



Un monde financier plein de surprises, de mystères et de dangers



Par **François Leclerc**
journaliste
co animateur du blog pauljorion.com

Huit ans ont passé depuis l'effondrement de Lehman Brothers et la crise financière, devenue chronique, est solidement installée dans le paysage. Chaque année l'a confirmé et 2015 a eu son lot de surprises et de découvertes, au premier rang desquelles a figuré la menace d'une nouvelle crise de liquidités. Le FMI s'en est alarmé dans son « Rapport sur la stabilité financière dans le monde » du mois d'avril. À l'en croire, le système financier pourrait à nouveau se gripper soudainement, et on ne saurait même pas très bien pourquoi. Comme si ce monde financier était trop complexe, rempli de zones d'ombres et animé par des phénomènes mystérieux, en un mot comme s'il ne se décidait toujours pas à tourner comme avant.

Au fil des mois, les marchés ont donné des illustrations de leur dysfonctionnement, dont le FMI et Jamie Dimon, le PDG de JP Morgan Chase, se sont fait simultanément l'écho devant des accès soudains de volatilité sur les marchés susceptibles de déboucher sur une crise de liquidité, tout en n'en voyant pas les mêmes causes. On se souvient de l'épisode de volatilité qui a suivi l'abandon par la Banque nationale suisse du taux plancher du franc suisse en janvier dernier, et de la brutale correction enregistrée en août à la Bourse de Shanghai, qui s'est propagée sur les Bourses du monde entier. Le grand banquier n'a voulu y voir que l'effet de l'excès de réglementation des banques, tandis que le FMI a fait état de phénomènes inédits et inquiétants aux origines multiples. La conjonction de faibles taux d'intérêt, d'une création monétaire massive des banques centrales et d'une réglementation aux effets inconnus pourrait en être à la source, selon son analyse. Ce seraient donc les mesures destinées à remédier à la crise et à éviter qu'elle se renouvelle qui risqueraient de la faire rebondir ! Circonstance aggravante, les risques migreraient vers les fonds de pension monétaire et d'investissement du *shadow banking*, dont Vitor Constâncio, le vice-président de la BCE, s'est un peu tardivement alarmé que sa taille ait plus que doublé durant la dernière décennie, et qu'il ne soit pas régulé. La lecture des rapports des grandes organisations internationales n'a décidément jamais été aussi palpitante...

Un phénomène problématique

Les marchés n'ont pas été avarés de surprises cette année. Les masses de liquidités déversées par les banques centrales dans le système financier – et non dans l'économie que l'on appelle désormais « réelle », comme si la finance ne l'était pas – n'ont pas déclenché une forte inflation comme l'énonce la théorie. Au contraire, des poussées déflationnistes prononcées

se sont au contraire manifestées. Ce sont les actifs boursiers qui ont, en revanche, connu une embellie, bulle constituée ou en gestation selon les appréciations. Mais le comportement du marché obligataire a été plus déroutant avec l'apparition en Europe de titres souverains au rendement négatif, une grande première. De nombreux investisseurs en quête d'un havre s'y sont dirigés et ont avec la BCE contribué à l'apparition de ce phénomène inédit et de grande ampleur. D'après le pointage de l'agence Bloomberg, 30 % des 6 300 milliards de dollars des titres de la dette souveraine européenne étaient porteurs d'un rendement négatif en novembre dernier. La Banque des règlements internationaux s'en est inquiétée, en raison de leurs conséquences sur l'économie réelle.

Que les investisseurs soient prêts à payer pour détenir des titres de la dette souveraine, c'est déjà le monde à l'envers, mais que la courbe des taux se soit aplatie dans un même mouvement – le taux de la dette à dix ans se rapprochant de celui des titres à un an – est un phénomène problématique pour les établissements financiers qui rémunèrent leur activité de crédit grâce au différentiel des taux courts et longs. Cela les conduit à prendre des risques pour rétablir une rentabilité déjà très atteinte, en attendant que la hausse prévisible des taux de la *Federal Reserve* entraîne celle de la dette européenne, se traduisant par une baisse de la valeur des titres dont les bilans des banques commerciales et les banques centrales nationales de l'Eurosystème sont abondamment garnis. À l'entrée de 2015, les banques détiennent dans leurs livres 1.800 milliards d'euros de titres souverains, en grande partie de leur pays de résidence. Facteur de fragilité, le nœud gordien entre les États et les établissements financiers a été non pas desserré mais resserré.

McKinsey & Co a publié en février un



Regards sur 2015

rapport qui justifie d'inscrire la dette au palmarès. Sans volontairement faire la distinction entre dette publique et privée, le bureau d'études a mis en évidence l'explosion de l'endettement mondial global entre 2007 et 2014, qui augmente chaque année de 8 000 milliards de dollars en moyenne. Toutes catégories confondues, la dette représenterait dorénavant 296 % du Pib mondial, contre 286 % en début de période, lors du démarrage de la crise financière. Que faire ? Enrayer cette machine infernale imposerait des reconsidérations telles que nul ne veut y songer. Et pourtant, il n'y a pas de meilleure représentation de la dette que celle d'une pyramide inversée reposant sur sa pointe, celle-ci figurant l'économie qui en dernière instance la garantit. Non, il n'est au mieux question que de réduire le stock existant de la dette publique au cas par cas lorsqu'elle n'est plus soutenable, et encore. Quant à la dette privée, l'Europe cherche au contraire les moyens de la relancer, notamment grâce à l'encadrement de la titrisation, tandis qu'aux États-Unis le crédit automobile et les prêts étudiant prospèrent.

Deux épisodes du dossier de la dette auront marqué cette année. Le premier fait suite à la décision d'un tribunal new-yorkais favorable à deux fonds vautours réclamant le paiement intégral de leurs titres de la dette argentine, en dépit d'un accord avec la majorité des créanciers. Cela a conduit à l'élaboration d'une nouvelle clause d'action collective (Cac) afin de ménager l'avenir et d'éviter qu'une telle situation puisse se reproduire, car cela ferait obstacle à toute restructuration de la dette. Le second a concerné la dette grecque, dont le sort n'est toujours pas réglé. En soutenant financièrement la Grèce, le FMI a ignoré la règle qui lui interdit de prêter aux pays insolubles, puis il a conditionné sa participation au troisième plan de sauvetage de la Grèce à un accord de restructuration de sa dette. Dès février, Yànis Varoufakis, alors ministre des Finances, avait proposé un mécanisme novateur, qui n'a même pas été discuté. Il liait le remboursement de la dette de la Grèce à la croissance, à laquelle le débiteur et ses créanciers avaient un intérêt commun, et proposait à la BCE d'échanger ses titres de la dette grecque contre des

obligations perpétuelles, dont seuls les intérêts sont payés.

Une interrogation déterminante

L'annonce, sans cesse différée, de la hausse du taux principal de la *Federal Reserve* aura mobilisé l'attention toute l'année. Une si longue hésitation et une telle extrême prudence de la Fed sont significatives des impératifs contradictoires dans laquelle celle-ci se trouve prise, ainsi que des difficultés qu'elle rencontre pour apprécier les conséquences de sa décision. Il est loin le temps où les banques centrales s'efforçaient de surprendre les marchés. Aujourd'hui, bien placées pour mesurer la fragilité de l'édifice financier, elles les préviennent à l'avance et avec insistance des mesures qu'elles vont adopter afin qu'ils prennent leurs dispositions. À l'arrivée, la Fed a toutes les peines du monde à enclencher la marche arrière pour revenir sur ses mesures non conventionnelles. Anticipant la hausse par la Fed de son taux, 541 milliards de dollars devraient cette année sortir en valeur nette des principaux pays émergents, cibles des opérations de *carry-trade*, selon l'*International Institute of Finance*, une émanation des grandes banques mondiales. Cela a contribué à la crise qu'ils rencontrent et crée, selon la BCE, le « risque d'un retournement abrupt des primes de risque au niveau mondial » en raison de l'exposition des fonds d'investissement.

Émerge lentement mais sûrement une interrogation déterminante pour l'activité financière et sa régulation, portant sur le calcul du risque. La mise en place des chambres de compensation des transactions des produits dérivés standards en est l'occasion. Concentré du risque par construction, et à ce titre hautement systémiques, elles se couvrent par des appels de marge auprès de leurs clients. Elles en déterminent le montant en utilisant leurs modèles propriétaires de calcul, qu'elles se refusent à dévoiler au prétexte qu'ils font partie de leur fonds de commerce. La fragilité évidente de ce dispositif appelle d'autres mesures afin de se prémunir de leur défaillance, mais leur adoption bute sur les intérêts divergents des actionnaires des chambres de compensation et de leurs clients, sans régler la question de fond des modèles de calcul du risque.

La BCE a, de son côté, opportunément décidé d'entamer l'examen des quelque 7 000 modèles différents de calcul du risque des actifs détenus par les 133 banques placées sous sa supervision, après avoir mis en évidence des discordances entre banques, ayant constaté que des actifs identiques étaient porteurs de risques différents. Le montant des fonds propres nécessaire au respect des ratios du Comité de Bâle ou du Conseil de stabilité financière dépend de cette évaluation. Mais comment va-t-elle procéder pour calculer la valorisation des produits structurés complexes, dont Andrew Haldane avait estimé le calcul impossible lorsqu'il était le directeur du risque de la Banque d'Angleterre ? Parfois, des questions dérangeantes apparaissent dans un monde financier qui affectionne non sans raison l'expression selon laquelle le diable est dans les détails. ■