

Un banquier américain dénonce la bulle financière

Il n'existe pas aujourd'hui d'ouvrages offrant, sur les réalités multiformes du monde financier, un éclairage aussi crû et décapant que celui que nous donne le livre de Henry Kaufman publié le mois dernier sous le titre « On money and markets: a Wall Street memoir » (1). Les souvenirs en question ne sont pas le récit statique d'une expérience professionnelle peu commune, commencée à la Fed au milieu des années 50 avant de se déployer à partir de 1961 au cœur même du marché. Des événements qui se sont passés au cours des quarante dernières années, Henry Kaufman nous propose une relation dynamique tournée vers le futur. Chez Salomon Brothers, Henry Kaufman aura été un pionnier de la prévision financière.

Ce ne sont pas seulement des fortunes qui se jouent sur le marché global du capital et de la dette. C'est d'abord et avant tout l'épargne de millions de gens. L'importance de l'enjeu, Kaufman ne l'oublie jamais. Les discussions qu'il soutient dans les années 70 avec l'ex flamboyant président de la Citicorp, Walter Wriston, maître de la voltige financière à la tête de la plus grande banque de l'époque, fournissent les points de repère dont tout le monde aujourd'hui a besoin.

« Nous avions des points de vue opposés en ce qui concerne le rôle de la profession bancaire. En tant que dépositaires d'énormes montants d'épargne, les banques assument une responsabilité fiduciaire redoutable. Walt Wriston prônait une banque championne, avide de performances. A la Citicorp, il avait donné comme objectif à ses cadres une augmentation annuelle ambitieuse de 15 % des profits. Selon moi, une telle pression sur les activités de prêts et de placements conduit à des compromis plus ou moins douteux sur la qualité du crédit. » Le principal objet de désaccord entre les deux interlocuteurs était ce que Henry Kaufman appelle la « décapitalisation » des entreprises américaines en général, et des banques en particulier.

Parmi les facteurs de transformation du monde financier, Kaufman cite en premier lieu la généralisation d'une pratique connue sous le nom anglais de « securitization » (titrisation en français). La nature même des relations entre prêteurs et emprunteurs en a été bouleversée. Mais cela n'empêche pas la logique financière de garder tous ses droits, contrairement à ce que beaucoup voudraient croire. Traditionnellement, les crédits accordés par une banque restaient logés dans l'actif de cette dernière jusqu'au moment du dénouement de l'opération, c'est-à-dire du remboursement par le débiteur. Ces actifs conservaient jusqu'au dernier moment la valeur nominale de la créance d'origine. A moins, bien sûr, que la solvabilité du débiteur devienne, pour une raison ou pour une autre, douteuse. Comme le passait Jacques Rueff, le crédit n'est pas une matière fongible. Par nature, il a un caractère

personnel. On prête à M. X à un tel taux parce que M. X est considéré comme fiable. Il jouit d'un solide crédit, selon la formule consacrée.

Tout cela se présente sous un jour très différent à la faveur de la titrisation. Les crédits alloués sont en quelque sorte mis en paquets pour former des titres dits négociables. Les banques créancières les vendent sur le marché, soit à d'autres banques, soit à des organismes tels que des fonds mutuels et autres sociétés d'épargne collective qui y trouvent un bon placement. Autrement dit, les banques se déchargent du risque sur l'acheteur des créances ainsi titrisées.

Négociables, cela implique que ces titres sont désormais cotés sur le marché : selon le jargon consacré (en l'occurrence non traduit) ils sont « marked to market ». Mais la dépersonnalisation du crédit a son revers. Selon Henry Kaufman, elle se traduit dans l'ensemble par un certain abaissement de la qualité moyenne du crédit, autrement dit cette opération conduit le prêteur à regarder de moins près la solvabilité de chaque client en particulier, dans l'idée que la loi du grand nombre jouera pour

Henry Kaufman publie un livre décapant sur les dérives des marchés financiers.

éliminer l'effet négatif des mauvais payeurs. On comprend que la détérioration, même faible, de la qualité moyenne des créances désormais négociables, a pour effet de rendre plus volatile leur cours sur le marché. D'où l'incertitude croissante des conditions du crédit. Le climat général des affaires s'en trouve modifié, et cela pour tout le monde, y compris bien sûr pour le grand public qui, par ailleurs, bénéficie certainement par ce biais d'un accès plus facile au crédit sous toutes ses formes : crédit à la consommation, crédit immobilier, crédit personnel, etc. La titrisation a commencé aux Etats-Unis au début des années 60 avec le papier dit commercial (certificats de dépôt) émis par les grandes sociétés ou les banques elles-mêmes. Ces appels directs au marché se substituaient au crédit bancaire pour les grands établissements. Mais par la suite, beaucoup d'autres catégories de crédit, les crédits hypothécaires pour commencer, ont été progressivement titrisés.

Tout l'échafaudage repose par définition sur ce qu'on appelle la liquidité du marché, à savoir l'assurance qu'il sera toujours possible de trouver un acheteur. Le nouveau et vaste marché ainsi ouvert suppose encore une autre condition satisfaite : qu'à chaque instant un prix puisse s'établir pour les titres offerts. Or, comme le note Henry Kaufman, la volatilité croissante des marchés met en question leur liquidité dans les moments de tension de plus en plus fréquents. Il en résulte que le prix auquel s'est effectuée la plus récente transaction perd sa validité en totalité

ou en partie. En totalité, si la vente ne peut plus se faire à moins de consentir un énorme rabais ; en partie si on ne trouve d'acquéreur que pour une fraction seulement du paquet de titres mis en vente. C'est qu'il existe des degrés divers de liquidité du marché. Voilà pourquoi Henry Kaufman nous dit que l'établissement des prix sur un tel marché n'est pas « une science exacte ». Pour ajouter aussitôt que l'existence d'un prix exact est pourtant l'élément essentiel requis pour que fonctionnent les marchés élargis : en l'absence de prix servant réellement de référence aux transactions effectives, le système du « marking to market » ne peut fonctionner. Ni les prix ni les pertes ne peuvent être évalués, encore moins le risque encouru. Ce dernier point est essentiel. Sans l'évaluation au moins théoriquement possible du risque, tout le système, en pleine prolifération des dérivés, est privé de boussole. D'où cette observation de Dr Kaufman : « Pour certains de ces dérivés, les établissements financiers se trouvent devant une tâche tout à fait différente de celle qui incombait normalement à une banque ou à une société de Bourse, ils se trouvent

d'une concurrence accrue est d'amener les établissements à chercher des profits plus élevés en agissant au moyen d'opérations de plus en plus risquées ».

Inutile de dire que Kaufman appelle la bulle financière américaine par son nom. Il dénonce sans ménagement les illusions sur lesquelles elle repose. La plus grosse de toutes est la croyance selon laquelle « les marchés sont plus clairvoyants » (« the market knows best »). Cette dernière assertion, dit Kaufman, laisse entendre qu'au cas où les prix des actions remontent, cette reprise se fonde sur une évaluation bien pesée des chances pour l'économie et pour les profits de croître à nouveau. Mais ce n'est pas ainsi que les choses se passent, presque toujours la réalité est que le marché monte parce qu'il monte... Kaufman traite avec le même mépris la fameuse théorie, apparemment pleine de bon sens, selon laquelle un portefeuille diversifié est un portefeuille à l'abri du risque. Ce qui se passe, nous dit-il, est que lorsqu'un marché est baissier, les détenteurs de titres essaieront de compenser les pertes sur les titres les plus faibles par des ventes portant sur ceux qui ont le mieux résisté. Résultat : tous baissent en même temps. Tout ce qui précède montre à l'envers son sentiment sur les faibles courants concernant l'efficacité, la liquidité et la symétrie des marchés laissés à eux-mêmes. Toutes ces illusions reposent notamment sur l'idée qu'il est toujours aussi facile de vendre que d'acheter. Inutile d'ajouter que notre auteur n'éprouve aucune indulgence à l'égard des chimères professées par les tenants du nouveau paradigme. Chaque fois qu'a régné une dangereuse euphorie boursière, il s'est trouvé des prophètes pour annoncer une économie nouvelle exempte de retour de bâton.

dans la situation d'une compagnie d'assurances qui aurait à évaluer les risques sans qu'elle puisse disposer d'une base actuarielle lui permettant de calculer la prime. » Kaufman attire notre attention sur cette réalité : tous ces nouveaux instruments financiers ont le même effet que la titrisation. Cela ouvre la porte à une extension indéfinie de l'endettement de nouvelles couches de la population par l'intermédiaire des instruments financiers.

Tout se passe comme si les établissements de crédit s'étaient lancés à corps perdu dans la titrisation et dans d'autres innovations parce qu'ils considéraient leur capital comme une chose trop précieuse pour s'en servir banalement à financer des prêts destinés aux entreprises, notamment aux petites et moyennes. Ces opérations traditionnelles ne rapportent que le taux d'intérêt du marché. Ils préfèrent réserver leur capital pour des opérations beaucoup plus risquées mais dont ils attendent des profits beaucoup plus élevés. Henry Kaufman élève le débat et porte notre attention sur l'ensemble du phénomène de la dérégulation financière : « Une dérégulation extrême est dangereuse... Il existe à cet égard une différence fondamentale en ce qui concerne les effets de la dérégulation sur les activités non financières (production de biens et de services) et les activités financières. La concurrence dans l'économie des biens et services pousse normalement à des réductions de coût, à des innovations et finalement est favorable aux consommateurs. Sur les marchés financiers le résultat le plus courant

Pour Kaufman, le système économique américain a une qualité primordiale : il est plus démocratique que les autres. L'idéal qui l'anime est non pas le nivellement des conditions, comme c'est le cas dans les pays sociaux-démocrates, mais l'impartialité. Or, les dérives du système américain risquent de provoquer des « calamités ». Au fur et à mesure qu'à la faveur des fusions et acquisitions les concentrations se développent, le système lui-même est mis en danger. L'Etat ne pourra pas admettre que d'énormes entreprises fassent faillite. Celles-ci bénéficient donc d'une immunité tacite qui renforce encore leur position vis-à-vis des entreprises qui ne disposent pas d'une garantie implicite. Kaufman ne peut pas s'empêcher de comparer les accomplissements du régime de la liberté au drame qu'il a connu enfant. Alors qu'il avait atteint l'âge de neuf ans, sa famille, qui vivait dans un petit village d'Allemagne où son père était boucher casher, allait devoir fuir le nazisme...

(1) L'ouvrage est précédé d'une préface de Paul Volcker, ancien président de la Fed. Editeur : McGraw-Hill.