

## Les marchés financiers après septembre 2008

Les marchés financiers ne se limitent plus à la bourse .Ils incluent toutes les activités dont l'échéance peut être retardée. Ces marchés comprennent donc tous les métiers où un marché à terme est possible. Cela comprend naturellement les marchés qui servent à l'investissement et de ce fait à l'emploi, essentiellement la Bourse-Actions et le marché obligataire. Mais le développement d'entreprises gigantesques a incité les Bourses, pour répondre à cette demande, à se développer surtout en fournisseurs de liquidité. Ainsi depuis de nombreuses années la Bourse de New York ne fonctionne presque plus que comme un marché de seconde main, le montant des capitaux « levés » étant inférieur à celui des retraits. Le cas de la Bourse de Paris est devenu depuis quelques années tout à fait comparable.

Pour développer cette liquidité, on a créé des formes collectives d'épargne et des produits dérivés de plus en plus sophistiqués, de moins en moins transparents, où le manque de « liquidité » assure aux intermédiaires une rentabilité exceptionnelle alors que la concurrence en Bourse traditionnelle où la transparence est totale rend cette activité à peine rentable. Bien plus avant 2007, un certain nombre d'intermédiaires pour qui les Bourses étaient un remarquable foyer de spéculation ont créé les Hedge Funds

La concurrence entre Bourses a pris un tour dramatique par la création aux USA de Bourses électroniques privées les « electronic communication networks ECNs » appelés également « multilateral trading facilities MTFs en concurrence avec les marchés classiques. En Europe la directive MIF a fait le même travail nocif à tel point que les Bourses traditionnelles sont à l'heure actuelle obligées de lancer des marchés électroniques qui viennent ainsi concurrencer leur propre activité. On tente de corriger ce dévoiement en créant la règle de la « Best Execution » pour essayer de protéger le public, règle qui demande un système informatique compliqué et dont l'application donne lieu à de nombreux échappatoires.

Certes il ne faut pas « jeter le bébé avec l'eau du bain ». Les fonds d'investissement sont très utiles pour développer des activités nouvelles. Le « private equity » joue un rôle de plus en plus important face aux déficiences des marchés traditionnels.

Aussi pour analyser l'évolution des marchés depuis le 15 Septembre 2008 cad le jour de la mise en liquidation de Lehman Brothers, il nous faut rappeler brièvement les causes de la crise, l'évolution avant et après ce fameux 15 Septembre, et enfin essayer d'estimer les mesures envisagées.

### I)Les origines de la crise

La crise a débuté en 2006 avec aux U.S.A. un ralentissement immobilier qui a fait exploser le système des « subprimes » . Mais elle a eu en fait quatre causes et a subi un accélérateur du cycle économique (la nouvelle comptabilité):

- 1) la mondialisation qui a fait découvrir aux pays occidentaux que l'industrie même la plus sophistiquée pouvait être concurrencée par la production de pays neufs à bas salaires et dépourvus de sécurité sociale.
- 2) Cette mondialisation s'est accompagnée d'un développement d'entreprises supranationales que les bourses classiques financées directement par l'épargne des ménages ne pouvaient plus entretenir, d'où l'existence d'une épargne collective importante (assurances, OPCVMs etc..) devenue elle-même trop petite pour assurer à elle toute seule une liquidité suffisante.
- 3) L'endettement des ménages incités par les organismes financiers à se développer créait une masse monétaire mondiale provoquant un déficit commercial majeur à l'égard des pays pouvant fournir à bas prix des produits industriels et une inflation dans les domaines où les pays émergents ne pouvaient fournir de prestations : objets d'art, Bourses et surtout immobilier.

- 4) L'esprit de précaution a été une des causes partielles de l'engrenage de la situation. Il paraissait y avoir disparition du risque. Prenons l'exemple des dérivés de crédits et surtout des « credit default swaps » prêts à risques les plus purs. Ils ont été émis par des banques de premier plan, (certaines participant du « bulge bracket »). Celles-ci ont créé des « véhicules » contrôlés par des agences de rating de premier ordre et garantis par des « rehausseurs de crédit » de grande qualité et en particulier AIG la première compagnie mondiale d'assurances. Toutes ces sociétés étaient surveillées par une armée de contrôleurs publics : Security Exchange Commission SEC, Commodity Future Commission CFTC, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision OTS, Public Company Accounting Oversight Board PCAOB. La loi Sarbanes Oxley SOX était votée pour garantir à l'avenir l'impossibilité d'escroquerie. Enfin l'application de la règle « too big to fail » garantissait l'aide de l'Etat si une grande banque faisait défaut. Certes, il y avait des zones d'ombre : certains secteurs de crédit immobilier (déclarés non bancaires) par exemple n'étaient pas contrôlés tandis que les organismes publics ne s'entendaient pas entre eux car ils avaient chacun leur propre politique. Il faut ajouter à cela, même si ce n'est pas une cause de la crise, le rôle très important joué par la comptabilité. En effet le GAAP américain et l'IFRS obligent à présenter les bilans selon la notion de « juste valeur » (fair value). Or lorsque des produits sont OTC on ne peut utiliser la règle « Market to Market » on se sert d'évaluations très approximatives « Market to Model » en utilisant des indices représentant l'activité de diverses banques. Comme les faillites ont tendance à continuer (on est à la 47<sup>ème</sup>) les indices de produits dérivés OTC ont tendance à baisser continuellement, ce qui provoque une détérioration, certes virtuelle, de la plupart des banques.

Tous les ingrédients d'une crise majeure étaient réunis, elle éclate avec la crise des subprimes dès mars 2007.

## II – Les débuts de la crise (Mars 2007 – Septembre 2008).

### a) Avant le 15 septembre 2008 :

L'année 2007 a été marquée par une série de mauvaises nouvelles (Faillite de New Century, deuxième banque spécialisée dans les subprimes, le 2 avril 2007 et celle de deux hedge funds de Bear Sterns le 2 juillet). Jusque là les esprits sont peu préoccupés par cette affaire locale. Le 1<sup>er</sup> juin, le CAC 40 atteint 6168 et le 9 octobre le Dow Jones 14164. Les banques centrales s'inquiètent, le 9 Août la BCE injecte 90 milliards de liquidités, la FED 24 milliards et baisse ses taux les 17 Août, 31 octobre et 11 décembre et les 22 et 30 janvier. En 2008 la situation ne s'est pas améliorée mais les indices restent élevés, le CAC 40 atteint 5550 le 2 janvier et le Dow Jones 13058 le 2 mai. Le 16 mai JPMorgan rachète Bear Stern avec une ligne de crédit de la FED de 30 milliards de dollars. Et le 7 septembre, elle sauve les deux GSEs Fannie May et Freddy Mac en rachetant la majorité du capital pour 2 milliards et en donnant une garantie de deux cents milliards.

Si la situation ne s'améliore pas, (panique de Northern Rock en Angleterre temporairement nationalisé), elle paraît cependant contrôlée. Mais l'Amérique est alors secourue par une vague de protestation contre le sauvetage de Bear Sterns. La règle « too big to fail » paraît au public scandaleuse car elle donne l'impression a) que les banques n'auront plus de limites dans leurs prises de risques, b) que le public aura à payer de nouveaux impôts pour faire face aux « turpitudes des banques ». Aussi, le 15 septembre Paulson décide de faire un exemple et laisse Lehman exploser. La petite crise initiale se transforme en déroute.

b) Le 15 septembre 2008 et après :

La faillite de Lehman provoque un malaise généralisé, Merrill Lynch se revend, en urgence, le même jour, à la Bank of America, le 16 septembre AIG doit être sauvé de toute urgence, le 26 septembre JP Morgan doit racheter Washington Mutual, le 29 Citigroup en fait autant avec Wachovia. Dans le monde entier les banques n'ont plus confiance entre elles, les crédits interbancaires disparaissent. Le Dow Jones baisse jusqu'à 7552 le 20 novembre et le CAC 40 à 2881 le 21 novembre.

La situation continue à se détériorer avec de nouveaux appels de fonds pour les deux GSEs, AIG etc. , mais un certain espoir atteint les marchés avec l'élection de Barack Obama. Le Dow Jones atteint 9034 le 2 janvier, le CAC 40 3396 le 6 janvier. Mais dans l'attente de l'application des mesures envisagées, les marchés se détériorent et le 9 mars les minima sont atteints : 6545 pour le Dow Jones et 2519 pour le CAC 40.

L'annonce du G20 provoque une reprise des marchés. Le 27 juin on cote ainsi 7 776 sur le Dow Jones et 2840 sur le CAC 40

Cette évolution structurellement défavorable des marchés reflète l'inquiétude des porteurs devant une crise qu'ils ne comprennent pas mais aussi l'obligation des sociétés endettées, de trouver des financements. Or les produits dérivés ont du mal à trouver des acheteurs, les sociétés achetées en « Leverage Buy Out LBO » ne trouvent plus de fonds pour effectuer un LBO secondaire. En outre la crise financière étant plus forte aux USA qu'en Europe continentale, les institutions américaines ont tendance à vendre plutôt des titres européens qu'américains. On peut, ainsi, sans crainte, considérer que les titres européens sont actuellement sous évalués et qu'ils devraient profiter fortement de la reprise économique dès qu'elle aura lieu.

### III) L'effet de la crise sur la structure des marchés financiers

a) Ce qui continue :

Aussi étonnant que cela puisse paraître la plupart des tendances que l'on a pu observer avant septembre 2008 continue sans réel changement :

- 1) les derniers chiffres de produits dérivés semblent indiquer que leur volume tend à croître, ainsi les contrats OTC sont passés en un an de juin 2007 à juin 2008 de 516 billions de dollars à 683 billions, il semble qu'il y ait depuis cette date une très légère baisse mais elle n'est pas vraiment significative. Il faut comparer ce chiffre de 683 billions aux évaluations du professeur Babeau d'une capitalisation mondiale de moins de 600 billions et un produit national brut également mondial de 31 billions.
- 2) La décomposition des bourses continue grâce au développement des MTFs. En effet les MTFs prolifèrent. BATS Trading, devenu en 2009 la troisième bourse mondiale derrière NYSE Euronext et Nasdaq OMX Europe devant le Japon, prétend atteindre 25% des ordres des marchés européens. Turquoise et Chi X ne prétendent qu'à 10% du marché, enfin en décembre 2008 Equiduct a été lancé, filiale à 53% de la Bourse de Berlin. Cela incite les Bourses réglementées à réduire leurs frais pour concurrencer les marchés privés (baisse de 20% des commissions de la Deutsch Börse), à fusionner mais surtout à créer elles mêmes des Bourses informatisées en concurrence avec leur propre activité. C'est le cas d' « Octopus » créée par NYSE Euronext  
Pour ne pas trop pénaliser le public, on a imaginé la règle de la « Best Execution ». On utilise un modèle informatique très perfectionné qui permet aux traders de trouver sur le marché international les meilleurs cours possibles. Mais on cherche à « coller » au plus près aux désirs des clients. Le marché ne peut alors répondre à des demandes trop contraignantes. On est ainsi conduit à créer des « exceptions » à la « Best Execution ».

Cet excès de concurrence sur les coûts a trois conséquences : il incite les institutionnels à négliger le seul marché fondamentalement utile : la Bourse traditionnelle, et à négocier entre eux par MTFs interposés, surtout lorsque, du fait de la crise, les autres marchés (immobilier, produits négociés de gré à gré) ne trouvent plus de contre-parties.

La Bourse devrait servir à la collecte de capitaux pour l'investissement et donc l'emploi, fonction qu'elle a abandonnée, il y a longtemps aux USA au profit des Mutual Funds et Fonds de Pensions et plus récemment en Europe continentale

Troisièmement le jeu de la concurrence dans un marché boursier très transparent a réduit les marges bénéficiaires des intermédiaires les incitant à négliger les marchés classiques au profit de ceux qui, par leur manque de liquidité, assurent aux négociateurs de pouvoir, en opérant « en net », se garantir des marges beaucoup plus fortes, parce que dissimulées, que le marché s'effectue de gré à gré ou même parfois sur des marchés réglementés.

3) La concentration ne se limite pas aux seules bourses. Elle s'étend à la compensation. Si la DTCC domine le « clearing » aux USA, soit directement, soit par ses filiales. Elle est suivie pour la compensation des dérivés de crédit par la CME. NYSE Euronext et Turquoise ont fait le choix de se joindre à EuroCCP, filiale anglaise de DTCC, au détriment de son partenaire traditionnel LCH Clearnet. D'autres sociétés viennent les concurrencer : l'European Multilateral Clearing Facility filiale de Fortis, le Suisse SWX Clear et enfin la Deutsche Börse qui a son propre clearing.

#### b) les nouveautés

Une tentative nouvelle est lancée qui, si elle réussit, rendra d'énormes services pour régulariser le système le plus malsain des produits financiers : la compensation des « Credit Default Swaps CDSs ». L'existence d'une Chambre de compensation permet de réduire le risque de contrepartie pour l'opérateur puisqu'il a en face de lui non un autre institutionnel mais la Chambre elle-même qui garantit la bonne fin de l'opération. Elle présente un inconvénient pour les intermédiaires : ses interventions sont tarifées alors qu'en pur gré à gré les commissions peuvent se traiter très « librement ». Les demandes de créer des Chambres de Compensation se multiplient : L'Intercontinental Exchange ICE d'Atlanta a le 11 Mars 2009 créé la première Chambre de Compensation spécialisée en produits américains. Elle a déjà traité depuis son lancement pour 50 milliards de \$. Le Liffe en monte une autre avec LCH Clearnet, spécialisée en contrats sur indices européens (contrats synthétiques) mais elle n'a pas encore effectué d'opérations. Le « Chicago Mercantile Exchange CME » lance sa propre Chambre de Compensation avec un groupe de banques internationales Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase etc avec un capital de 7 milliards de \$ et une possibilité de tirage de 115 milliards de \$. Même si ces sommes sont très importantes ; elles sont faibles à l'égard du marché des CDSs évalué actuellement à 28 billions de \$. La SWX en crée une avec la Deutsche Bank. Toutes ces entreprises peuvent réussir si la confiance renaît et s'il n'y a pas de panique dans le marché des CDSs. Il semble qu'il y ait une certaine opposition chez les intermédiaires à transmettre leurs opérations à une Chambre de Compensation car il y existe une certaine transparence qui incite à une limitation des commissions

#### IV) Les Réformes réalisées et envisagées

Une distinction doit être faite entre les Etats Unis et l'Europe. Les premiers ont une situation financière désastreuse (AIG, et les autres réhausseurs de crédit, Bear Sterns, Lehman etc). Par contre l'endettement des entreprises est relativement faible (50 % du PNB) tandis que dans l'« Euroland » la situation des banques paraît assainie, mais l'endettement des entreprises atteint 11 Billions de \$ soit 95 % du PNB de la zone euro. Aussi les américains demandent à l'Europe continentale de faire des efforts comparables aux leurs.

a) Les réformes :

Le Président américain propose au congrès un budget en déficit de 1750 milliards de \$ (dont 250 en faveur du système financier) et lance en même temps l'American Recovery and Reinvestment Act de 787 milliards de \$. En outre Geithner lance le « Public-Private Investment Program » de 50 à 100 milliards de \$ pris sur le plan « Trouble Asset Relief Program » qui pourrait être accompagné par un prêt de 6 fois le montant utilisé (soit, ce n'est pas encore décidé, garanti par le FDIC, soit fourni directement par la FED). Au total en tenant compte des rachats de Treasury Bonds et de produits dits toxiques, le total du bilan de la Fed est passé en un an de 1000 milliards à 2900 milliards.

Les anglais en ont fait de même suivi par les Japonais, les Chinois etc. Américains et Anglais ont augmenté respectivement leurs déficits de 1,1 et 0,2 % du PNB en 2008 et prévoient des hausses de 2 et 12,4% en 2009 tandis que les Européens Continentaux n'ont rien fait en 2008 et prévoient en moyenne une augmentation de déficit de 1% du PNB pour 2009

Dans le même temps les Anglais ont entrepris une réforme en profondeur de la « Financial Services Authority » considérée comme trop laxiste.

b) A la réunion du G 20

Des points d'accord existent : tous les pays veulent augmenter les contrôles : Hedge Funds, agences de notation, sociétés non financières mais pratiquant des opérations d'argent (essentiellement aux USA). Le Forum de Stabilité Financière qui n'avait que voix consultative se transforme en Conseil de Stabilité Financière dont les pouvoirs seront plus étendus. Plus spécifiquement on va modifier les règles comptables pour que les banques accumulent des fonds en période de prospérité.

Autre point d'accord le Capital du FMI passe de 250 milliards de \$ à 500, 200 étant fournis par les Etats-Unis et l'Union Européenne, 100 milliards par le Japon, les autres pays comme la Chine, le Canada, la Norvège (environ 50 milliards chacun), l'Arabie Saoudite etc assurant le complément. On lance une tranche de « Droits de Tirage Spéciaux DTS » de 250 Milliards de \$ ceux-ci permettant au FMI de faire de prêts nouveaux. Dans le même accord ; 250 milliards seront fournis en garantie aux Assureurs- Crédit type Coface pour aider au développement du commerce international. La Banque Mondiale reçoit le droit d'augmenter ses capacités d'emprunt à hauteur de 100 milliards de \$.

Par contre il y a une divergence fondamentale sur le point le plus important : la relance. En effet l'Amérique et les principaux pays du monde ont une approche keynésienne suivant laquelle la masse monétaire peut être augmentée tant que le plein emploi n'est pas réalisé, au risque qu'il y ait une certaine tension sur les prix des matières premières et qu'il soit difficile de résorber les masses monétaires que l'on a créées durant la crise après le retour du plein emploi

L'Euroland, par la voix du Président de la BCE explique que malgré tout, l'augmentation de la masse monétaire est toujours inflationniste et que les règlements de la BCE l'obligent à ne concevoir que la lutte contre l'inflation. Cela donne à l'Euroland une position originale dans le monde mais s'il y a de l'inflation, il la subira comme les autres pays et il profitera de la reprise dès qu'elle aura lieu

Au total on peut dire que le G20 représente un tournant dans l'évolution de la crise. Les Européens ont obtenu un développement des contrôles, un effort contre les paradis fiscaux et une certaine supervision internationale.

Par ailleurs, sous l'influence de Strauss-Kahn, on a donné au FMI les possibilités de relancer l'économie mondiale. Le seul regret que l'on puisse avoir est le manque d'engagement de l'Europe à augmenter également sa masse monétaire

Conclusion

L'Amérique a été à l'origine d'une crise majeure due à un excès de confiance dans ses structures et à l'inépuisable créativité des opérateurs financiers. Par contre le courage du Président de la Federal Reserve pour créer de nouvelles liquidités, l'appui du Président Sarkozy pour mettre sur pied la réunion du G20, l'apport expansionniste de la plupart des pays du Monde (Angleterre, Japon, Australie, Chine etc) semblent donner l'impression que la situation se redresse..

L'immobilier reprend, les banques redeviennent un peu bénéficiaires, les bourses remontent ( 20% depuis leur minimum). Certes il reste de nombreux problèmes :le renouvellement des LBOs, le dressement des « rehausseurs de crédit » dont AIG ,la restructuration des dettes des pays émergents, et du problème immobilier américain Mais si la hausse des bourses continue ,aidée par le développement de la masse monétaire, la confiance reviendra très vite ,comme après 1985. On peut donc grâce au G20 commencer d'espérer

Paris le 10 Avril 2009

Jean-Jacques Perquel