

L'Avenir des Marchés Financiers

Jean-Jacques Perquel

14 avril 2017

L'investissement nécessite un emploi de fonds. Les investisseurs peuvent les posséder au départ, les emprunter à d'autres particuliers, à des banques etc. Mais il existe une autre possibilité : répartir le capital ou les dettes en montants minimes. C'est de la « titrisation » avant la lettre. En France, pays de Droit, on distingue habituellement les Actions représentatives d'un Droit de Propriété et les Obligations qui sont une Dette. En Angleterre on les analyse en fonction de leur usage. Ainsi Joan Robinson déclarait, dans les années 50, que la différence entre actions et obligations venait de la nature de leur rendement, l'un variable, l'autre fixe. C'était le cas autrefois avant que l'imagination des financiers ne tente de rapprocher les deux types majeurs de titres. Il y a une différence cependant pour l'utilisateur : l'emprunteur en obligations doit les « rembourser » d'où la faveur française pour l'inflation qui « éponge » les dettes.

Ces produits classiques « titrisés » étaient accompagnés par des opérations spéculatives : marchés à terme avec la possibilité de « reports » et quelques « primes » pour des opérateurs désireux de limiter leurs risques (du moins pour les acheteurs). Or il existait à Chicago un marché très particulier celui des matières premières sur lequel les producteurs venaient couvrir leurs ventes futures par des opérations « à terme » et des « options ». Sanders a imaginé d'appliquer aux marchés traditionnels les techniques des marchés de Chicago et le Marché Financier s'est emparé des opérations à terme sur tous les produits qui jusqu'alors n'entraient pas dans ce Marché. Ainsi le Marché Financier s'étend maintenant au secteur de l'« Assurance », par exemple vers des secteurs naturellement non financiers comme les risques de catastrophes naturelles ou d'anomalies climatiques.

Aussi peut-on définir à l'heure actuelle les Marchés Financiers comme l'ensemble des opérations non spéculatives émises à échéances plus ou moins longues (actions et obligations) et les opérations de protection de produits financiers (dits « produits dérivés »).

Aussi pour définir l'avenir des Marchés Financiers, il nous faut analyser très succinctement les techniques des marchés modernes en partant des trois tendances actuelles assez contradictoires qui sont :

- a) la peur des organismes de contrôle d'un retour de crise. On essaie ainsi de limiter l'activité des marchés pour en réduire les Risques ;
- b) la déception du public à l'égard des Bourses. Elle s'explique par la baisse de rentabilité depuis 2000 (date approximative du début de la crise de longue durée que nous vivons actuellement.) Les rendements des actions de la période 2000/2016 ont été de 1,7% en France, 2,4% en Angleterre, 2,2% en Allemagne, 2,7% aux U.S.A. contre, respectivement, pour la période 1900/2000 : 3,3 %, 5,5%, 3,3 %, et 6,4 %. Cela prouve, si la reprise actuelle se confirme dans le monde, que les Bourses devraient redevenir beaucoup plus attractives ;
- c) l'imagination des financiers qui assure un développement extraordinaire des activités de Marché (et bien entendu des « risques »).

I. Les nouvelles techniques des Marchés

A. Les Marchés « Actions » règlementés

Les marchés traditionnels (actions) perdent peu à peu leurs « floors ». Le New York Stock exchange NYSE est de plus en plus informatisé, même s'il garde encore quelques « pits » (corbeilles). Toutes les autres bourses d'actions sont informatisées. Ainsi une grande partie de l'activité de New York se traite sur les écrans de sa filiale « New-York Arca ».

La cotation sur écran permet de connaître les meilleurs cours demandés (Bids) et offerts (Asks). Cette situation était simple et efficace tant que les bourses règlementées assuraient à peu près l'« unicité de cotation » (sauf « arbitrage international »). Mais cette situation a été considérablement compliquée par les réformes de 1970/1990 car on a créé des « Plateformes privées de négociation », les « Electronic Communication Network ECN » en français « Multilateral Trading Facilities MTF ». La plus importante d'entre elles BATS est sans doute la 2ème bourse mondiale.

Bien entendu cette création de ces multibourses, inventées pour faire plaisir aux banques actionnaires, a obligé les Autorités Financières à devoir « protéger » les porteurs d'actions. Aussi a-t-on imaginé la règle de la « Best Execution ». Les intermédiaires doivent, grâce à leur système informatique, pouvoir opérer sur n'importe quel marché et obtenir les meilleures conditions possibles pour leurs clients. Mais il y a un grand nombre d'exceptions à cette règle (taille anormale d'un ordre par rapport aux quantités traitées par les Contrepartistes, opérations hors des horaires normaux des bourses etc.).

Au nom, sans doute, de la « transparence », on a autorisé la création de « Dark Pools » marchés opaques dont les informations ne sont publiées qu'à posteriori.

Toujours pour « protéger » les investisseurs, on laisse faire des opérations de « High Flying Trading HFT » en français « Flash Orders », ordres qui sont émis en quelques microsecondes (et souvent annulés presque en même temps). Ils représentent près de 50% de l'activité des bourses américaines et de 30 % de la bourse de Paris. Ils sont souvent utilisés pour passer des ordres importants mais surtout ils permettent des pratiques à la limite de l'escroquerie (Stuffing amoncellement d'ordres pour empêcher d'autres opérateurs d'intervenir, layering ou manœuvre pour contrôler les cotations etc.). Les Autorités s'en inquiètent, quand même, et songent à prendre des mesures pour limiter les excès. Les marchés s'en émeuvent. Ainsi une nouvelle bourse règlementée « Investors Exchange IEX » traite ses ordres en 350 microsecondes pour empêcher les Flash Orders d'intervenir. Le NYSE songe actuellement à suivre cet exemple.

B. Les Marchés obligataires

En France la loi issue de la Commission Leca a cassé le Marché obligataire en réservant aux Institutionnels des « blocs » de titres lors des émissions nouvelles. Le secteur obligataire de la bourse de Paris ne s'en est jamais relevé, car il n'est resté sur le marché que les ordres de rares clients privés (style la veuve de Carpentras).

Le développement du marché obligataire s'est fait essentiellement de « gré à gré » (en Anglais « Over The Counter OTC »).

Même s'il reste à New-York une certaine activité de clientèle privée, la Bourse se heurte au même problème : le désir de réintégrer en Bourse les négociations obligataires. Aussi les Américains ont

inventé un nouveau type de plateformes les « Swap Execution Facilities SEF » où s'échangent outre des obligations, des produits dérivés, etc. (tout ce qui fait partie du marché financier hors les actions). La directive MIF II a repris cette idée en lançant des « Organised Trading Facilities OTF » qui ont exactement la même fonction.

Même si la société anglaise d'origine italienne « MTS » prétend avoir un chiffre de négociation journalière de plus de 100 Millions (toutes activités incluses), il n'empêche que la plus importante part des transactions obligataires se traite encore de gré à gré.

c) Les Produits Dérivés

Les Produits dérivés sont par essence des produits de « couverture » (matières premières, change, valeurs mobilières et enfin produits d'assurance). Mais les contrats doivent trouver des contreparties. Ce peuvent être des opérateurs pratiquant la même activité mais qui ont une vision inversée de l'avenir. Mais ce sont surtout des spéculateurs qui pratiquent des « allers et retours » très fréquents créant sur les marchés une activité un peu factice.

Les opérations classiques « forwards » et « options » sont devenues de plus en plus complexes et représentent maintenant un montant de « position » qui, bon an mal an, tourne autour de 600 trillions de dollars. Les plus dangereuses de ces opérations sont les « Credit Default Swaps C.D.S » opérations faites pour garantir le remboursement de créances. Elles ont une position « brute » de près de 15 trillions et « nette » de « seulement 2 à 3 trillions » si l'on admet, ce qui n'est pas toujours possible, que l'on peut compenser les opérations en sens inverse d'un même opérateur. Aussi pour essayer de se prémunir contre le risque de faillites en chaîne si un grand établissement avait un « Incident de parcours » les Autorités Financières ont proposé de faire transiter progressivement les produits dérivés sur des marchés règlementés. Mais cela suppose, si l'on n'exclut pas les émissions « souveraines » considérées comme « sans risque », un montant de couverture évalué à près de 4 trillions de dollars, chiffre calculé par le Fonds monétaire international (F.M.I.). Or si les dettes des Etats sont considérées sans risque, elles sont cependant l'objet des plus fortes spéculations, car tout le monde est conscient des difficultés que peut rencontrer un pays (il suffit de regarder sa balance des paiements). Ainsi les spéculations contre des monnaies peuvent se développer de plus en plus et les déséquilibrer complètement. Quand on songe que George Soros a réussi à provoquer la dévaluation de la livre sterling en 1992 sans avoir de C.D.S à sa disposition, on comprend les risques que vont courir les monnaies dès que des grands pays auront « un incident de parcours » et le risque est grand, dans ce cas, pour l'ensemble des institutions mondiales car elles sont toutes liées sur le marché des C.D.S souverains, car c'est elles qui ont fait la contrepartie des achats des spéculateurs. Le passage des dérivés les plus classiques par des « chambres de compensation » est tout à fait efficace en situation normale, mais très insuffisant s'il y a « crise » d'autant que la « chambre » la plus importante dans le monde est la société américaine « Depository Trust and Clearing corporation DTCC » qui n'a comme fonds propres que 3,6 milliards de dollars (à comparer avec la position de produits dérivés de 600 trillions de dollars). A côté du monopole US de DTCC il y a en Europe 41 chambres de compensation. MIF II cherche à les unifier autour d'un projet de règlement de titres « Target2 Securities ».

d) Un mot concernant les autres marchés

Peu à peu on a créé d'autres techniques qui s'apparentent à des plates-formes :

- i) les internalisateurs systémiques. Ceux-ci peuvent faire la contre-partie des ordres de leurs clients (sous réserve de leur accord et de la publication des opérations ainsi réalisées)
- ii) créé pour corriger la lourdeur de MIF I, on a lancé MIF II qui a créé un nouveau type de plate-forme les « Organised Trading Facilities OTF» pour traiter des produits dérivés, des produits obligataires et des produits structurés, etc.
- iii) et bien entendu le marché des échanges de gré à gré (ou marché « Over the Counter OTC») beaucoup plus important que tous les marchés officiels, de l'ordre de 10 fois). A Titre d'exemple si, comme les Autorités Financières le désirent, on obligerait TOUS les produits dérivés cotés à l'OTC de passer par une chambre de compensation cela nécessiterait, selon la « Banque des Règlements Internationaux (BRI)» une couverture d'au moins 3,6 trillions de dollars (à titre de comparaison la plus grosse chambre de compensation mondiale le « Deposit Trust And Clearing Corporation DTCC » a seulement 3,6 Milliards de dollars de capitaux propres).

On voit ainsi que le système financier est bourré de bonnes intentions : il faut protéger le public, l'informer au maximum et la plupart de ces intentions sont en fait déformées pour créer un système inaudible réservé à des experts qui en profitent au détriment du public. Aussi il faut analyser les comportements des nouveaux investisseurs.

II Les nouveaux opérateurs

Ce sont les « Hedge funds » et les « Exchange Trading Funds ».

a) Le « Hedge funds » (ou Fonds Alternatifs)

Ce sont des fonds « fermés». C'est-à-dire à capital fixe, détenus en général par quelques individus. Avec des fonds propres qui dépassent actuellement 3 trillions de dollar, ils représentent un des secteurs les plus importants du « Shadow Banking ». Ils se subdivisent en une grande quantité de techniques :

- « Long/Short » technique qui consiste à vendre en même temps un titre considéré comme trop cher et en acheter un autre meilleur marché et si possible dans le même secteur, politique qui a permis la faillite de LTCM ;
- « Arbitrage » qui consiste à « jouer » sur des anomalies d'écart entre des échéances d'un même titre obligataire ou des cotations sur des places différentes ;
- « Global Macro » spécialité de George Soros qui utilise un maximum de fonds pour appliquer une certaine politique (comme son intervention pour provoquer en 1992 la chute de la livre sterling).

En général les opérateurs de Hedge Funds cherchent à faire des opérations à court terme. A La limite, les fonds « Activistes » cherchent à profiter de situations dont ils peuvent tirer un profit à court terme (ex. récupérer des fonds liquides qu'une société avait mis de côté pour faire à terme des investissements qui devraient assurer le développement de l'entreprise).

Certes quand les Hedge Funds deviennent trop gros ils ne peuvent plus opérer aussi vite Ils se transforment peu à peu en Holdings et jouent, à ce moment-là, un rôle utile comme des fonds de pension.

b) les "Exchange Trading Funds ETF" en français "Trackers"

Une société financière émet des trackers représentant un panier de titres (et également des matières premières ou des risques assurables ». Elle assure les intermédiaires qui demandent (ou offrent) des titres, en se couvrant par des achats (ou des ventes) des titres correspondants au portefeuille de l'ETF. Celui-ci est coté sur un marché règlementé ou non. L'émetteur fournit donc des limites Bid/Ask et les négociations des investisseurs se font en général en bourse entre ces limites. Aussi les trackers ont deux avantages sur des fonds indiciaires qui représenteraient le même portefeuille :

- 1) il n'y a qu'une cotation par jour pour des fonds normaux alors que les trackers sont cotés en continu et
- 2) en général les frais sont beaucoup plus faibles puisque limités aux courtages boursiers.

Ainsi leur succès ne se dément pas. Leur montant fin 2016 dépassait 3.500 milliards de dollars. Mais leur mobilité entraîne une terrible spéculation. Actuellement le principal ETF qui reproduit l'indice S&P 500 arrive à faire tourner 3.000 % de ses actifs. En fait on a transformé un outil d'investissement bon marché en un instrument de spéculation.

Au total on voit que l'imagination des financiers transforme parfois des outils excellents pour le financement de l'économie en terrains de jeu pour des spéculations qui n'ont pour la plupart qu'un rôle peu utile et terriblement « courttermists ». Aussi on a développé des réglementations et contrôles qu'il nous faut analyser.

III. Les contrôles et leur utilité

Les autorités financières ont laissé faire le développement des Subprimes (cause de la crise) et la liquidation de Lehman Brothers (qui en a provoqué la mondialisation) et ont trouvé un coupable : la possibilité de « recours à un prêteur en dernier ressort ». Son corollaire « too big to fail » a été condamné.

Sous- prétexte d'éviter un retour d'une crise semblable, on a multiplié les organismes administratifs. Aux Etats-Unis la loi Sarbanes-Oxley (2002 à la suite du scandale Enron) a créé un organisme de contrôle de l'Audit le « Public Company Accounting Oversight Board PCOAB » et la loi Dodd-Frank (2300 pages + annexes non encore terminées, depuis 2010) pour séparer les opérations à long terme des opérations de crédit. Il y a même au FMI des bons esprits qui envisagent le retour au « plan de Chicago » d'Irving Fisher selon lequel les banques ne devraient pas faire de « transformation » et ne prêter à long terme qu'à hauteur de leurs fonds propres.

L'Europe a vu la même multiplication des organismes : Bâle de I à III + un petit complément surnommé Bâle IV qui chaque fois « améliore » les conditions bancaires (y compris un supplément de 2 à 2,50% de garantie de dépôts pour les banques déclarées internationalement dangereuses « systémiques SIFI »). Si l'on ajoute au « Tier One » (4,5 %) pour protéger les fonds propres, l'effet de levier 3% pour 2018, le matelas de sécurité de 2,5% pour 2019 etc. on arrive à un total de 10,5% (plus les 2 à 2,5% réservés aux SIFI).

Bien entendu ce n'était pas suffisant. On ne protégeait pas assez la liquidité. Aussi on a inventé deux ratios Le « Liquidity Coverage Ratio LCR» pour lequel les banques doivent justifier qu'elles peuvent survivre un mois sans relation avec d'autres organismes financiers et le « Net Stable Funding Ratio NSFR » qui leur demande une relative autonomie d'un an.

Mais tout cela a été fortement « amélioré » par des contrôles périodiques (les « Stress Tests » où les banques sont placées dans des conditions désastreuses, ce qui les oblige à augmenter encore leurs fonds propres (au détriment des autres entreprises, ce que l'on appelle « l'effet d'exclusion »).

Par ailleurs on a longuement discuté la notion de liquidation à l'amiable des banques en difficulté ou « Résolution » pour savoir ce que les clients pouvaient perdre ou conserver de leurs dépôts en titres et en espèces (en général 100.000 euros).

Pour la plupart des économistes actuels, (en contradiction avec l'analyse de Charles Kindleberger, dans Manias, Panics and Crashes), l'appel au « prêteur en dernier ressort » est à éviter car il entraîne une demande de fonds à l'Etat donc au public. Par conséquent, elle est donc « politiquement » fondamentalement impopulaire et doit être condamnée. Cette analyse récente a des conséquences peu favorables pour trois raisons :

- a) en multipliant les organismes de contrôle et les nombreux règlements administratifs on alourdit les gestions financières et on les rend moins efficaces (peut-être y a-t-il, inconsciemment, le désir de ralentir le développement économique, car selon l'analyse d'Hyman Minsky l'essor conduit obligatoirement à des excès de crédits et à des crises) ;
- b) en obligeant les banques à augmenter leurs fonds propres et en limitant l'usage de leurs crédits, on crée un effet d'éviction qui est dangereux dans les périodes de resserrement du crédit (ce n'est pas le cas actuellement) ;
- c) le refus d'appel au « prêteur en dernier ressort » et la pénalisation des clients sont dangereux pour trois raisons :
 - i) cette pénalisation des clients provoque artificiellement une panique, cf. Herstatt (1974) ou Lehman (2008),
 - ii) le coût pour l'état du prêt en dernier ressort est sans rapport avec les conséquences économiques du refus,
 - iii) s'il y a un jour un krach issu des remboursements de CDS seul le recours aux prêteurs « mondiaux » en dernier ressort sera capable d'empêcher une ruine mondiale, vu l'importance des sommes en cours (prenons un exemple : un grand pays élit à sa tête un populiste et ce pays, manquant de dollars du fait d'une dette trop importante, subit un « incident de parcours ». Tous les CDS s'activent alors. Vu l'importance des sommes en jeu toutes les chambres de compensation risquent d'être en faillite si l'on ne fait pas appel au prêteur en dernier ressort.).

On voit ainsi qu'il serait préférable de revenir aux idées de Charles Kindleberger plutôt que de multiplier des règlements qui ne s'attaquent pas aux vrais problèmes malsains : CFD, Flash Orders et Naked CDS (achats de CDS qui ne servent pas à couvrir des dettes réelles).

Pour essayer de comprendre l'évolution actuelle, il nous faut étudier la conjoncture présente et les conséquences possibles pour les marchés financiers.

IV. La conjoncture actuelle

Elle semble dominée par trois facteurs : une reprise mondiale qui est peut-être le début de la remontée du cycle de Kondratiev, la gêne provoquée par le protectionnisme issus des mouvements populistes et les excès de spéculation boursière.

a) La reprise

L'analyse économique a beaucoup de mal à en rendre compte. En effet le « Produit National Brut PNB » intègre facilement tout ce qui est matériel (usines, équipements, stocks) et très difficilement les incorporels. Or presque tout le développement actuel (Facebook, LinkedIn) est essentiellement du « goodwill ». On va évaluer alors les entreprises en fonction de leurs « clients » avec une valeur fixée pour chacun d'entre eux qui peut varier de 30 à 120 dollars.

Cette reprise se fait selon le schéma « schumpeterien » de la destruction créatrice. Dans une première période les économies souffrent des destructions d'entreprises industrielles et recherche des emplois qualifiés pour des domaines nouveaux : informatique, médecine, robotique, nanotechnologies, etc. Le problème posé est de déterminer à partir de « quand » les métiers secondaires issus des conséquences économiques de cette nouvelle croissance provoquera des emplois sans qualification et pourrait absorber les chômeurs sans formation technique, issus des destructions économiques (ex le développement de la pollution, les conséquences du vieillissement de la population, etc.).

b) Mais deux difficultés peuvent gêner le développement de la reprise

i) Le populisme

C'est la réaction classique des victimes des « destructions » cf. les « canuts » de Lyon s'attaquant aux métiers Jacquard (1831). De nos jours ce sentiment existe sous la forme d'une détestation de Bruxelles. Il est certain que les « Insoumis » n'ont pas toujours tort même si la réaction de Donald Trump contre le « Dobb-Frank Act » n'est pas malsaine en soi, mais elle est un peu exagérée.

ii) L'autre danger est celui de la spéculation excessive

L'exemple de Snapshot est typique de cette situation. Une société qui perd de l'argent et qui aggrave sa perte en augmentant son chiffre d'affaires représente tout à fait ce que Minsky appelait des « sociétés Ponzi », sociétés qui disparaissent si l'économie se ralentit.

Conclusion

On voit ainsi se développer un Monde où trois forces s'opposent :

a) La reprise économique semble très forte même si elle produit encore très peu d'emplois et les rémunère insuffisamment en tenant compte de l'augmentation considérable des besoins nouveaux devenus des biens de première nécessité (informatique, vacances, etc.). Le passage chinois d'une économie d'exportation vers une économie d'amélioration du niveau de vie des habitants est

typique de cette situation. L'Allemagne est tentée d'en faire autant. La hausse des taux américains sans baisse des cours de bourse est également l'indication que la reprise économique devrait permettre de réduire le bilan de la FED et de revenir très progressivement à des taux normaux sans gêner le développement économique (comme en 1937 où la hausse des taux a provoqué la reprise de la crise (2 millions de chômeurs).

b) L'existence d'une spéculation destructrice (carry trade, spéculation immobilière, boursière, en objets d'art) a gêné les premiers « Quantative Easing Q.E. » mais n'a pas réussi à empêcher la reprise. Il en est de même des spéculations sur produits dérivés qui sont en fait parfaitement contrôlables surtout si l'on accepte de revenir favorablement sur la notion de « prêteur en dernier ressort » et si l'on contrôle les formes malsaines de style plus ou moins « ponziennes »

c) Reste le danger populiste. Il est certain que cela peut retarder le mouvement de reprise actuelle mais on peut espérer que ce mouvement sera impuissant à l'endiguer.
