

Le rebond de l'industrie financière aux U.S.A.

Article écrit pour l' « année financière du Centre des Professions Financières »

Il existe deux conceptions différentes de la « finance ». On peut la concevoir comme un « service » à l'économie réelle ou comme une « industrie » qui doit assurer sa propre rentabilité et dont l'utilité repose sur deux notions : fournir de la liquidité au service financier et surtout assurer la protection (hedging) de l'activité industrielle et commerciale (protection contre les fluctuations monétaires, les risques de défaillance des contre-parties, jusqu'aux risques climatiques ou de catastrophes naturelles). Ces deux conceptions s'opposent à tel point qu'il y a eu chez Kidder Peabody (alors filiale de la General Electric) une véritable guerre entre les traders ne comprenant pas l'existence de brokers à faible rentabilité tandis que ces derniers faisaient remarquer que sans leurs clients les traders manqueraient d'activité. Ces deux métiers sont, en fait, complémentaires et s'influencent l'un l'autre. Mais le dynamisme de « l'industrie financière » et son esprit d'invention sont tels que ce secteur a un effet d'entraînement sur tout le reste de la finance.

Les excès de « l'industrie financière » ont entraîné la crise économique actuelle même si le catalyseur en a été l'existence des « subprimes » . Le Président Carter avait créé cette catégorie d'opérations dans un but social. Malheureusement des vendeurs peu scrupuleux avaient découvert qu'il était possible de transformer ce mécanisme en un moyen de vendre des logements, à un moment où le marché avait atteint, dès 2006, un fort degré de saturation . Les emprunteurs des deux catégories à risque « subprime » (600milliards de \$) et « Alt-A » (encore 600 milliards) ont fait défaut , ne pouvant plus rembourser puisque les hausses de prix de l' immobilier sur lesquelles il pensaient pouvoir repayer le capital et les intérêts, n'existaient plus. Ironiquement ces prêts étaient appelés NINJA(No income, no job or asset).Cela a provoqué les faillites des sociétés spécialisées dans ce type de prêts, comme New Century Financial , la principale société de ce secteur.

La pensée dominante actuelle consiste à séparer la crise économique, issue de la mondialisation et la crise financière issue des excès de la spéculation. On ne fait pas, dès lors, de distinction entre les opérations financières « pour compte d'autrui » moins touchées par la crise et celles effectuées « pour compte propre » qui ont été atteintes de plein fouet.

Aussi pour comprendre l'évolution actuelle de l' « industrie financière » aux Etats –Unis il nous faut analyser la situation actuelle de l'économie réelle et celle des deux secteurs financiers, les réformes en cours de réalisation , les espoirs que l'on peut avoir d'une reprise sérieuse de la croissance économique et proposer une solution au dilemme posé par le principe « too big to fail »

1) Le « montage de la bulle »

Toute période de croissance économique provoque un développement du « crédit ».Plus la prospérité se développe, plus les individus ont tendance à croire qu'elle va continuer éternellement et qu'il y a une modification structurelle des conditions économiques qui justifie cette conviction. La bulle est donc toujours due à cette excroissance du crédit. Hyman Minsky , professeur à l'Université de Washington ,considérait qu'il existait trois types de finance : Hedge ,où l'on peut facilement rembourser le capital et payer les intérêts, Spéculative où l'on peut sans problème payer les intérêts et espérer rembourser le capital grâce au développement de l'investissement, Ponzi où l'on ne peut payer à l'origine ni les intérêts ni le capital et ,ajoute Minsky ,dès que la bulle explose les endettements changent de catégorie :les financements « hedge » deviennent spéculatifs et les engagements spéculatifs tombent dans la série « ponzi. » Il en conclut que le processus du développement est inévitablement, à la fois créatif d'essor économique, de multiplications de crédits de plus en plus mal contrôlés et en conséquence d'explosion . La situation actuelle n'est pas différente de celle des années 1870 ou 1930 mais elle a pris une ampleur nouvelle grâce au développement de l'informatique et de la « mondialisation ».

Devant la gravité de la crise immobilière le gouvernement américain a pris plusieurs mesures pour soulager le système financier : octroi de garantie de 29 milliards de \$ pour sauver Bear Stearns au nom du principe « too big to fail », aide très importante en Juillet 2008 aux deux agences de prêts

immobiliers Fannie Mae et Freddy Mac. Mais le 15 Septembre 2008 il a commis la maladresse de ne pas empêcher la faillite de Lehman Brothers. Cela a traumatisé les marchés, obligeant le Gouvernement à sauver A.I.G (coût 300 milliards) à faire reprendre Merrill Lynch et Wachovia par des banques commerciales ,à avancer au secteur bancaire 300 milliards, à lancer des programmes de prêts aux banques T.A.R.P, d'achats de titres dits « toxiques »T.A.L.F . et à lancer un programme de prêts cofinancé par le secteur public et le secteur privé P.I.P.P.

Le résultat a été un déficit majeur du budget 12% du Produit Intérieur Brut P.I.B. et une augmentation de 120% du montant du bilan de la Federal Reserve (à plus de 2.200 milliards) et, en même temps, la qualité des Actifs de son bilan s'est sensiblement détériorée à cause des différents achats de produits dits « toxiques » qu'elle a dû faire.

Aussi pour faire un tableau de la situation actuelle, il nous faut analyser les trois secteurs de l'économie.

a) l'économie réelle

.Le chômage atteint 10,2 % de la population active (versus 4 % il y a deux ans) et continue d'augmenter. Tous les mois il y a plusieurs dizaines de milliers de nouveaux chômeurs. Certes plus récemment , on peut noter un certain ralentissement dans cette détérioration de la situation. Les éléments favorables sont une certaine reprise grâce à des mesures fiscales dans l'immobilier et l'automobile . Il faut cependant noter que dans les régions où la mévente de logements est due à la crise comme à Detroit (Automobile) en Californie (Informatique) ou à Las Vegas (jeu) la situation continue à se détériorer .Mais cette tendance à la reprise du secteur immobilier dans tout le reste des U.S.A. et la baisse du dollar qui améliore la balance commerciale suffisent actuellement pour amener un retour à un certain optimisme .

b) la finance pour compte d'autrui.

Les banques commerciales et les banques d'investissement travaillent essentiellement pour compte de clients, mais elles subissent aussi la tentation de développer leurs activités pour compte propre. Ainsi les banques assurent la contre-partie des opérations effectuées par leurs clients le plus souvent de gré à gré (OTC) ou sur des marchés à faible liquidité, donc à transparence insuffisante En outre, elles utilisent un effet de levier trop élevé (Lehman avait atteint 30 fois ses fonds propres)et prélèvent d'importantes commissions, peu apparentes dans les contrats.

Cela a été rendu possible par la suppression du Glass-Steagall Act en 1999. Mais la faillite de Lehman Brothers , le 15 Septembre 2008 , a traumatisé les milieux financiers et provoqué le retour de la règle « too big to fail »

. deux conséquences en ont découlé ::

- 1) les grandes banques commerciales sont devenues des mastodontes :J.P.Morgan Chase a racheté la principale compagnie de crédit immobilier Washington Mutual, la Bank of America a racheté le plus grand Broker mondial Merrill Lynch, Wells Fargo a repris Wachovia, etc .dans le domaine de la gestion d'actifs Black Rock a absorbé la plupart des Gestions bancaires et en particulier la Barclays Global Investor devenant ainsi la principale société mondiale de ce secteur. La même évolution a lieu dans le domaine des marchés organisés où le Chicago Mercantile Exchange C.M.E. après avoir repris le C.B.O.T et le N.YM.E.X, rachète actuellement le C.B.O.E. qui traite 30% du marché des produits dérivés (options sur actions, Indices, E.T.F.s)
- 2) Si les grandes banques commerciales ont pu bénéficier de l'aide de l'Etat (T.A.R.P et T.A.L.F) il n'en est pas de même des petites sociétés très nombreuses . Ainsi depuis le début de la crise il y a eu 118 faillites de banques. En outre un grand nombre de petites banques (400 environ) est actuellement suspecté par la S.E.C.d'être au bord du dépôt de bilan

Aussi on peut dire que, malgré les difficultés rencontrées, à l'heure actuelle le secteur de la banque pour compte d'autrui est sain, même si d'autres (immobilier commercial ou cartes de crédit) restent inquiétants pour les résultats bancaires des années à venir . Déjà en Octobre 2009 la principale

« boutique » de prêts d'immobilier commercial C.I.T. est obligée de déposer son bilan. C'est la 5^{ème} plus grosse faillite depuis le début de la crise actuelle.

c) l'industrie bancaire

Celle-ci comporte toutes les opérations effectuées « pour compte propre ». Elle assure la contrepartie à toutes les opérations de « couverture » au comptant et à terme, tant en matière de produits monétaires, que de devises, de matières premières et même de contrats d'assurance. Le total de la seule partie traitée de gré à gré était encore de 590 trillions à la fin de 2008 et a même remonté à 604 trillions en Juin 2009. C'est le secteur de l'activité bancaire le plus innovant et ... le plus rentable.

Pour bien comprendre la politique actuelle des Autorités, il faut analyser l'état actuel de ces « innovations » après le passage de la partie la plus dure de la crise financière.

2) La situation actuelle

Elle est caractérisée par les mesures de relance de l'économie, la réapparition des produits à effet de levier et les décisions du G 20 pour essayer de réorganiser « sainement » le système financier. Il nous faut étudier l'état actuel des entreprises qui forment le « shadow banking system », des produits nouveaux, les marchés et le comportement des intermédiaires

a) le « shadow banking system. » SBM

On appelle SBM l'ensemble des organismes qui pratiquent des activités financières le plus souvent spécialisées mais qui, n'étant pas banques, n'ont pas l'inconvénient de dépendre de la SEC, de la CFTC ni d'aucun autre organisme de contrôle. Par contre ils ne peuvent pas être soutenus en période de crise.

Il faut distinguer les entreprises créées avant la crise et celles qui commencent à apparaître maintenant en profitant de l'éclaircie actuelle.

La première catégorie comprend les Hedge Funds et les sociétés de Private Equity qui remplacent parfois les banques pour les opérations en capital de titres non cotés, et même souvent de titres cotés. Les Hedge Funds ont en général une vue plus « short termist » que les fonds de Private Equity. Le SBM inclut également les sociétés spécialisées dans divers domaines comme les « subprimes », le crédit à l'immobilier commercial, les gestions de Cartes de crédit, etc. Enfin il comprend les sociétés de titrisation comme les « SIV ». Celles-ci émettent des obligations en couverture de risques divers dont le taux de rendement est d'autant plus élevé que le risque est plus grand. Ces titres fournissent aux institutionnels des placements à taux élevés. Ils donnent l'impression d'une absence de risque à une époque où les taux de bons du Trésor sont trop bas pour permettre aux entreprises de couvrir leur frais généraux.

De nouveaux types d'entreprises commencent à naître, en particulier de nouveaux « SIV » moins dangereux car transparents appelés « insurance » chez Goldman Sachs et « smart securitisation » chez BarCap, les acheteurs connaissant parfaitement les titres qui sont « packagés » dans ces nouvelles entités.

b) les produits

La faillite de Lehman Brothers a traumatisé les marchés de la finance. Le taux des prêts interbancaires qui était avant le 15 Septembre 2008 de 0,30% est brutalement monté à 3,50% et il a fallu attendre le milieu de 2009 pour retrouver un taux normal. Les produits structurés (ABCDs, CMBs etc) ne trouvaient plus preneurs. Peu à peu les marchés de ces différents produits se « réouvrent ».

Comme, les taux ne montent pas, on a développé tout d'abord des emprunts à taux élevé pour des « signatures » sans risque puis des emprunts de banque pour leur permettre de rembourser l'Etat (au lieu de faire des prêts à l'économie réelle), puis les banques ont lancé des émissions d'actions et l'on rouvre maintenant peu à peu tous les marchés structurés.

Pour le moment cela ne présente aucun danger. Selon Minsky, le développement d'un crédit incontrôlé n'est dangereux qu'en période d'euphorie économique car le public (et les milieux financiers) sont alors persuadés de la fin « définitive » des cycles économiques.

Par contre on incite encore le public à spéculer. Ainsi des produits qui se développent très vite comme les « Exchange Traded Funds ETFs » sont presque sans risque quand ils reproduisent un portefeuille existant. Mais de plus en plus on crée des ETFs synthétiques où une partie du portefeuille est

remplacée par un swap avec une banque qui garantit cette partie de l'ETF (d'où un risque de contrepartie évident). En outre on crée des « ETFs Leveraged » pour augmenter l'espoir de gain, des « Inverse ETF » pour faciliter des spéculations à la baisse etc.

d) la transformation des marchés.

Cette évolution a commencé bien avant la crise économique. Dans le souci d'assurer une concurrence sur les marchés financiers, on a libéré les commissions des brokers et autorisé la création « d'electronic communication networks ECNs » appelés désormais « MTFs ». Ceux-ci ne pratiquent que des échanges de blocs, laissant aux bourses réglementées le soin d'assurer la contrepartie des ordres du public. Cela pose deux problèmes : 1) comment protéger le public qui n'a pas accès à ces marchés privilégiés. On a alors inventé la règle de la « best execution » très difficile à appliquer puisqu'il faut respecter les desiderata des clients opérateurs sur ces marchés (volume, rapidité d'exécution, etc) 2) comment peut fonctionner le marché si on lui retire une grande partie des ordres. Ce risque est très grand sur les marchés européens continentaux déjà peu liquides. Il est moins grave aux U.S.A. où existe une très importante clientèle privée bien démarchée par des brokers qui couvrent l'ensemble du territoire. L'existence de cette importante clientèle justifie un peu l'idée que les cours reflètent l'opinion des investisseurs. Bien plus malgré le désir de transparence des opérations de bourse demandée par les autorités financières, la « déstructuration » des marchés continue. Ainsi on crée des « black boxes » sortes de « MTFs » mais qui ne publient pas les noms des opérateurs et ne communiquent les opérations que postérieurement à leurs exécutions.

e) la réaction des opérateurs

Ceux – ci sont totalement inconscients. Ils ont imaginé des « high speed transactions » qui permettent aux opérateurs de traiter leurs opérations en 0,003 secondes et de diviser leurs ordres pour couvrir tous les marchés. Ils peuvent opérer plus rapidement que les gros institutionnels et ainsi « jouer » au détriment de ceux-ci (opérations de type scalping autrefois interdites aux « locaux » de Chicago.) Ces opérations de pure spéculation n'aident absolument pas la liquidité du marché, bien qu'elles représentent plus de 70% d'un marché comme celui de New York. Les autorités américaines d'ailleurs menacent de les interdire et certains opérateurs ont décidé de ne plus les pratiquer. Par ailleurs les écarts de taux court entre le dollar (0,3 %) et certaines autres monnaies comme le Dollar Australien (3,5 %) ont relancé le « carry trade », opération très déstabilisante pour la monnaie U.S.

3) La position des Autorités financières

Gouvernement et autorités financières sont placés devant un dilemme : l'opinion publique fait mal la distinction entre le dynamisme des différentes institutions qui a assuré un exceptionnel essor aux Etats-Unis, en particulier dans le domaine de l'information, et ce même dynamisme qui a provoqué grâce à ses excès une crise mondiale qui n'est pas encore terminée. De ce fait elle accuse les milieux financiers de malhonnêteté morale en cherchant à faire des profits à court terme pour s'assurer de forts bonus. D'un autre côté les différents opérateurs expliquent que la spéculation élargit les marchés facilite la demande de couverture des opérations industrielles et commerciales et, sur le plan boursier, permet aux institutions qui défendent l'épargne du public d'intervenir à faible coût. Les autorités doivent chercher à ne pas casser les mécanismes utiles de tous les nouveaux marchés tout en répondant à une opinion publique qui veut des sanctions à l'égard « des coupables ». Les milieux parlementaires compliquent encore ce processus car ils sont à la fois incités par leur clientèle électorale à réagir contre les banques, les fonds de toute espèce, etc. et, dans le même temps, ils sont assésés par les membres des « lobbies » qui essaient d'empêcher toute réforme. Aussi il nous faut analyser en ordre croissant d'importance le problème de rémunérations, celui du contrôle des opérateurs et celui des structures de marché. et essayer d'en prévoir l'évolution et leurs conséquences.

a) le problème des rémunérations

Il y a deux problèmes : a) l'un moral : on désire limiter la rémunération des cadres des entreprises aidées (TARP, TALF, etc.) mais cela risque d'entraîner le départ des éléments les plus valables vers des concurrents et de dévitaliser des entreprises déjà diminuées.

b) l'autre plus général : le G 20 a décidé que le règlement des différents bonus des banquiers seraient payés en partie en titres, mais la partie payée en « cash » serait réglée en 3 ans. Les opérateurs ne pourraient obtenir de bonus garantis sur plus d'un an. Ces mesures pourraient provoquer des départs vers des pays n'appliquant pas ces règles. Mais il y a une autre solution pour les traders. Beaucoup d'entre eux préfèrent lancer leurs propres entreprises, ils acceptent alors les risques de leurs opérations... ce qui devrait les contraindre à éviter les excès de spéculation.

b) le contrôle des opérateurs

Tous les opérateurs financiers passeraient sous contrôle d'un Conseil de Supervision « Financial Institutions Regulatory Administration FIRA » présidé par le Trésor et qui inclurait entre autres les régulateurs de la FED, de la FDIC, etc. Le principe de cet organisme rencontre une forte opposition au Congrès, de même que l'idée de créer une Commission pour défendre les intérêts du public la « Consumer Financial Protection Agency CPPA ». En outre on créerait une nouvelle agence « Agency for Financial Stability » pour contrôler l'application des nouvelles règles de liquidité. Par contre il semble que l'idée, développée en Europe d'imposer la conservation d'un certain pourcentage (on parle de 5 %) de tous les fonds et surtout en matière de titrisation, ait été abandonnée aux U.S.A.,.

Autre problème : celui des positions de chaque opérateur. Ainsi le Président de la CFTC voudrait dans les domaines du pétrole et du gaz limiter à 10.000 le nombre maximum de contrats par opérateur pour éviter des « corners ». Il se heurte à l'opposition des grandes sociétés pétrolières qui se refusent à toute limitation.

Enfin il faut tenir compte du nouveau « Bâle II ». En effet les coefficients de liquidité imposés aux banques dépendraient beaucoup plus de la nature des opérations. Ainsi le coefficient actuel pour les produits dérivés serait multiplié par 3, ce qui rendrait pour les banques ces opérations moins intéressantes.

c) le projet d'intervention sur les structures de marché

La principale préoccupation des Autorités est le double risque rencontré sur les marchés dérivés : risque de contrepartie et risque de manque de solvabilité de la part de l'initiateur de l'opération puisque sur les marchés OTC une couverture est rarement demandée. On a proposé une solution à ces deux problèmes en proposant d'obliger les opérateurs à standardiser leurs produits, à les négocier sur des marchés réglementés ou des MTFs, mais en tout cas à les faire compenser par des Chambres de Compensation. Cela provoque un certain enthousiasme des compensateurs comme le CME ou le DTCC, mais les banques y voient une limitation de leurs commissions et les opérateurs industriels trouvent que les dépôts de garantie sont trop coûteux, car jusqu'à présent ils utilisent leur réputation pour éviter d'en payer, ce qui est parfaitement légal lors de contrats O.T.C.. La compensation de produits dérivés a commencé. Elle est pratiquée actuellement par le CME à hauteur de quelques centaines de milliards de \$. C'est un grand succès, mais on voit mal comment on pourrait compenser les 604 trillions de \$ de la position OTC ouverte.

Conclusion

On voit que le problème de base est l'usage de la règle « too big to fail ». En effet si on ne l'applique pas on laisse exploser un risque systémique peu contrôlable et si on en fait une règle absolue on autorise tous les dérèglements de la part des grandes entités. Or par ailleurs les banques de dépôts pures présentent peu de risque. Mais on ne peut plus utiliser le Glass-Steagall Act en l'état puisque toutes les opérations de produits dérivés mélangent le plus souvent « cash » et « futures ». Il faudrait un nouveau type d'Act interdisant aux banques (protégées par le « too big to fail ») les opérations pour compte d'autrui. Celles-ci seraient effectuées par des organismes indépendants style Hedge Fund qui feraient alors les bénéfices qu'ils désirent, mais ils seraient vulnérables et donc obligés d'opérer avec plus de retenue.

En fait une telle solution se heurte à la double opposition des banques qui perdraient une activité très rentable et des traders obligés de « travailler sans filet ». Mais même s'il y a une forte réaction contre cette solution, elle devrait s'imposer naturellement. En effet les mesures prises par le G 20,

Bâle II, et les autorités financières U.S. vont entraîner une forte diminution des résultats des banques. Elles devront répercuter sur leurs opérateurs cette diminution de revenu. Les meilleures d'entre elles choisiront inmanquablement de prendre leur indépendance pour continuer leur activité. Cette séparation naturelle ... ou légale devrait permettre d'éviter tous excès de crédit au delà des ratios mis en place par les organismes financiers internationaux .

Jean-Jacques Perquel

Paris le 22 Novembre 2009