

MORAL HAZARD

Appeler par son nom le risque de perversion

Les récentes pertes de valeur des actifs financiers résultent moins du jeu du marché que d'une perversion progressive du marché («moral hazard» ou «aléa moral»), dont les étapes principales ont été l'émergence de l'euro-marché, la généralisation des Swaps, la titrisation et la valorisation théorique. Explications.

François-Marie MONNET¹

L'euro-marché a consisté, pour les autorités monétaires et bancaires internationales, à laisser se développer une réplique du marché (public) de capitaux de référence (le marché américain), sous un régime de clandestinité tolérée.

L'ambiguïté de l'attitude des autorités politiques s'est manifestée à trois niveaux. Les opérations étaient censées ne pas constituer un appel public à l'épargne; l'offre était interdite, mais la souscription, autorisée (Cf la distinction entre le racolage – délictuel, et la prostitution – tolérée). Les émetteurs avaient été autorisés à ne pas prélever de retenue fiscale à la source: chacun des pays instituait ainsi un paradis fiscal au bénéfice de tous, sauf (officiellement) de ses propres ressortissants. Enfin, pour être «recevables», les titres, n'étant enregistrés auprès d'aucune autorité réglementaire, avaient besoin d'être cotés sur une Bourse. Luxembourg leur décerna ce certificat d'honorabilité; puis Londres et Dublin, même si le nombre de transactions effectives sur ces Bourses était insignifiant et leurs prix, fournis par les banques.

Les autorités américaines ont toléré l'euro-marché, parce qu'elles avaient intérêt à ce que les encaisses dollar ne fussent pas présentées à la banque centrale pour être échangées contre d'autres devises, et parce que de nombreuses sociétés américaines pouvaient y lever des fonds. Mais toutes les précautions avaient été prises, pour que les

instruments ainsi créés ne «polluent» pas le marché financier public américain. Les autorités européennes ont toléré que leurs banques respectives créent des euro-marchés du même type, mais sans jamais autoriser des banques étrangères à y diriger des opérations: le laxisme ne valait que pour autrui.

L'avènement du Swap

L'euro-marché souffrait d'un problème essentiel: malgré une certaine diversification des emprunts en devises étrangères (DEM, FRF, CHF), il restait massivement

«Le néologisme «titrisation» a contribué à endormir la vigilance qui devrait entourer l'émission de titres, soumise à toute la rigueur de la législation sur l'appel public à l'épargne»

libellé en dollars US, ce qui convenait fort bien aux autorités américaines, mais moins bien aux emprunteurs ou investisseurs non-américains.

De graves difficultés de l'économie américaine, dans les années 1980, ont suscité la technique du contrat d'échange de taux (et de devises), dit «Swap», qui est devenue la clef de voûte du nouvel ordre financier international. Le Swap est une combinaison de deux financements simultanés, dont l'un

(au moins) est un appel public à l'épargne, et d'un contrat de droit privé entre les deux débiteurs. L'émetteur (public) se présente sur un marché en prétendant utiliser l'argent pour ses propres besoins, alors qu'il emprunte pour le compte d'un Autre dont le même marché, ne voudrait qu'à des conditions moins favorables. Ces transactions se sont ultérieurement compliquées par l'intervention d'une banque «au milieu», qui prend sur son bilan les obligations des deux parties et rend ainsi résolument opaque la substitution de débiteurs. L'immense avantage du Swap consiste dans le fait que la conversion «technique» d'obligations à taux fixe en obligations à taux flottant, a rendu possible l'échange d'obligations libellées dans des devises différentes et permis (enfin) de s'affranchir de l'endettement en dollars US pour ceux qui ne le souhaitaient pas.

Le législateur n'a jamais rendu obligatoire la publicité des contrats de Swaps: les Etats, notamment en Europe, étant les principaux emprunteurs, tiraient les premiers, profit du secret de la substitution.

La généralisation des Swaps a donné aux banques la maîtrise «en amont» des flux de capitaux à long terme: elles n'incitent les emprunteurs à venir sur les marchés publics que pour se «défaire» de leurs propres engagements. Les emprunts publics sont ainsi devenus dans bien des cas, des Swaps (engagements à long terme des banques) «titrisés», c'est-à-dire transformés

¹ François-Marie Monnet est spécialiste en évaluation de la gestion financière chez MultiPlus Finance SA, à Genève.

en titres émis littéralement sous des noms d'emprunt. Le néologisme «titrisation» a contribué à endormir la vigilance qui devrait entourer l'émission de titres, soumise à toute la rigueur de la législation sur l'appel public à l'épargne. Une entité juridique «vide» est créée, puis dotée des créances existantes rassemblées par une banque (ou par une société financière quelconque). L'entité ainsi «dotée» émet en son nom (qui n'a aucune histoire) des titres (à court terme, renouvelables) pour financer sa «dotation». Les agences de notation ont procédé à l'évaluation de la qualité de ces entités sur la foi de statistiques de défaillance (fournies par les banques) établies à une époque où les créances étaient conservées par les prêteurs (bancaires) jusqu'à leur échéance finale.

Financements sur l'eumarché, swaps et titrisation ont entretenu l'illusion de la «désintermédiation bancaire», mais ce sont les mêmes banques qui montent les emprunts, les échangent aux termes de Swaps auxquels elles sont partie, les cèdent pour titrisation à des véhicules «structurés», les distribuent à leurs clients investisseurs et en assurent la commercialisation – au prix qu'elles fixent.

L'évaluation sans transaction

L'émergence des Swaps a eu un autre effet «pervers» sur le fonctionnement des marchés: la capacité de transformer toute série de flux financiers en flux d'intérêt à taux flottant, a pu donner l'impression d'avoir percé à jour le mystère de la valeur, autrefois déduite d'une observation d'échanges dont le volume validait la fiabilité. Grâce aux Swaps, la valeur de tout actif financier peut être calculée à partir d'une expression de son rendement en termes de marge (x% au-dessus du taux interbancaire à court terme). On est allé jusqu'à remplacer la courbe de taux «à risque zéro», (taux des titres d'Etat), par la courbe des taux de Swaps. Dérive méthodologique lourde de conséquences: en premier lieu, le taux de Swap est un taux interbancaire à long terme, et la confiance dans le crédit des banques, à l'occasion, se détériore. Les taux de Swaps ne correspondent pas nécessairement à des transactions finales effectives. Enfin et surtout, les taux interbancaires, à court terme ou à long terme, sont fondés sur l'a priori de l'indifférenciation. Les banques se consentent entre elles des prêts

à un taux unique, sans faire de distinction de qualité, mais à l'intérieur de limites de volume qui restent strictement secrètes. Ce qui se conçoit pour les taux à court terme, en subissant souvent des exceptions, a été abusivement étendu aux engagements à long terme. L'approche analytique qui confère aux Swaps la fonction de taux de référence, finit donc par faire reposer tout calcul d'évaluation sur des taux largement théoriques entre des personnes indifférenciées pour des montants indéfinis.

Les «inefficacités» de marché

Ultime affirmation paradoxale au sujet du «marché»: une fois constitué et généralisé l'environnement dans lequel prix et valeurs sont prétendument déterminés par le «marché» indépendamment de banques (qui, au terme de la «désintermédiation», se cantonneraient dans un rôle d'intermédiaires et d'arrangeurs), les mêmes banques financent, soutiennent et distribuent les «produits» (évitons le mot «titre») d'organismes enregistrés dans des juridictions qui

échappent aux législations sur l'appel public à l'épargne: les fonds alternatifs ou hedge funds. L'objet de ces sociétés financières est d'exploiter les «inefficacités du marché» – à la condition de le faire sans contrôle!

L'inégalité de l'accès à l'information entre les parties prenantes à ce qui devrait être un marché financier public, a créé une situation d'aléa moral ou «moral hazard» dont les retombées économiques désastreuses sont devenues partout visibles. Il revient à l'autorité publique d'assumer ses responsabilités en faisant respecter par les organismes bancaires, dont la structure polyvalente (autorisée et encouragée) est à l'origine de la perversion actuelle, une législation cohérente et efficace sur l'appel public à l'épargne. Et puisque l'euro a défini une zone de taux de change et d'intérêt homogène, c'est à ce niveau que le législateur doit intervenir le plus tôt possible, pour mettre fin aux mœurs de «ville sans shérif» que l'eumarché a conservées de ses origines. ■

F.-M.M.

L'ART DANS B&F



Thukral & Tagra, Metropolis – 2, détail, 2007, Collection Art & Entrepreneurship.