent, à nouveau, "au crime""

Et comme en 2007, le foyer de ces excès semble logé aux États-Unis. Selon le prix Nobel Robert Shiller, grand expert de la formation des bulles spéculatives, le PER (price earning ratio) ajusté du cycle économique s'élève, à Wall Street, à 27, un niveau jamais atteint sauf en… 1929, 2000 et 2007. D'autres signes "d'exubérance irrationnelle" se manifestent, comme la multiplication d'"entreprises zombies" capables, par exemple dans les biotechs ou les réseaux sociaux, de drainer des capitaux sans aucun résultat, observe Christopher Dembik. Mais c'est surtout le retour spectaculaire des subprimes et des activités de repackaging et de titrisation des dettes qui fait remonter le souvenir de la crise. "40% des crédits à la consommation distribués sur le marché américain le sont à destination de ménages… insolvables", s'alarme Édouard Tétreau.

La menace bien réelle d'une crise systémique

Ne sommes-nous pas alors partis pour revivre une crise, du type de celle des Sicav monétaires qui, en août2007, avait brutalement interrompu le marché interbancaire international ? Une crise de nature systémique donc, dans laquelle la chute d'un acteur de la chaîne entraîne tous les autres comme dans un jeu de dominos.

L’interconnexion entre les acteurs – et donc leur dépendance les uns aux autres – n’a pas cessé de croître ces dernières années, et recommence à donner des sueurs froides à certains observateurs.

“Un même titre peut être revendiqué actuellement en moyenne par deux acteurs et demi, ce qui pose le problème de leur attribution en cas de course soudaine à la liquidité”

De véritables nœuds se sont formés. Sur le marché des “prêts de titres” et de “repos”, estimé à 20 000 milliards, un même titre peut être revendiqué actuellement en moyenne par deux acteurs et demi, ce qui pose le problème de leur attribution en cas de course soudaine à la liquidité. Les failles des chambres de compensation des marchés dérivés constituent une autre source d’inquiétude. Une demi-douzaine de banques de données ont certes été constituées, mais elles ne disposent pas de registres standardisés, si bien qu’en cas d’urgence à dénouer les positions, aucun opérateur n’y retrouvera ses petits. Panique assurée.

Quel sera le détonateur ?

Quel sera cette fois le détonateur de la crise ? Viendra-t-il des compagnies d’assurance-vie allemandes qui ont pris tous les risques pour tenir leurs promesses de rendement à 3% dans un contexte de taux zéro ? Des craquements du vaste marché des “students loans” américains dont le manque de traçabilité commence à effrayer les professionnels les plus aguerris ? Ou bien de la bombe à retardement de la prochaine hausse des taux d’intérêt ? “Lorsque les taux sont à zéro comme aujourd’hui, le risque de sensibilité des titres à la remontée des taux est à son maximum, rappelle Christophe Nijdam. Une hausse des taux de 0% à 1% entraîne mécaniquement, pour une obligation à trente ans de 100, une perte en capital de 26%, quasiment le double de l’impact d’une hausse de 4 à 5%.”

“Une hausse des taux de 0% à 1% entraîne mécaniquement, pour une obligation à trente ans de 100, une perte en capital de 26%, quasiment le double de l’impact d’une hausse de 4 à 5%.”

Un carnage qui pourrait déstabiliser bien des portefeuilles obligataires, y compris institutionnels. La hausse des taux impactera aussi le marché des dérivés composés à 85% de dérivés de taux… Stupeur et tremblements. Mais la crise viendra sans doute de là où personne ne l’attend, tel le battement de l’aile du papillon qui provoque l’ouragan à des milliers de kilomètres. Lorsqu’en octobre2006 dans un comté perdu de l’État de Californie, le prix des maisons avait affiché ses premières baisses après plusieurs années de boom immobilier, personne n’avait prêté beaucoup d’attention à l’information. Ce fut pourtant le point de départ de ce qui allait devenir quelques mois plus tard la plus grave crise depuis 1929.

Publié le