

LE TEMPS

Les causes de la prochaine crise financière

de Emmanuel Garessus

22 juin 2015

La liquidité des marchés de crédit s'est sensiblement dégradée ces derniers trimestres. La mise en place des nouvelles réglementations bancaires produit des effets secondaires potentiellement explosifs.

Les murs de la maison se lézardent. Mais le comportement des locataires, aussi indiscipliné soit-il, n'y est pour rien. Non, la responsabilité en revient indiscutablement aux nouvelles normes de construction de l'architecture financière et aux banquiers centraux. La menace est chaque jour plus visible. Mais suffit-il d'en parler pour qu'elle soit sous contrôle? Les investisseurs les plus réputés lancent des avertissements et désignent la cause de leur trouble: les mesures des autorités politiques et monétaires. «L'ennui avec les banquiers centraux est que ce sont toujours des vieux messieurs et qu'ils prennent le taux de change pour un symbole de virilité», expliquait Margareth Thatcher¹. La remarque s'applique sans doute mieux à Mario Draghi à la BCE qu'à Janet Yellen ou Thomas Jordan mais elle est fondamentalement correcte. Les prix ne reflètent plus tout à fait le marché, mais la conséquence sur les attentes des règles et mesures prises par les banquiers centraux.

C'est le cas en Suisse. La BNS a décidé de maintenir les taux négatifs. Non seulement ils n'ont pas empêché l'euro de rester près de la parité. Mais ils incitent parfois les gérants suisses à acheter du franc suisse. La BNS obtient l'effet inverse du but recherché. En effet, un institutionnel suisse qui cherchait

à obtenir un rendement plus élevé sur les obligations canadiennes que sur les obligations de la Confédération a dû renoncer. Le coût de la couverture de sa position lui coûtait si cher qu'il a dû acheter des obligations suisses. Le prix de la protection équivaut à l'écart de taux d'intérêt à court terme entre deux monnaies.

Plus globalement, l'échec des politiques monétaires quantitatives saute aux yeux. Malgré les milliards déversés sur les marchés, les investissements restent inférieurs à leur niveau d'avant la crise. Daniel Gros, directeur du Center for European Policy Studies, dresse un bilan très noir des programmes de QE et souligne les contradictions de la BCE: «L'assouplissement quantitatif consiste fondamentalement en un échange de deux catégories d'actifs à faible rendement: les obligations à long terme et les dépôts des banques centrales. Sur des marchés étendus et efficaces, cet échange ne signifie pas grand-chose.» Le résultat du QE? Ni croissance, ni inflation, indique-t-il.

Les grands gagnants sont les banques internationales. La structure du programme de QE permet aux banques d'accroître leurs bénéfices, mais elle ne les incite nullement à augmenter leurs crédits. Le «design du programme de la BCE» leur a déjà fait gagner 12 milliards d'euros au moyen d'un trading extrêmement simple, selon Marcello Minenna, professeur de finance à l'Université Bocconi (WSJ du 09.06.2015). Il appuie son raisonnement sur le «design» du QE. En vertu de ce dernier, les banques centrales de la zone euro n'ont pas le droit d'acheter des obligations souveraines si leur rendement est plus bas que $-0,2\%$. Les banques commerciales vendent les titres à ce niveau et engrangent leurs profits. A la mi-avril, le quart des obligations souveraines de la zone euro offrait un rendement négatif (2800 milliards d'euros). Aujourd'hui, le volume a chuté à 1300 milliards d'euros. Il en résulte une grande volatilité obligataire. Celle-ci traduit une anomalie du QE et non une caractéristique du QE, selon le professeur. Il contredit ainsi Mario Draghi, le président de la BCE, qui demande aux investisseurs de s'habituer à vivre avec une volatilité accrue en période de taux bas.

Les mouvements des marchés sont renforcés par la volonté des régulateurs de réduire les activités de négoce pour compte propre des banques. Les autorités sont donc à la source d'un risque majeur de manque de liquidité des marchés. Qui rachètera lorsque les investisseurs voudront vendre? «Le gouvernement causera la prochaine crise financière», avance Stephen Schwarzman, le patron et fondateur de Blackstone. Ce «roi de Wall Street» et leader du capital-

investissement restait jusqu'ici dans l'ombre. Il a décidé de prendre la plume et de publier un avertissement dans le Wall Street Journal ³. La crise devrait, à son avis, provenir de la forte réduction de liquidité des marchés financiers qui résulte de la législation Dodd-Frank et des besoins de fonds propres accrus des banques. Il observe par exemple que Deutsche Bank a réduit de 90% ses stocks d'obligations d'entreprises pour ses négociants. Qui assurera la contrepartie lors de la prochaine correction? Les craintes sont de plus en plus audibles. Les gérants de hedge funds nous font également part de la détérioration de la liquidité sur les marchés de crédit.

Il est vrai que les banques centrales aussi sont confrontées au défi de l'économie du savoir et d'Internet. Leur métier change. Mais, en dépit de leur quête de pouvoir politique, les banquiers centraux refusent d'admettre leur perte d'influence monétaire. Leurs instruments fonctionnent moins bien. Malgré les milliards déversés et les taux zéro, les investissements peinent à dépasser leur niveau d'avant la crise. D'ailleurs, il s'agit de plus en plus d'investissements intangibles, c'est-à-dire de dépenses dans le savoir, la propriété intellectuelle, les systèmes d'information, la recherche, selon une étude de Perella Weinberg. Le rapport entre investissements intangibles et tangibles a explosé en trente ans. Il s'est hissé à 0,9. Les deux catégories sont donc presque à égalité. Et la part des intangibles dans le PIB atteint déjà 20%. C'est un fait marquant parce que les entreprises financent les projets dans l'économie du savoir par du cash et moins par le système bancaire. La disruption atteint aussi les politiques monétaires. Celles-ci devraient être mieux ciblées et différenciées selon les branches ou les acteurs. Une norme peut être plus efficace sur la construction que sur l'économie numérique. De même, la décision des taux négatifs aurait pu être prise sur les non-résidents plutôt que sur tout le monde.

1. Institut des libertés, Charles Gave, 15 juin. 2. Project Syndicate, Daniel Gros, 9 juin. 3. «How the Next Financial Crisis Will Happen», Stephen Schwarzman, «WSJ», 11 juin.