

Un virage dangereux

Les chiffres le prouvent une nouvelle fois: l'effet de levier a été utilisé à outrance.

JEANNETTE WILLINER*

On avait cru que les directions des établissements financiers et tous ceux qu'ils ont formés avaient compris qu'il fallait le remettre à sa place dans les différents produits financiers. L'effet de levier doit demeurer à un niveau n'engendrant pas de risque outrancier. Car s'il augmente les bénéfices de façon importante, il est logique qu'il puisse démultiplier les pertes. Se priver volontairement d'une partie de ses gains réalisables n'est pas facile. Alors on continue dans la même voie. La logique aurait voulu que, l'argent étant rare compte tenu de l'endettement, les taux d'intérêt soient orientés à la hausse, que des réserves plus confortables soient reconstituées, que les capitaux propres soient remis à niveau, que des réglementations bancaires dignes de ce nom soient mises en place etc. Malheureusement rien n'a été fait. Tout le sera certainement mais pas encore cette fois et des pertes d'épargne considérables résulteront de cet attentisme quasi suicidaire. Il ne faut pas compter sur une sagesse soudaine suite à la décision allemande du 29. Même si les commentaires annexes ont précisé qu'il s'agissait bien de la dernière fois que l'on recourait au contribuable allemand, on aura oublié demain cette épée de Damoclès. Par ailleurs, le sauvetage autorisé par le vote allemand ne règle en rien la situation grecque. La Grèce ne peut en aucun cas rembourser sa dette: on peine d'ailleurs à imaginer suite à quelles négligences elle a pu arriver à une altitude pareille (de l'ordre de 350 milliards d'euros). Les prévisions trimestrielles d'Ernst & Young ne sont guère réjouissantes de ce point de vue d'autant plus que cette analyse insiste sur le fait que cette étape ne permettra peut-être même pas de procéder «à une faillite organisée» afin d'éviter la pire des désordres sur les marchés. Dès le mois prochain la Grèce manquera de liquidités à moins que le FMI, l'Union européenne et la BCE ne lui accorde un nouveau prêt d'urgence de 7 milliards. Alors, le léger mieux constaté sur les marchés n'est peut-être que le dernier virage sans visibilité offert aux investisseurs. La solution ne réside bien sûr ni dans une baisse des taux par la BCE ni dans un élargissement des liquidités mais dans la prise de décisions incontournables que personne ne veut initier principalement pour des motifs électoraux. Et une nouvelle fois les banques seront mises en échec suite à leur engagement excessif dans les emprunts souverains. La création de liquidités conventionnelles (QE) a certainement mis de l'huile dans les rouages grippés de l'endettement mondial mais a surtout alimenté la hausse des marchés d'actions, de devises et de matières premières. L'opportunité de gagner de l'argent a été offerte à certains investisseurs plus audacieux que la moyenne. Tel n'était pas le but premier. Par contre, les mêmes mesures ont sans nul doute retiré de l'argent

des mains du consommateur et, à terme engendreront une inflation appauvrissant encore ce dernier. Certes, le panier de la ménagère est constitué de telle manière qu'aucune inflation n'y apparaît. La volatilité des prix de l'énergie ne restera pas sans conséquence sur le porte-monnaie des consommateurs et se répercutera jusque dans les produits alimentaires. Même les Américains pourraient être amenés à consommer moins de dinde suite à la hausse des tourteaux de soja, sommés qu'ils sont de fabriquer du brut d'origine agricole. De jour en jour on prend conscience du mal être de l'économie mondiale et, contrairement aux premières affirmations, le côté européen serait plus malade que le côté américain.

A l'heure actuelle et malgré la reprise des marchés, les mauvaises nouvelles s'accumulent. Le private equity manque d'opportunités et donc d'amateurs. Les hedge funds souffrent d'un retrait massif de leurs investisseurs. Les trackers ou ETF qui sont censés reproduire la marche des indices ou des marchés voient leurs petits clients protégés par les régulateurs européens qui constatant leur complexité estiment qu'ils ne sont pas à même de la comprendre. Bref, on est en pleine débandade malgré la sérénité que l'on cherche à afficher. Les formes de placement se multipliant et se transformant au fil du temps se sont fait une concurrence acharnée. Les manœuvres de ceux qui pensaient rendre plus attrayantes telle ou telle forme de placement sont devenues dangereuses pour les marchés. La volatilité de ces derniers s'est trouvée amplifiée par des accumulations infructueuses un peu dans tous les secteurs. Des achats massifs entraînent des ventes massives qui influencent les cours dans un sens ou dans l'autre au fil de la publication de chiffres relatifs à l'emploi, à l'immobilier ou, plus grave, à la situation d'endettement de divers pays. Or, le vote berlinois n'a rien changé à cette situation générale. Combien de temps l'embellie va-t-elle durer? Impossible de le dire. Mais les marchés restent tout aussi sensibles. L'ingénierie financière ne peut plus jouer son rôle au moment présent et aucun amortisseur n'est envisageable dans le contexte actuel. Pire une puce pourrait provoquer un coup fatal. L'histoire ne se répète pas mais l'inspiration peut y être cherchée. On a parlé de l'Italie, de l'Espagne voire du Portugal. Ces pays ne sont pas en bonne santé financière mais d'autres ne vont guère mieux. On n'a jamais parlé de Malte. Pourtant ce petit pays, microscopique même en termes de population, tire ces bénéfices du tourisme et de l'exportation. Vu la conjoncture actuelle n'y a-t-il pas quelque souci à se faire? Les dettes publiques de Malte s'élèvent à 68% de son PIB. Pour le Portugal, on arrive à 93%, pour l'Espagne à 60%. Le côté européen de la crise de 1929-32 s'est construit à partir de la faillite d'une banque à laquelle personne n'aurait jamais pensé vu sa taille: le Creditanstalt de Vienne en 1931. Alors toute exceptionnelle que soit la croissance passée de Malte il faudrait cesser de regarder dans le rétroviseur.

* Analyste indépendant

L'illusion d'un plancher monétaire sans risque

Le nouveau contexte monétaire pourrait laisser penser que les risques de fluctuation du franc ont disparu.

MATHIEU GILBERT*

L'interventionnisme, en paroles ou en actes, des états et des banques centrales est redevenu une réalité bien tangible en cette période de crise. Avec plus ou moins de bonheur.

A titre d'exemple significatif, nous pourrions mentionner les différentes interventions concertées des banques centrales du G7 juste après les catastrophes naturelles du Japon ou unilatérales de la Banque centrale du Japon qui n'ont toutefois pas empêché l'appréciation du yen. Les différents plans successifs ou rumeurs de «Quantitative Easing» américains ou anglais s'inscrivent également de façon indirecte dans cette logique de voir sa devise se déprécier. Dans ce contexte de guerre, non déclarée, des devises, il y a une certitude que nous pouvons exprimer sous forme de lapalissade: «toutes les devises ne peuvent pas baisser et encore moins en même temps!»

Le franc suisse se trouve au centre de ce sujet brûlant et on a tout entendu sur ce sujet. Afin d'être le plus pragmatique possible, notre objectif est d'analyser l'environnement actuel sous la perspective du risque. «Est-il oui ou non nécessaire de se couvrir contre le risque d'une appréciation du franc suisse et si oui comment?»

Les récentes actions de la Banque Nationale Suisse (BNS) aboutissant à l'installation d'un niveau plancher fixé à l'heure actuelle à 1,20 pourraient laisser penser que

le risque de baisse de l'euro en dessous de ce niveau a disparu. Le prix d'un put EUR/CHF à 1,20 (option de vente de l'euro à 1,20) devrait donc être à 0 alors que la réalité de marché montrait très récemment que la probabilité statistique d'un taux EUR/CHF au-dessous de 1,20 était de 25% sur 1 mois et de 40% durant les 12 prochains mois. Il apparaît donc peu raisonnable d'imaginer sereinement que le taux plancher de 1,20 pourra



DES SOLUTIONS ALTERNATIVES DE GESTION SONT NÉCESSAIRES DANS LE NOUVEAU CONTEXTE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BNS.

être maintenu sans problème à court ou à moyen termes.

Compte tenu de cette donnée objective du marché, le risque inhérent au franc suisse, notamment la probabilité d'une appréciation face à l'euro, reste donc une réalité. Face à ce nouveau paradigme, il est donc nécessaire d'aborder la question de la gestion de ce risque. Les solutions traditionnelles via l'achat d'un put ou la mise en place de contrats à terme, qui seraient renouvelées à leur échéance, ne semblent pas adaptées à la situation actuelle pour deux raisons majeures:

- Le coût: le prix d'un put reste élevé (ceci est démontré plus haut), tout comme le différentiel de taux d'intérêt EUR et CHF dans le cas d'utilisation de contrats à terme.
- Le caractère passif de ces straté-

gies qui ne tient pas compte de possibles mouvements toujours significatifs capables de générer des coûts d'opportunité et/ou des flux de trésorerie importants.

Une alternative possible pour ces positions toujours exposées à ce risque est la mise en place d'un programme de gestion de risque dynamique avec un niveau de couverture initial «niveau de Benchmark» relativement bas (entre 0 et 30% de l'exposition à

risque). Cette assertion se justifie bien évidemment d'abord par les coûts actuels d'une couverture totale, mais aussi par la volonté politique qui règne autour du franc suisse. Il est en effet tout aussi envisageable que la BNS atteigne son objectif, ce qui justifie d'autant moins une couverture rigide.

Dans ce cas de figure, la stratégie consiste à faire varier le ratio de couverture en fonction de l'évolution de l'euro. L'objectif est d'obtenir un profil de résultat asymétrique permettant aux investisseurs basés franc suisse de participer aux mouvements de hausse de l'euro tout en étant protégés contre les mouvements de baisse.

Dans cette perspective, la Compagnie Benjamin de Rothschild

(CBR) a développé sa propre stratégie pour répondre à la double exigence de protection et de dynamisme. Ce programme repose sur des modèles quantitatifs visant à détecter les grandes tendances de change puis à les accompagner tout en modulant, selon leur direction et leur intensité, le ratio de couverture de la position de change.

L'approche quantitative couplée à une application disciplinée des modèles offrent ainsi à l'investisseur une protection efficace en cas de tendance défavorable d'une devise – en d'autres termes, en cas de besoin – en maintenant sur cette période un ratio de couverture élevé. Dans le cas inverse d'une tendance favorable du cours de change, le programme permet de participer à ce mouvement positif par le biais d'une diminution graduelle du ratio de couverture.

La configuration actuelle de marché, notamment en ce qui concerne le franc suisse, renforce d'autant plus l'intérêt d'un tel outil de couverture flexible avec un benchmark peu élevé car il permet de «s'assurer» d'une protection partielle en cas de baisse des devises d'investissements tout en laissant les positions à risque profiter d'une dépréciation du franc suisse si la BNS atteint son objectif de manière durable.

* Responsable de la gestion quantitative (Currency Overlay et allocation d'actifs), La Compagnie Benjamin de Rothschild

SUITE DE LA PAGE UNE

Les trois mesures pour éviter une nouvelle dépression

Ceux qui refuseront n'en bénéficieront pas, mais ils seront assez nombreux à accepter de jouer le jeu pour fournir à la BCE la masse critique voulue.

La BCE demandera alors aux banques de maintenir leurs lignes de crédit et leurs portefeuilles de prêts tout en surveillant étroitement les risques qu'elles prennent. Ce dispositif mettra un coup de frein à un désendettement trop rapide qui est l'une des causes principales de la crise. Achever la recapitalisation devrait éviter un désendettement excessif. C'est à ce moment là que la garantie globale pourra cesser. Pour diminuer la pression qui s'exerce sur les bons du Trésor de pays comme l'Italie, la BCE devra baisser ses taux d'intérêt. Cela encouragera les pays concernés à financer eux-mêmes entièrement l'émission de ces bons - et poussera les banques à les acheter. Elles pourraient alors les réescompter auprès de la BCE, mais elles ne le feront pas si elles gagnent davantage en les conservant. Cela permettrait à l'Italie et aux autres pays en difficulté de la zone

euro de se refinancer à un taux voisin de 1% par an durant cette période exceptionnelle. Ces pays seront soumis à une discipline stricte, car s'ils dépassaient les limites fixées, ils ne bénéficieraient plus de ce dispositif. La BCE et le FESF arrêteraient l'achat de ces bons sur le marché qui fixerait alors la prime de risque. Si à moment donné cette prime redescend à un niveau normal, les pays concernés pourraient commencer à émettre des dettes à plus long terme.

Ces mesures éviteraient un ralentissement mondial au cas où la Grèce ferait faillite. Par contre si elle atteint ses objectifs, le FESF pourrait garantir une restructuration «volontaire», par exemple de 50% de la dette. Il lui resterait suffisamment de fonds pour garantir et recapitaliser les banques européennes, tandis que la recapitalisation des banques grecques incomberait au FMI. Dans ce contexte, ce qu'il adviendrait de la Grèce dépendrait des Grecs. Ces mesures permettraient de mettre fin à la phase aiguë de la crise de l'euro en s'attaquant à ses

deux causes principales (les banques en difficultés et les pays vulnérables) et en rassurant les marchés quant à l'établissement d'une solution à long terme. Cette solution sera d'autant plus compliquée que le régime imposé par la BCE ne permettra pas de recourir à une stimulation budgétaire et que le problème de la dette ne peut être résolu en l'absence de croissance. L'établissement de règles budgétaires viables pour l'euro entrerait dans le cadre des négociations du traité.

Beaucoup d'autres propositions sont en discussion, car les responsables politiques réalisent qu'en cherchant à gagner du temps ils se retrouvent maintenant dans une impasse. La plupart de ces propositions cherchent à utiliser l'effet de levier en transformant le FESF en une banque, une compagnie d'assurance ou en une structure dédiée qui prendrait la part la plus risquée d'un partenariat public-privé. Pratiquement n'importe quelle mesure permettrait d'améliorer provisoirement la situation, mais il est probable que les mar-

chés financiers ne s'en satisferaient pas, surtout si elle viole l'article 123 du traité de Lisbonne (qui interdit à la BCE d'accorder des découverts aux Etats membres), alors que ma proposition le respecte scrupuleusement. Ceci dit, la recapitalisation des banques pourrait passer par le recours à une forme ou une autre de levier financier.

Les mesures proposées ici n'exigent pas d'endetter ou d'accroître la taille du FESF. Elles sont plus radicales, car elles placent les banques sous contrôle européen. Cela pourrait susciter l'opposition des banques et des autorités nationales - une opposition que seule l'opinion publique permettrait de surmonter. (GS)

Project Syndicate

ACHEVER LA RECAPITALISATION DEVRAIT ÉVITER UN DÉSENDETTEMENT EXCESSIF.