

LA DICTATURE DE LA LIQUIDITE

**CADRAGE HISTORIQUE SUCCINCT
FONCTIONS ESSENTIELLES DES MARCHES
EXAMEN
DE DÉRIVES CONSTATÉES
QUELLE FONCTIONS FAUT-IL REVOIR
PROJECTIONS ET DEVELOPPEMENTS
ULTERIEURS**

CHRISTIAN PLAETEVOET

juin 2012

REGARDS SUR LES MARCHES A L'AUNE DE LA CRISE

INTRODUCTION

L'année 2012 a été marquée par deux manifestations de qualité l'une organisée NYSE Euronext et Le Cercle des économistes Jeudi 16 février 2012 à l'Université Paris-Dauphine , l'autre organisée par la REVUE BANQUE à IESCP Europe à l'occasion de la parution de l'ouvrage d'entretiens de Pascale-Marie Deschamps, [Les marchés font-ils la loi ?](#) Dans le cadre du le VIIe Forum des Auteurs.

Ayant assisté aux deux manifestations, j'ai eu le plaisir de participer à des débats riches, divers et animés dont les conclusions implicites sont convergente pour disculper les marchés de la responsabilité principale de la crise.

La conclusion la plus percutante fut celle offerte par NYSE EURONEXT appelant de ses vœux une régulation européenne basée sur des règles de prudence et de transparence, faisant remarquer avec juste raison que les marchés officiels comme NYSE EURONEXT représentaient par rapport aux produits OTC et aux marchés dérégulés un avantage de transparence et de liquidité qui semble évident.

Liquidité le mot est lancé, mais de quoi s'agit-il ? N'a-t-on pas omis un aspect essentiel de nos difficultés ?

En faisant quelques raccourcis historiques intempestifs et en décrivant les implications de la liquidité dans les échanges, je vais tenter de revenir par une autre démarche sur les éléments constitutifs d'une crise qui comme en 1929 s'approfondit à mesure que le temps passe accroissant la perte de richesse de la plus grande partie de la population mondiale laissant les gouvernements tétanisés sur des indicateurs non pertinents et conflictuels reculant toujours plus un retour espéré vers la sérénité.

CADRAGES HISTORIQUES SUCCINCTS

Les Bases des échanges tels que l'on peu les imaginer a partir des recherches archéologiques ont été établies sur la base d'asymétries dans la répartition des ressources et dans l'évolution des savoir faire. Ainsi à l'exemple des jeunes enfants le contact primordial a du se réaliser en échangeant une jolie pierre contre un biface, ou un chevreuil contre du grain.

Or ce type d'échange est de caractère instantané et de portée donc très limitée en matière de pérennité. Avec l'exemple des coris africains, la gestion du temps a du très vite être un élément majeur afin de permettre le développement de ces échanges de gestion des surplus de ressources ou ces transferts technologiques, Le pendant européen à un stade plus élaboré peut être évoqué avec une implication de valeur intrinsèque plus significative du standard de conversion dans les statères du roi Crésus tirés des alluvions riches en électrum de la rivière Pactole. Instituant une identité de parité entre la valeur physique des produits échangé et la valeur « monétaire » des statères et donc un niveau moindre de confiance.

Grâce à ces références et à la confiance induite dans la capacité de pouvoir utiliser ces références pour faire des opérations différées, le concept de monnaie était né et la confiance accordée à ces représentations et unités de valeur a introduit la liquidité dans les relations entre groupes humains (voir notamment les divers essais de ANDRE ORLEAN sur la monnaie).

Le stade suivant marque un retrait en matière de liberté et de niveau de confiance car bientôt seules des représentants de l'autorité politique établie sont habilités à battre monnaie, En effet la relation directe entre la valeur de l'étalon et le produit physique dans l'échange se dégrade par l'introduction de la capacité coercitive du pouvoir politique. Ainsi associé à la force cela permet au privilégié politique d'en tirer avantage en émettant plus de monnaie à meilleur compte entretenant ainsi son pouvoir de coercition. Ce faisant le fonctionnement de l'outil monétaire devenait pour une part un crédit sur la pérennité de l'émetteur et donc une expression modifiée de la confiance qui lui était accordée basé sur la durée politique et institutionnelle.

La crise monétaire allemande des années vingt montre les effets dévastateurs d'une gestion laxiste de volumes de création monétaire, de gestion du crédit et de rapport entre les taux d'emprunt et les rapports de valeur ainsi que les implications d'une perte de confiance dans un processus qui soutient toute activité économique diversifiée. C'est un support qui ne fonctionne que sur une opinion générale partagée en matière d'équité de traitement.¹ Jusqu'à son retour avec la création du Rentenmark et des actions coercitives pour inverser le processus, toute la vie économique était bloquée.....

Toutes les tricheries possibles avait auparavant pu être mise en œuvre, allant de la modification des alliages à la perte de poids sans atteindre les extrêmes de cette crise. Cependant dès que la confiance était attaquée le marasme économique suivait et bien souvent les conflits qui permettaient de reporter la responsabilité sur l'étranger.

On comprend face à cette menace, la rigidité de Mme MERKEL sur les principes de création monétaire, mais en l'occurrence tout est affaire de proportions et de crédibilité dans les engagements pris et la cohérence des moyens mis en œuvre pour l'attester et restaurer la liquidité. L'existence comme les ventes à découvert de la crise allemande et le développement inconsidérés d'outils de création de valeurs développés hors du contrôle des banques centrales devraient inciter les responsables politiques à relativiser l'importance des rapports entre un État de l'union et la monnaie globale. En fait ce furent pas les dépenses de l'État qui furent en cause mais comme en 2008 les décalages dans la création de valeur et une liquidité par la valeur que la BCE n'est pas en mesure de contrôler.

Ainsi pour ce qui est de la dette grecque, et du rapport avec l'économie européenne entraîne un accroissement nominal de celle-ci de 10% ce n'était pas de nature à dégrader la confiance au même titre que les dégradations de notations et le niveau des opérations de swaps OTC de l'ordre de 750 trillions. Ces chiffres devraient conduire à ramener à de plus justes proportions le jugement d'une incurie connue de longue date dans la gestion d'une province Européenne en le ramenant à celle de la dette californienne ou celle citée tout récemment par un chroniqueur US celle du Nebraska.

Ainsi l'histoire nous apprend-elle que la liquidité, apportée aux échanges par l'utilisation de la monnaie implique une certaine rigueur mais aussi un consensus dans les proportions entre valeurs physiques et mesures par la monnaie, consensus qui génère la confiance et qui fluidifie les échanges.

Mais la monnaie à présent n'est pas le seul outil disponible pour assurer la liquidité des échanges lorsque ceux-ci portent sur des actifs largement utilisés. Ainsi en est des

1 ANDRE ORLEAN L'empire de la valeur

marchés et des achat ventes payé en titres.

FONCTIONS ESSENTIELLES DES MARCHÉS

Pour comprendre les fonctions de base des marchés, la démarche la plus appropriée est de se pencher sur les marchés de marchandises et à ce titre l'histoire du marché au cadran de GUERLESQUIN pour les bovins et les porcins ou celle de celui de FONTAINE EN SOLOGNE pour les fraises ou encore de lire l'historique du marché aux grains de CHICAGO. Leurs genèses sont identiques. Il s'agit de permettre une amélioration de l'équité en matière de fixation des prix, d'en garantir le paiement et de donner une information sur le prix représentative des quantités et qualités offertes et échangées. L'histoire de l'évolution de ces institutions est toujours celle d'une lutte perpétuelle pour garantir la continuité des transactions et combattre les manipulations par la construction de positions dominantes.

En d'autre terme les responsables s'assurent en permanence que les contreparties sont présentes non soumise à des rapports de force et que les informations économiques données par le prix correspondent à l'état effectif de l'offre et de la demande.

Une des composantes les plus difficile à maintenir est celle de la liquidité, car les contraintes physiques principalement visible pour les marchandises mais vraies aussi pour les marchés de valeurs ou de dettes font que l'offre et la demande ne sont pas coordonnées dans le temps. Deux fonctions vont assurer cette coordination, les négociants et les courtiers en gérant les décalages dans le temps.

Pour assumer cette fonction de façon plus fluide CHICAGO va introduire une troisième fonction, celle des intermédiaires de parquet qui vont régler les décalages journaliers et assumer cette fonction de façon individuelle pour améliorer la fluidité des transactions en allongeant les périodes de cotation.

Le succès de cette formule va être dupliquée sur les marchés financiers et notamment sur le MATIF à sa création en 1983.

La libération de l'accès aux marchés en 2000 va porter un coup majeur au patient et rendre précaire l'équilibre construit sur plus d'un siècle et demi d'expériences difficiles. Il va donner un répit inespéré au problème de la liquidité ou plus précisément de la profondeur des marchés, en permettant à tout intervenant de se porter contrepartie sur n'importe quel marché sans avoir un intérêt direct dans la commercialisation, la production et la transformation du produit traité.

La seule donnée importante est que la volatilité des prix puisse le rémunérer.

Par voie de conséquence l'outil de gestions du temps et de la disponibilité que représente marché pour les opérateurs physiques va disparaître pour incorporer des éléments de gestions des recettes et profits d'intermédiaires divers lesquels vont avoir tendance à multiplier les échanges. Le processus est sur certains points comparables à la libéralité de la *Reichsbank* la Banque Centrale de la République de Weimar donnant lieu à une fluidité factice qui ne renseigne plus de façon claire sur l'état de l'offre et de la demande. Ainsi des opérations planifiées pour des périodes futures parfois à très long terme ou des considérations totalement étrangères à la situation du produit concerné comme la protection contre le risque d'inflation, ou la durée de vie d'une mines etc..

En raison de la différence de volume de transactions entre les échéances lointaines et les flux sur les échéances courantes les opérations vont être traitées à court terme et reportées. Le prix n'est alors plus représentatif de la réalité du marché mais de stratégies diverses dont les horizons induisent des volumes nominaux sans rapports avec la réalité, Mais seul importe que la liquidité apparente soit là et les moindre informations vont être utilisées pour générer des mouvement de prix ou des tendances à la hausse ou à la baisse et plus ces fluctuation seront importantes plus elles permettent la rémunération de l'intermédiation qui a proliféré.

Les exemples les plus frappants de la réalité du phénomène d'influence du temps sur les variations de prix, sont la crise de l'or de 1999 pour les productions futures et la flambée des cours des matières premières en 2007/2008 en raison de la perte de confiance sur les actifs financiers.

FONCTIONS HORS MARCHÉS

Avec leurs contraintes structurelles ou d'organisation liées à la nature des marchandises et leur livraison, ou celles réglementaires ou juridiques pour les marchés de valeurs, les marchés ne sont pas en mesure de traiter tous les cas de figure entraînant une incertitude sur le prix futur.

Pour ce faire les opérateurs financiers qui sont accoutumés à ce genre d'exercice notamment sur le marché des changes ou plus récemment sur le marché papier du pétrole en Asie ou il n'y a pas de marché à terme, se sont appropriés petit à petit des échanges d'obligations pratiqués entre clients et fournisseurs pour limiter les risques de défauts opérationnels.

Ces opérations sur mesures avec des options de plus en plus complexes vont ainsi se développer dans tous les domaines alimentent les trillions de swaps précités.

Les intermédiaires dont le nombre est pour le moins limité portent donc cet immense volume d'obligations croisées, mais les risques principaux résultants sont transférés aux marchés organisés, avec implicitement une distorsion dans la rémunération du risque entre opérateurs. Ces éléments complètent les altérations précitées dans l'information du prix.

Il est évident que pour que ces exercices de substitutions de risques soient possibles il faut qu'il n'y ait aucune rupture de cotation et que l'exécution soit la plus rapide possible d'où le développement du « flash trading » ou la crise LTCM qui portait non sur la vitesse mais sur les volumes.

Un autre aspect des fonctions hors marché est offert par les systèmes des agences de notation. Le principe a été mis en place sous le motif principal de la protection de l'épargne par l'information des dits épargnants.

Le rôle dérivé du journalisme est protégé par la liberté d'opinion et est exercé selon les mêmes méthodes par trois opérateurs principaux. Les législateurs ont cautionné leurs fonctions sous diverses formes tant et si bien que dans le monde la plupart des organismes de gestion de l'épargne publique, privée ou collective ont abandonné leur services d'études propres pour ne choisir leurs actifs en fonction des notes décernées par ces sociétés privées, et cela sans payer pour l'économie de frais de structure qu'elles réalisent. Au contraire, ce sont les émetteurs qui payent avec de ce fait une situation structurelle de conflits d'intérêts.

Lorsque qu'une dette est notée en amélioration, l'appréciation accroît la demande ceci sans rapport de proportion avec les équilibres réels de l'émetteur et ainsi ceci conduit à une réduction de la liquidité du marché par l'excès de demande ou accroître l'offre au delà de nécessaire.

Lorsque qu'au contraire la dette est dégradée ou notée en retrait par rapport à l'émission précédente, le nombre des investisseurs se réduit ou les montants offerts car certains ne sont plus réglementairement en mesure d'intervenir même si les risques pris en compte par la notation ne peuvent porter aucun tort aux souscripteurs considérés. A nouveau la liquidité potentielle du marché est réduite pas nécessairement avec la pertinence économique optimale ou entraînant les processus bien connus des rendements marginaux.

Par l'effet global que leur confère une information diffusée à l'échelle mondiale les agences ont ainsi le pouvoir de restreindre la liquidité des certains segments de dette sans considération des rapports de risques effectifs entre émetteurs et souscripteurs et de générer sur les titres de dettes émis le même effet sur la valeur que les déficits budgétaires

allemands de la république de WEIMAR face à une défiance dans la gestion.

Dans ce contexte le maintien par la volatilité de la liquidité sur les marchés de cotation conduit à accélérer la panique de façon d'autant plus efficace qu'il est souvent possible de vendre à découvert sec ou par le biais des opérations de prêts emprunts de titres. C'est d'ailleurs pour une raison similaire que les ventes à découvert des titres bancaires ont été interdites en 2009 sur certains marchés.

Nous nous trouvons donc dans un processus similaire à celui des marchés OTC ou la liquidité des marchés réglementés alimente la panique générée par des organismes qui par ailleurs ont une action structurelle qui réduit la liquidité des valeurs sous-jacentes et de ce fait altère la fonction économique de l'information prix et conduit à des implications politiques pour le soutien des banques concernées.

CONSEQUENCES STRUCTURELLES

La monnaie et les marchés dans leurs fonctions premières sont des outils de promotion de la liquidité et de mesure consensuelle de la valeur avec un objectif d'équité. Les concentrations de pouvoir en matière d'information rendues possibles par des opérateurs qui sont à la fois parties prenantes et intermédiaires des acheteurs et des vendeurs, réduisent l'exigence de diversité et de transparence qui sont les bases de l'efficacité de la formation des prix. Ces fonctions qui traditionnellement étaient rigoureusement scindées sur les marchés réglementés impliquent des conflits d'intérêts structurels et une modification de l'information prix.

Cette modification n'altère que rarement la fluidité des transactions (CF 5 mai 2011), mais distord les références des outils de gestion économique tant des gouvernements que des entreprises qui choisissent notamment le rachat de concurrents réels ou potentiel plutôt que l'investissement.

Par ailleurs ces altérations dans l'accès à l'information induisent des transferts de risques inappropriés entre les acteurs économiques. Les avis des agences avec des effets économiques majeurs peuvent être diffusés sans responsabilité induisant des risques qui n'auraient peut-être pas été considérés comme significatifs et gérés dans le temps sur des environnements stables. Les effets induits sur la gestion des mouvements de marché constituent d'une part des charges indues ne touchant que les responsables des marchés, mais qui en assurant la liquidité à tout prix transfèrent les excès de réactions sur les opérateurs en fin de chaîne que sont les émetteurs et les investisseurs.

Ce processus est devenu une contrainte structurelle majeure de la liquidité et de la valorisation de tous les actifs synthétiques qui n'ont autrement aucune liquidité, car trop complexes à évaluer. Ce risque a été expérimenté, il faut à présent en maîtriser l'évolution en en restreignant les incertitudes ayant conduit aux soutiens publics aux financiers, ceci en privilégiant les gestions de risques directes et des transferts par les marchés des risques excessifs pris par acteurs qui ne sont pas concernés par les fondamentaux économiques à l'économie réelle.

Cette action de décorrélation directe entre risque et rémunération concerne la notation qui est un service à l'investisseur, sinon ce serait une garantie de placement. Elle a donc des fonctions mal régulées en matière d'habilitation et de rémunération qui outre l'effet de réduire la liquidité introduit un biais dans les processus de transfert des risques économiques. Ces processus conduisent directement à une charge sur l'entrepreneur et à une économie pour l'investisseur et cette génération de rémunérations indues modifie la structure des ressources au profit de l'intermédiation et au détriment de l'investissement. Ceci a donc un effet sur le niveau de vie de la population en réduisant ainsi la diffusion de la production disponible et en altérant les rapports entre la valeur et l'utilité

A partir de ces bases le bien fondé de ne déterminer la valeur au plan comptable que sur base d'une la cotation ou sur des outils reproduisant par approximation et approches statistiques des évaluations de marchés perd ses bases justificatrices. Cette pratique altère donc les indicateurs utilisés pour la gestion économique et demande donc une révision profonde. Celle-ci devra prendre en compte non seulement l'offre et la demande mais la façon dont les distorsions dans la fonctions prix interviennent par le biais de la structure des intervenants sur le marché. Il sera ainsi possible de modifier la composante prix vers les valeurs d'usage effectives et par conséquent les allocations de ressources au sein des acteurs économiques pour la rendre plus efficiente. Une action urgente par l'impôt ou la régulation peut être nécessaire afin d'en corriger les effets les plus délétères et peut être sous la pression de faire comme M. Schacht d'en réduire la liquidité

C'est actuellement le cas pour ce qui concerne la gestion de la crise grecque, en raison des pertes de repères induits par des priorités politiques locales sans analyse des effets de ces décisions au niveau global. Combien a coûté à l'économie européenne les 150 milliard d'excès de la dette grecque d'origine ? Répondre ne serait-ce qu'à cette question de façon précise permettrait de remettre le problème a ses juste proportions.

La fonction de notation ainsi doit être réformée soit en multipliant les acteurs soit en interdisant l'information globale afin de restaurer une diversité propre à faciliter l'action des marchés et à réduire la volatilité induite par des mouvements massifs des détenteurs de capitaux qui réagissent à la moindre alerte significative ou non, sans rapport avec la situation relative entre prêteur et emprunteur.

Il faut noter enfin que l'apport économiques des Agences peut sembler en outre limité, en effet elles interviennent sur les entreprises mondiales et les dettes d'états. Les défauts annuels selon leurs propres chiffres de toutes les notations de la catégorie Investment Grade est depuis 1981 au maximum de 0,41%(rapport 2010 de Standard and Poors) si l'on passe à la catégorie dessous on arrive à de 2,156% ce qui correspond à peu de chose près à la fiabilité affichée des notation 98,5% (chiffres 2002).

L'exercice est plus difficile pour les catégories qui ne devrait pas impacter l'épargne institutionnelle avec la notation spéculative avec des variations entre 0,64 et 11,04% selon les exercices ce qui implique potentiellement une surréaction.

De toute façon les révisions de notation rendent en fait uniquement la performance annuelle significative car la passage en catégorie spéculative exclue de fait le titre du marché et de la liquidité (cf chute ENRON et crise asiatique 1987, dette grecque).

les plu

Bien qu'aucune étude de grande envergure à ma connaissance, ne se soit penchée sur le sujet, un des effets potentiels de ces distorsions est de modifier l'assiette fiscale et de limiter les capacités des gouvernements à faire face à des déstructurations accélérées du tissu économique sans sélectivité suffisante et rendent les programmes de redressement seulement possible lorsque le défaut est prononcé et donc la perte maximale.

Les nouvelles formes d'obligations interfèrent sur les valeurs économiques et en altèrent la signification, de ce fait la valeur comparative de la monnaie est affectée par les évolutions de liquidité différentielles induites avec une inflation ou déflation par les valeurs. Les rôles stricts des banques centrales sur la gestion de la monnaie ne sont donc plus adaptés pour assurer le contrôle des créations de monnaies indirectes par le biais de l'accroissement ou la décroissance des valeurs d'actifs. Ce risque loin d'être indirect conduit à une déconnexion entre les valeurs financières et leur impact économique relatif. Ce décalage joue dans les deux sens et les effets des crise pays des années 1980 générées par la flambée des taux d'intérêts sont la pour nous le rappeler par la stérilisation des flux d'investissements qui en a résulté.

De la même façon la gestion de la crise grecque en déconnexion avec la gestion des valeurs relatives au sens des participants, a conduit à une crise de liquidité globale qui accroît les distorsions initiales. Si les politiques y ont une responsabilité dominante, les restrictions de liquidités issues des notations en sont les principales composantes immédiates. elles ont installé un processus de perte de valeur qui se propage au fur et à mesure que le temps passe, d'abord sur l'évaluation financière puis ensuite par les entraves de plus en plus lourdes à l'activité économique.

Ce n'est pas la création d'un marché financier destiné à financer les PME qui pourra inverser le processus, mais une action puissante sur la structure de la dette à l'échelle européenne afin d'en faire évoluer la perception.

Il faut ainsi y distinguer ce qui est du domaine de la gestion des rapports de valeurs au sein de l'union de celui gestion de la convergence de la répartition de la richesse afin de corriger les écarts liés à des outils d'évaluation inadaptés. Plus précisément il faut d'un côté promouvoir la dette offerte sur le marché international représentant les atouts et la diversité et de la convergence d'évolution des participants de l'économie européenne face aux autres ensembles économiques. De l'autre il faut par des politique d'investissement appropriés construire cette convergence en réduisant les handicap comme l'a permis la politique agricole commune, mais en en mesurant et ajustant les effets notamment par le biais de contraintes d'environnement par exemple ce qui induit un double intérêt potentiel.

Ce faisant nous seront en mesure de restaurer la liquidité, que par contre l'éclatement de l'union va restreindre et entraîner ainsi de nouvelles crises de liquidité et mettre jour à de nouvelles distorsion de valeurs.

Si les marchés ne sont pas en effet directement responsables de la dégradation de la situation et ont prouvé leur robustesse, la qualité de l'information prix et la gestion de leur liquidité ont des responsabilités majeures sur le déroulement de la crise et son extension en n'ayant pas équilibré leurs fonctions et uniquement privilégié la liquidité au détriment de la pertinence économique.

Une baisse de la liquidité est un outils plus pertinent de gestion économique et de portefeuille qu'un baisse de notation et peut induire des mesures correctives plus nombreuses et plus adaptées. Accepter des périodes de baisse de liquidité va avoir trois effets majeurs :

- rendre plus perceptible les limites de l'information marché qui n'est ni complète ni infinie ;
- permettre l'intervention des régulateurs afin de diagnostique les raisons de la perturbation ;
- rendre compte de la profondeur de marché actuellement dissimulée par une liquidité qui a disparu en quelque jour en 2009;

Dans la gestion de la crise grecque, ces information sont de nature à donner une information plus diversifiée que celles homothétiques des agences