

Lettre ouverte...

... aux “quants”

Ces ingénieux ingénieurs financiers qui s'étaient fixé pour mission d'atomiser les risques et qui ont réussi à nucléariser les marchés.

Humanisme et capitalisme ne sont pas antinomiques, tant que l'élément principal reste l'Homme,

La question n'est plus de savoir si nous allons subir les conséquences du risque systémique (voir les opinions intitulées “Pourquoi doit-on réguler les hedge-funds” et “Les Serial LBO sont-ils des pousse-au-crime ?” publiées dans ces colonnes les 17/11 et 15/12/2006). La banque d'affaires Goldman Sachs estime désormais les pertes des établissements financiers liées à la crise du crédit à \$1 200 milliards au niveau mondial. En appliquant un multiplicateur de crédit de 5,5 (estimation de la banque UBS), ces pertes de \$1 200 milliards engendreront un resserrement des financements à l'économie (*credit crunch*) de \$6 600 milliards, soit – grossièrement – 11 % du PIB mondial (\$60 000 milliards). La gravité du ralentissement mondial dépendra de la vitesse à laquelle cette dizaine de points de croissance mondiale va être carbonisée.

Main Street contre Wall Street

La question est désormais : que faire pour que l'homme de la rue (Main Street, l'économie réelle) n'ait plus jamais à subir les externalités négatives de l'homme qui le met [régulièrement] dans le mur (Wall Street, l'économie financière) ? Certains acteurs ont inversé la vocation première de la finance, être au service de l'économie, pour asservir l'économie à la finance. Certes, si l'histoire ne se répète jamais à l'identique (c'est exact car c'est toujours pire la fois suivante), les leçons des crises les plus récentes, LTCM en 1998 (produits dérivés) et Internet en 2001 (bulle boursière) n'ont pas été retenues. On saute d'une crise à l'autre depuis le krach de 1987 avec une régularité déconcertante, si ce n'est que l'intensité de ces crises est allée en augmentant pour atteindre un paroxysme inégalé cette fois-ci. Ou comment certains ont confondu “surabondance des liquidités mondiales” avec une mondialisation construite sur l'empilement de l'endettement : au premier coup de chaud, la liquidité s'est évaporée... quant à la dette, elle reste et s'est rappelée au bon souvenir des débiteurs. Et l'on redécouvre la différence entre la bonne utilisation de la dette (anticipation de flux de trésorerie futurs) et la mauvaise (hausse spéculative d'une valeur).

Il faut d'ores et déjà songer à reconstruire sur les décombres d'un système financier nucléarisé le 9 août 2007 par les petits génies des salles de marchés.

Les propositions faussement candides qui suivent n'ont pas la prétention d'être exhaustives, ni de reprendre le catalogue de mesures qu'on a déjà vues ici ou là, mais, au contraire, de contribuer à l'alimentation d'idées dans un débat citoyen, en dehors des sentiers battus institutionnels et consensuels – car ces derniers n'ont manifestement pas fonctionné. L'enjeu est désormais trop important pour Main Street pour se refuser l'opportunité de réfléchir – en dehors de tout conformisme – “à l'extérieur du bac à sable” de Wall Street.

Plus rien à perdre à Nagasaki, tout à gagner après le 9 août 1945.

Bannir les “quants” des salles de marchés

Il y a fort longtemps déjà, Keynes écrivait : “Trop de récentes économies mathématiques ne sont que pures spéculations : aussi imprécises que leurs hypothèses initiales, elles permettent aux auteurs d'oublier dans le dédale des symboles vains et prétentieux les complexités et les interdépendances du monde réel.” Marcel Pagnol résumait la problématique

que constitue l'omniprésence – voire l'omniscience – des “quants” dans les salles de marché depuis une quinzaine d'années : “Il faut se méfier des ingénieurs, ça commence par la machine à coudre, ça finit par la bombe atomique.” Le philosophe Arthur Schopenhauer rajoutait que les mathématiques sont une des plus basses activités de l'esprit humain car elles peuvent être accomplies par une machine. Bref, les jolis modèles probabilistes qu'ont élaborés “les brillants esprits” dans le cadre de la titrisation sont, sans nul doute, “arithmétiquement justes”... mais ils sont avant tout financièrement stupides car ils ne peuvent intégrer la psychologie comportementale des acteurs des marchés. Il faudra aussi un jour admettre le caractère inepte du concept de *value at risk* (VAR) sur lequel les établissements financiers ont édifié leur

gestion des risques – sauf que, par construction, la VAR ne peut pas fonctionner en période de crise !

Revenir aux fondamentaux de la finance : quelques rappels de bon sens

Remettons au goût du jour les fondamentaux classiques tels que :

- “*No free lunch in the markets*” : la rentabilité est toujours proportionnelle au risque (ceci s'adresse aux gérants des Sicav Monétaires Dynamiques qui croyaient au miracle d'un papier AAA offrant des rendements très sensiblement supérieurs au monétaire... Comment peut-on être aussi naïf, ou plutôt aussi incompetent ?).

- “*Quelle que soit la façon dont on découpe une pizza (titrisation), une pizza avariée reste... avariée*” : la dissémination d'un risque n'est pas synonyme de diversification du risque, et encore moins de son élimination.

- “*If you don't know who the patsy is at the dinner party, then you're the patsy*”, soit en traduction libérale : “à un dîner de c..., si vous n'arrivez pas à identifier le c..., c'est que vous tenez le rôle”.

- La règle du KISS (“*Keep it simple, stupid !*”) : la complexité est l'ennemi du bien.

- La règle de base de tout investisseur, (surtout quand il gère l'argent des autres – *other people's money*) : “*quand je ne comprends pas, je ne fais pas.*”

- “*Une chaîne n'est jamais plus solide que son maillon le plus faible...*”

Moraliser les pratiques éthiques et sanctionner les dérives déontologiques : la finance ne crée pas de valeur, elle est au service de la création de valeur (et non pas l'inverse)

Alors que les marchés se gargarisent de création de valeur économique, certains financiers ont dévoyé toute leur intelligence et leur énergie à imaginer des mécanismes de captation et transfert de cette création de valeur en provenance du monde industriel – avec des vrais acteurs dans des véritables activités économiques – à leurs seuls profits personnels. Quelques chiffres pour illustrer ce propos. En 2007, le secteur financier a représenté 40 % des bénéfices des entreprises américaines (contre 10 % en 1980) pour 5 % des effectifs employés et 15 % de la valeur ajoutée de ces mêmes entreprises. Alors qu'en 1980, l'endettement du secteur financier américain ne représentait qu'un dixième de celui du secteur non-financier, il en représente désormais la moitié.

Cette captation de valeur économique s'est opérée sous couvert de “l'innovation financière” (inattaquable si vous êtes politiquement correct). Comme le rappelle Warren Buffett, “*on doit trouver trois qualités [chez les managers] : l'éthique, l'intelligence et l'énergie. Et si la première de ces qualités est absente, les deux autres vous massacreront...*”.

Cette moralisation implique notamment de bannir tout système de rémunération variable asymétrique, “pousse au crime” (“*Pile je gagne, face vous perdez*”). Et pour les financiers qui se montreraient encore résilients à l'application d'un minimum d'éthique du capitalisme, on ne voit plus que l'application de la Loi de la Mafia (*punish one, teach one hundred*), sous forme de pénalisation des dysfonctionnements des comportements économiques, pour les ramener dans le droit chemin. En effet, comment exiger socialement de nos jeunes des banlieues qu'ils ne dérobent pas les sacs à main à l'arraché quand certains traders pratiquent le [haut] vol à l'arraché de l'enrichissement sans cause (voir la dernière bulle spéculative en date sur les matières premières) ?

Il est d'ailleurs symptomatique que nos jeunes diplômés en finance n'aspirent plus qu'à faire carrière en salle de marchés (*capital markets*), plutôt qu'en finance d'entreprise (*corporate finance*). Remettons le clocher au milieu du village : les financiers sont au service des entreprises, et non pas l'inverse (et c'est un financier qui l'affirme !). La vraie création de valeur, ce sont les opérationnels qui la produisent, pas les financiers qui essaient de se l'approprier et doivent réapprendre la modestie et leur véritable place : celui du compteur de haricots (*bean counter*).

En paraphrasant Winston Churchill à propos de la démocratie, “le marché est un très mauvais système, mais c'est le moins mauvais système que je connaisse”

L'argument du “on ne peut pas réguler une société financière qui s'est constituée dans les îles Caïman” est fallacieux. En effet, cette société financière est obligée de passer par une banque ou un courtier pour effectuer des opérations de marché. Les banques, les OPCVM et les compagnies d'assurances sont régulées. Rien n'empêche techniquement de réguler, directement ou indirectement, un hedge-fund ou une SIV, comme du temps où seules les banques étaient autorisées à consentir des financements à l'économie. Il suffit d'une volonté politique réelle pour mettre au pas les paradis fiscaux, comme on l'a finalement fait en matière de blanchiment d'argent.

Suivons en ce sens, pour une fois, le leadership allemand.

Ces rappels faits, ne confondons pas causes et effets : évitons-nous les boucs émissaires habituels et les victimes expiatoires, comme les agences de notation financière, les règles comptables IFRS ou le trader terroriste isolé... Réguler les agences de notation tout en laissant des “*non bank banks*” en dehors des règles du jeu, c'est non seulement satisfaire la plèbe au lieu de traiter la peste, mais c'est surtout laisser persister des distorsions de concurrence en défaveur des banques et à portée cataclysmique.

Il est grand temps de stopper ce capitalisme de spéculateurs (captation de valeur) pour revenir à un capitalisme d'entrepreneurs (créations d'emploi)

Coordonner les politiques monétaires des banques centrales au niveau international

On ne peut promouvoir d'un côté la mondialisation des économies, sans coordonner de l'autre les politiques monétaires destinées à financer ces mêmes économies devenues interdépendantes. Pour faire simple, la masse monétaire mondiale croît à un taux annuel de l'ordre de 10 %, alors que le PIB mondial n'augmente que de l'ordre de 5 % par an. L'économie financière se développant à un rythme supérieur à l'économie réelle, ce différentiel de masse monétaire trouve son débouché “naturel”, non pas dans le financement de l'économie, mais dans la hausse de la valeur des actifs. Bref, elle alimente la spéculation.

On oublie en effet que ce sont les crédits qui font les dépôts (et non pas l'inverse). Du coup, les banques sont les principales créatrices de masse monétaire. Ainsi, les banques japonaises, au travers du jeu du Yen Carry Trade, ont participé à cette création de surplus monétaire permettant à des hedge-funds d'emprunter en yen à des taux proches de zéro pour réinvestir ces sommes dans des devises à rendement à deux chiffres, comme la couronne islandaise (qui fait actuellement face à un effondrement de sa monnaie avec le débouclage des positions de portage).

En conclusion, ne jetons pas non plus pour autant le bébé avec l'eau du bain. En paraphrasant Winston Churchill à propos de la démocratie, “*le marché est un très mauvais système, mais c'est le moins mauvais système que je connaisse*”. Dès le moment où on maîtrise la bête. Humanisme et capitalisme ne sont pas antinomiques, tant que l'élément principal reste l'Homme, le second élément étant subsidiaire et au service du premier. Et non pas l'inverse.

Évitons-nous les boucs émissaires habituels et les victimes expiatoires, comme les agences de notation financière, les règles comptables IFRS ou le trader terroriste isolé...

Interdire les ventes à découvert (VAD) pendant les périodes de crise et le cross-margining des courtiers, développer les dérivés sur marchés organisés au détriment du gré à gré

La vente à découvert (*short sale*), qui consiste à vendre un actif financier dont on n'est pas propriétaire – en spéculant sur son rachat à un prix plus bas – est amoral car elle joue en quelque sorte avec l'argent des autres au travers du levier de 10 à 20 procuré par le dépôt de garantie de 5 % à 10 % qu'elle requiert. Bien qu'elle puisse contribuer partiellement à l'équilibre et à la liquidité des marchés en période normale, la VAD est suicidaire en période de crise pour le marché dans son ensemble, car la baisse devient autoréalisatrice (comme sur l'indice ABX des subprimes, un dérivé notoirement illiquide, dont a tiré profit une poignée de hedge-funds qui l'ont vadé, déclenchant la réaction en chaîne actuelle – le fameux “*chinese syndrome*” quand on perd le contrôle d'une fission nucléaire).

Il faut également interdire la compensation des dépôts de garantie/appels de marge (*cross margining*) consentie par les courtiers (*prime brokers*) à leur clientèle hedge-funds, déjà fortement endettés (levier de 33 dans certains cas, contre 12 pour une banque réglementée). En effet, en période de crise où l'on redécouvre – comme par enchantement ! – la corrélation entre marchés, l'effet de levier supplémentaire procuré par le cross-margining se retourne en effet de massue, accélérant les liquidations forcées et entraînant le mouvement baissier dans une spirale mortelle. Dans le même ordre d'idées, il convient de développer les dérivés traités sur marchés organisés, à faible risque de contrepartie, au détriment des dérivés de gré à gré (voir le sauvetage de Bear Stearns évoqué ci-après).

Réguler pour empêcher l'existence de “non bank banks”

Toute tentative de régulation future qui laissera en dehors du système de contrôle la possibilité de créer des “établissements financiers non régulés” est vouée à l'échec. La crise actuelle, d'une sévérité historique, est bien – par essence – celle de l'existence de “non bank banks” (hedge-funds, SIV...) qui ont empilé le risque de transformation (financement d'actifs à long terme avec des passifs à court terme) sur les risques de taux et de crédit – et ce, sans règles prudentielles à respecter (au contraire des banques).

Avec le sauvetage de la banque d'affaires Bear Stearns, on est passé du “*too big to fail*” (trop gros pour tomber en faillite) au “*too entangled to fail*” (trop imbriqué pour tomber en faillite). Bear Stearns représente en effet un risque de contrepartie de \$10 trillions (dix mille milliards) sur un encours de \$45 trillions de “*credit default swaps*” (dérivés de crédits de gré à gré, à propos desquels Warren Buffett, encore lui !, a parlé de Tchernobyl en puissance). Pour comparaison, le hedge-fund LTCM n'était exposé en 1998 qu'à hauteur d'un dixième de l'exposition de Bear Stearns aux dérivés. La finance de marché est devenue un tel plat de spaghettis qu'il n'est pas étonnant de retrouver du ketchup sur les murs en période de crise : vous tirez un peu brutalement sur l'un et vous en retrouvez des traces dans tous les recoins de la pièce.

La Banque centrale américaine n'est plus seulement le “*last lender of resort*” (prêteur en dernier ressort) mais elle est ainsi devenue, “à l'insu de son plein gré”, le “*last market of resort*” (marché de dernier ressort). C'est bien la preuve de l'échec de la “main invisible” du marché – cette autorégulation des acteurs censée aligner les intérêts particuliers avec l'intérêt collectif – qui ne fonctionne pas en toute circonstance. Main Street ne peut plus être traitée comme un simple “dommage collatéral” des frasques de Wall Street. Qui paie commande impose l'adage du laisser-faire anglo-saxon. C'est Main Street qui paiera – in fine – l'addition de l'aléa moral (mutualisation des pertes, privatisation des profits) des dérivés de Wall Street.

Il est grand temps de stopper ce capitalisme de spéculateurs (captation de valeur) pour revenir à un capitalisme d'entrepreneurs (créations d'emploi) : non, l'argent gagné au jeu ne vaut pas deux fois plus que celui gagné en travaillant !



Par Christophe J. Nijdam, Associé-gérant CapitalAction, maître de conférences à Sciences Po