

2010

Octobre

LES CAHIERS DU  
CENTRE

*Numéro 12*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions  
Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Marie-Jeanne MAILLOT

### Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

[a.barbosa@professionsfinancieres.com](mailto:a.barbosa@professionsfinancieres.com)

\* \*

\*

### AVANT PROPOS

Daniel DEGUEN..... page 1

### DÉBAT

#### Peut-on prévenir les crises ?

Daniel DEGUEN..... page 2

#### Débat de Paul JORION et Daniel DEGUEN

Daniel DEGUEN..... page 9

### NORMES COMPTABLES

#### Les conséquences boursières des mesures réglementaires actuelles

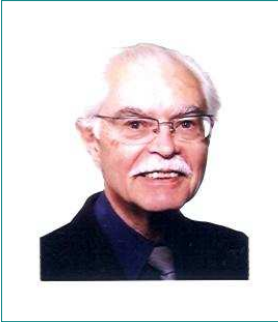
Jean-Jacques PERQUEL..... page 13

### MARCHÉS FINANCIERS

#### Gérants et institutionnels attendent avec impatience la création d'une plateforme obligataire

Philippe MUsETTE SYKES..... page 17

## Biographie :



**Daniel DEGUEN**; IEP, ENA, DES Economie Politique, Certificat de Mathématiques Générales, Président d'Honneur du Centre des Professions Financières, Administrateur du Club des Dirigeants de Banques, Membre de la Commission des Participations et des Transferts, Président d'honneur du CCF (Crédit Commercial de France), Ancien Président de la Banque Hypothécaire Européenne.

Pour marquer le cinquième anniversaire de l'Année des Professions financières, un « petit déjeuner littéraire » a été consacré par le Centre, le 7 juillet dernier, à un débat entre Paul JORION et Daniel DEGUEN sur le thème : « Peut-on prévenir les crises financières ? »

Paul JORION, anthropologue de formation, a travaillé plusieurs années dans de grands établissements financiers américains et a été l'un des rares auteurs à prévoir la crise de 2007 et en analyser les causes immédiates et les origines profondes. Il a écrit dès 2004 et publié en 2005 aux Etats-Unis son livre prémonitoire édité en France aux Editions de la Découverte sous le titre : « Vers la crise du Capitalisme Américain ». Plusieurs nouveaux ouvrages de Paul JORION tels que « *La crise : des subprimes au séisme financier planétaire* », ou « *L'implosion. La finance contre l'économie : ce que révèle et annonce la « crise des subprimes »* » et enfin en 2009, « *L'argent, mode d'emploi* » publiés chez FAYARD, ont par la suite mis en lumière tous les ressorts de la plus grande crise mondiale depuis 1929 et tracent les lignes de fond des réformes souhaitables.

Daniel DEGUEN, de son côté, a écrit plusieurs articles dans les publications du Centre (voir Les Cahiers du Centre numéros 3, 4, 5 et 9 ainsi que l'Année des Professions Financières 2010) sur ce même sujet et rédigé, en vue de ce débat, le texte ci-dessous qui date de mai dernier ainsi que son intervention du 7 juillet, à un moment où l'incertitude créée par la crise grecque faisait à nouveau planer de lourdes menaces sur la stabilité financière.

Le débat, remarquablement animé par Edmond AlphanDéry, a permis de constater que si les deux intervenants s'accordaient à penser que la survenance périodique de crises systémiques n'était pas une fatalité, leurs points de vue divergeaient quant à l'ampleur des réformes à entreprendre à cet effet. Celles préconisées par Paul JORION impliqueraient une véritable remise en cause du système capitaliste de marché, alors que Daniel DEGUEN, sans dissimuler son scepticisme sur l'efficacité des réformes en cours, veut y voir l'amorce d'une rénovation du système financier international.

\* \* \*

## *Peut-on prévenir les crises ?*

Oui les crises peuvent être prévenues, à condition de le vouloir et de réserver le mot « crises » à celles de caractère systémique.

Ceci pour trois raisons :

- Les fluctuations naturelles de l'activité économique n'induisent pas systématiquement des catastrophes : l'histoire économique montre qu'il y faut aussi « la main de l'homme », c'est-à-dire une série d'erreurs des dirigeants politiques ou économiques ;
- Les crises sont plus évitables que les guerres parce que les Etats subissent les crises et déclenchent les guerres. Il devrait leur être plus facile de prévenir les premières que de bannir les secondes ;
- Le système capitaliste a ses propres mécanismes régulateurs. Le rôle fondamental de l'Etat est d'écarter les obstacles qui en contrecarrent l'efficacité ou d'atténuer leurs conséquences quand leur brutalité menace la cohésion sociale. Augustin Cournot a remarquablement exprimé cette grandeur et servitude des hommes d'Etat dont « l'habileté...consiste à tempérer l'esprit d'innovation, sans tenter une lutte impossible contre les lois providentielles ».

Quand bien même les crises ne pourraient être prévenues, baisser les bras n'est pas une alternative. Le régulateur, comme Sisyphe, n'a d'autre choix que de reprendre éternellement son rocher. Encore faudrait-il qu'il le pousse dans la bonne direction et ne l'alourdisse pas inutilement.

### **Sommes-nous sur la bonne voie ?**

L'histoire saluera la réactivité et l'efficacité inattendues de la communauté internationale en 2007 pour enrayer le processus qui, après 1929, avait conduit à la Grande Dépression, à l'écroulement de l'étalon-or, aux dévaluations compétitives, au protectionnisme, puis enfin à la seconde guerre mondiale.

On peut toutefois s'interroger sur la cohérence et l'efficacité des réformes en cours.

La « nouvelle régulation » qui s'esquisse manquera son but si elle ne se débarrasse pas des entraves qu'on tente de lui imposer, et qui peuvent être caricaturées par trois slogans :

« Encore une couche ! »

« C'est pas moi, c'est lui ! »

« Régulation oui, strangulation, non ! »

### **Encore une couche**

La publicité de Ripolin, qui a décoré les couloirs du métro après la guerre, illustre assez bien les trois principes de cette « nouvelle réforme » :

Après Bâle I et Bâle II, passer, avec Bâle III, une couche supplémentaire de la même peinture à la réglementation des institutions financières ;

Créer une nouvelle instance en transformant le Forum de la stabilité financière en un Conseil placé sous la houlette du FMI ;

Renforcer les exigences de transparence, dans l'espoir qu'une application d'une couche de décapant éliminera définitivement les abus.

Cette démarche s'adresse plus aux apparences qu'au fond du problème. .

- La lourde machinerie de Bâle II a démontré l'ingéniosité des banques pour contourner les règles. Accroître la complexité de ces ratios de fonds propres n'est pas nécessairement la meilleure solution. Ce doute est entretenu par le foisonnement des autres pistes actuellement explorées : ratios de liquidité et de levier, testaments des institutions « trop grosses pour faire faillite », en vue de faciliter leur euthanasie en cas de menace épidémique, taxes sur les activités ou les profits financiers, extension de la régulation aux hedge-funds ou aux courtiers en crédits immobiliers, contrôle des marchés de produits dérivés, encadrement des agences de notation, etc. Le directeur général du FMI, lui-même, souligne le risque d'incohérence de cette panoplie, car « qui trop embrasse mal étreint ».
- La sédimentation préside aussi à la refonte des institutions chargées de la surveillance du système, bien que les réactions de chaque pays soient hétérogènes. Certains comme la France regroupent en un seul organe le contrôle des banques et des assurances et établissent une passerelle permanente entre la nouvelle autorité et l'Autorité des marchés financiers. D'autres font le chemin inverse. Les réponses sont également variables quant aux responsabilités particulières des Banques centrales dans le dispositif. Dans tous les cas cependant, le but poursuivi est de mieux coordonner l'action des différents responsables. L'intention est louable mais, tout bien pesé, ces instances nouvelles, tant au niveau des Etats qu'à celui de la communauté internationale, ne constitueront une garantie solide contre le retour des crises que si elles disposent de l'autorité nécessaire et de moyens effectifs pour faire appliquer leurs décisions. Il n'est pas certain que l'on y parvienne.
- Si l'on attend qu'une transparence accrue, levant les ultimes voiles derrière lesquels se dissimulent les pratiques nocives des financiers, suscite une déontologie rigoureuse, cet espoir risque d'être déçu. Il ne suffit en effet pas de mettre en évidence les déviations, ni même de légiférer pour les interdire, si le respect de la forme continue de prévaloir sur l'esprit des textes et si les sanctions ne sont pas dissuasives.

### « C'est pas moi, c'est lui ! »

L'une des caractéristiques des débats actuels est la tendance des uns et des autres à se renvoyer les responsabilités. Pour les Européens tout est de la faute des Américains. Les banques de dépôt renvoient la balle aux banques d'investissement. La banque universelle dénonce la fragilité des établissements spécialisés. La BCE déplore le laxisme d'Alan Greenspan, tandis que l'unanimité se retrouve pour condamner le Yuan faible. La traditionnelle réponse du mauvais élève réprimandé fleurit sur toutes les lèvres : elle ne facilitera pas la réalisation du consensus.

- La crise est née en Amérique. Il n'en est pas moins vrai que les banques européennes ont une part de responsabilité. C'est souvent auprès d'elles que les banques d'investissement américaines ont trouvé les concours nécessaires, c'est par leur intermédiaire que des produits « toxiques » ont été diffusés en Europe et si le Gouvernement américain n'avait pas pris en charge les problèmes de leurs banques d'investissement et d'AIG, peu d'institutions en Europe auraient pu résister. Les conséquences de la faillite de Lehmann Brothers suffissent à le démontrer. Le fait que les banques d'investissement européennes aient mieux supporté le choc que leurs homologues anglo-saxonnes et que ces dernières aient trouvé dans la fusion avec des banques commerciales une issue partielle à leurs difficultés ne démontre rien. Il confirme seulement l'avantage que procure une large base de dépôts, et donc une moins grande dépendance vis-à-vis des capitaux empruntés. Mais faut-il réserver cet avantage au financement de l'économie réelle ou l'étendre à celui des activités de marché ?

- La politique monétaire accommodante de Greenspan a favorisé les comportements à risque ; mais la BCE n'a guère été plus restrictive et cette sagesse toute relative a suffi à maintenir un cours excessif de l'Euro par rapport au Dollar. Sans doute un meilleur équilibre eût été possible avec un Yuan réévalué mais n'y avait-il pas un consentement général au maintien d'une situation qui faisait bénéficier les pays occidentaux de l'épargne chinoise, maintenait un niveau d'inflation faible et en définitive permettait de différer les ajustements douloureux ? Les Banques Centrales voyaient venir la crise ; certaines déclarations de Greenspan et les rapports de la BRI, depuis plusieurs années, montrent que le risque était perçu et que les causes en étaient connues. Elles ont cependant estimé qu'elles n'avaient ni le devoir ni les moyens d'agir, mais qui oserait avouer que le roi est nu, ou que les banques centrales ne sont que des épouvantails ?

### Régulation, oui ! Strangulation, non !

Le slogan des lobbies bancaires, menace sérieusement de devenir une tunique de Nessus pour les réformateurs.

Tout en reconnaissant la nécessité de principe de réformes, les institutions financières se rebiffent dès qu'il s'agit de leur imposer des exigences supplémentaires. Dans le temps même où les autorités s'inquiètent de la fragmentation des marchés et du développement des opérations dites de flash trading, elles multiplient les plateformes alternatives et les dark pools, au prétexte d'une réduction des coûts de transactions, dont elles sont les premières bénéficiaires sans que leur répercussion sur les clients finaux soient avérée. Aux Etats-Unis, où l'influence des milieux d'affaires a provoqué les dérives de Fannie Mae et de Freddie Mac, les réformes se heurtent à une opposition systématique de parlementaires sous l'emprise de Wall Street. En Europe, où le phénomène est plus discret, la Commission est soumise à des pressions fortes pour écarter toute proposition radicale.

Les arguments avancés sont de plusieurs niveaux.

- Les banques et compagnies d'assurances européennes s'étant mieux tirées de la crise que leurs homologues américaines, il serait injuste de leur imposer de nouvelles contraintes. Des réformes ponctuelles de la directive MIF seraient largement suffisantes pour assurer la sécurité du système financier. L'avenir dira la valeur de cette argumentation quand la clarté aura été faite sur la situation réelle du système bancaire européen.
- Un second système de défense, plus solide en apparence, souligne que l'on ne peut envisager des règles plus contraignantes en Europe que celles qui seront mises en vigueur sur les autres grandes places financières. Les établissements européens ne pourraient supporter un tel handicap. Ce raisonnement oublie volontairement les deux points suivants :
  - o Les banques et compagnies d'assurance à dimension mondiale sont bien placées, quelle que soit la nationalité de leur siège, pour exploiter les différences de rigueur entre les diverses places. Curieusement, les institutions financières se réfèrent volontiers, pour défendre leurs intérêts, à des risques de concurrence déloyale. Dans la plupart des pays, elles opèrent pourtant dans un climat de concurrence bien tempéré...
  - o Les établissements européens ont-ils été lésés par la réticence des Etats-Unis à mettre en vigueur Bâle II ou, à l'inverse, protégés par les règles plus strictes auxquelles ils étaient soumis ?
- Des contraintes supplémentaires, avance-t-on encore, empêcheraient les banques et les compagnies d'assurance de financer l'économie réelle. Particulièrement vigoureuses sont actuellement les attaques lancées sur ce thème contre les augmentations de fonds propres envisagées par Bâle III et Solvency II. Cette prise en otage des entreprises et plus particulièrement des petites et moyennes entreprises est d'autant plus maligne que les

gouvernements cherchent précisément, en cette période de « sortie de crise », à renvoyer les banques vers leur mission de base, le financement de l'activité réelle, en les détournant des activités spéculatives. Faut-il en conclure que, sans les profits qu'elles tirent de ces activités, les banques ne pourraient consentir de crédits à l'économie à des conditions raisonnables ? Ou, plus vraisemblablement, que les institutions financières ont encore grand besoin d'une longue période de taux zéro et de liberté de jeu afin de « se refaire une santé », au risque de provoquer de nouvelles crises ?

### **Comment sortir de l'ornière ?**

Il existe d'autres pistes pour progresser. De nouvelles couches de peinture sur la carcasse rouillée du système financier international ne suffiront pas. C'est l'architecture même de la régulation qui devrait être remise en cause. Lorsque le malade a mal réagi à un remède, augmenter les doses ne garantit pas la guérison. Une thérapeutique différente s'impose. Elle pourrait se fonder sur trois principes : le retour à un cloisonnement des différentes activités financières, l'aggiornamento des banques centrales et la priorité donnée à la sûreté sur la stabilité.

### **Des cloisons étanches**

L'opposition résolue des professionnels à un retour à une réglementation du type Glass-Steagall Act rappelle fâcheusement les critiques auxquelles cette législation s'est heurtée après la crise de 1929. Les arguments sont les mêmes et sont aussi peu convaincants.

On a souligné la faiblesse de celui qui repose sur la prétendue solidité du modèle de la banque universelle. Le diagnostic de la BRI : « les banques trop grosses ou trop interconnectées pour faire faillite sont trop grosses ou trop interconnectées pour exister ». semble plus pertinent.

Un autre angle d'attaque consiste à dire que la liberté dont ont joui les banques depuis dix ans a permis un développement exceptionnellement rapide de l'économie mondiale et en particulier des pays émergents. Les deux phénomènes ont coïncidé, mais il est hasardeux de voir dans le premier la cause du second. La croissance mondiale s'explique en grande partie par une profusion de liquidités, réalisant à l'échelle du globe la plus grande expérience keynésienne de tous les temps. Elle a également conduit à une quasi-disparition des primes de risque. C'est dans ce type de situations que le contrôle des institutions bancaires devrait être renforcé pour les protéger de la tentation de profits immédiats mais fragiles.

En revanche, il existe une justification très forte au cloisonnement des activités bancaires : c'est qu'il s'agit du seul moyen efficace d'éradiquer les conflits d'intérêt, ver dans le fruit du système actuel. Le retour pur et simple à cette fin au Glass-Steagall Act n'est probablement pas une hypothèse réaliste. Il faut prendre acte du fait que la crise a eu pour conséquence durable de renforcer la concentration bancaire tant sur le plan vertical que sur le plan horizontal. Mais si l'on veut vraiment mettre le monde à l'abri de nouvelles crises systémiques, il est indispensable de sanctuariser, à l'intérieur des conglomérats financiers, l'activité classique de banque commerciale. Ce contrôle strict des conglomérats aurait dû être imposé lors de la suppression du Glass-Steagall Act. Dans d'autres domaines d'activité, par exemple dans celui de l'énergie, on développe des thèmes comparables pour séparer la production, le transport et la distribution, en acceptant, non sans regret il est vrai, la possibilité que ces trois activités continuent d'avoir un propriétaire commun.



## Un aggiornamento des banques centrales

Un second axe de prévention des risques systémiques est la rénovation des objectifs et des moyens des banques centrales. Au fil du temps, les banques centrales ont vu leurs missions s'élargir. Emettrices de papier-monnaie sans concurrence depuis la disparition de l'or en tant qu'étalon monétaire, maîtresses des taux d'intérêt à court terme puis responsables du volume global des liquidités, gardiennes de la stabilité des prix, en conjonction pour certaines d'entre elles avec le maintien d'un niveau d'activité satisfaisant, elles sont fréquemment associées à la gestion de la dette publique, et ont presque toujours participé au contrôle des banques et à leur réglementation. Quant à leur mission d'origine, celle d'apprécier la solvabilité des débiteurs dont elles admettent les effets à l'escompte, elles l'ont en partie déléguée aux agences de notation dont les opinions n'engagent aucune responsabilité financière. On attend sans doute trop des banques centrales, et il apparaît, à la lumière de la crise actuelle, qu'elles ne disposent pas des moyens ou des pouvoirs qui leur permettraient d'assumer l'ensemble de ces tâches, au demeurant parfois contradictoires. Parmi tous ces objectifs, celui de la stabilité financière devrait être privilégié de façon plus nette, et les moyens dont disposent les banques centrales pour prévenir les crises systémiques devraient être renforcés. Il est paradoxal que les banques centrales, prêteurs en dernier ressort, puissent manier généreusement la lance à incendie en cas de crise, et qu'elles hésitent à utiliser avant le drame les moyens qui leur permettraient de n'avoir pas à sortir plus tard la grande échelle.

- En ce qui concerne les pouvoirs, les banques centrales doivent avoir l'autorité de coordonner les différents collèges chargés de la surveillance des établissements et des marchés financiers. On a assisté au cours des dernières années, au moment même où l'on supprimait les cloisons entre les métiers de la finance, à une dilution des responsabilités de contrôleurs multiples, tous jaloux de leurs prérogatives. Seules les banques centrales disposent de la légitimité que leur confère leur statut quasi religieux de gardiens de la monnaie pour jouer ce rôle d'arbitre à l'abri des pressions des opérateurs et des pouvoirs politiques.
- En ce qui concerne les instruments, le moment est venu pour les banques centrales de reconnaître qu'elles ne peuvent assumer pleinement leurs responsabilités avec pour seule arme un râtelier à une dent : les taux de refinancement à court terme. La crise les a conduites à recourir à des moyens « non conventionnels ». Les difficultés de l'Euro contraignent désormais la BCE à s'aligner sur les pratiques les plus hardies du Système Fédéral de Réserve. Mais pourquoi attendre l'incendie pour agir ? Pour lutter contre les bulles spéculatives les banques centrales doivent pouvoir intervenir sur toutes les classes d'actifs et sur l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt, avant d'y être contraintes par l'urgence.

## Une préoccupation majeure : la sûreté

Une dernière orientation devrait enfin être retenue : se concentrer sur le concept de sûreté plutôt que sur celui de stabilité. Eviter les crises systémiques ne veut pas dire limiter les fluctuations économiques ni la volatilité des marchés. Cela ne veut pas dire non plus que l'on doive en toute circonstance favoriser l'objectif de stabilité des prix par rapport à tout autre. Comme en matière nucléaire, si l'on veut éviter les accidents graves, la priorité est de multiplier les dispositifs de sécurité, quitte à mettre les centrales à l'arrêt plus souvent, et non de chercher à tout prix une production d'électricité régulière.

- Au cours de la tempête qui s'est levée en 2007, certains secteurs ont fait preuve d'une résistance remarquable alors que d'autres s'écroulaient. C'est ainsi que le marché des changes n'a connu aucune défaillance, en dépit de la brutale paralysie du marché interbancaire, grâce en particulier à la sécurité des marchés organisés d'options de change. C'est ainsi également que le marché des actions a continué à fonctionner sans problèmes majeurs, tout en enregistrant des mouvements de cours exceptionnels. Dans le même temps, un certain nombre de soi-disant marchés, qui ne bénéficiaient pas de



structures ou d'organisation solides, ou qui n'avaient jamais dépassé le stade de marchés primaires, ont été incapables de répondre à leur mission d'afficher constamment un cours et des volumes de transactions. La participation d'établissements gérant des dépôts ou de l'épargne publique à des « marchés » de ce type et à des opérations de gré à gré constitue l'un des plus graves dangers potentiels de crise systémique. Certes le passage par des marchés assurant la compensation des opérations et prenant en charge le risque de contrepartie entraîne des charges et peut donner naissance à des abus monopolistiques. Mais les marchés non organisés ont, en période de crise, un coût bien supérieur aux économies qu'ils ont permis de réaliser en temps ordinaire.

- La sûreté des opérations et des gestionnaires d'actifs dépend non seulement de bonnes organisations de marchés dotées de pouvoirs effectifs de régulation, mais aussi d'un contrôle strict des dépositaires et conservateurs de titres. Les accidents de ce secteur, bien que spectaculaires, ont été relativement limités. Les dispositifs nécessaires pour les contrôler sont difficiles à mettre en œuvre. Il n'en reste pas moins que l'absence de surveillance et de sanctions en cas de manquements constitue une menace majeure qu'on ne peut désormais négliger.
- La structure juridique ambiguë des fonds mutuels et des OPCVM, dépourvus de fonds propres, fait peser sur les banques qui les gèrent des responsabilités morales considérables que ne reflète aucune écriture comptable. Les incidents qui ont marqué la période récente justifieraient une réflexion approfondie sur la fragilité de ces constructions.
- L'explosion enfin des marchés de promesses que sont les marchés à terme ou optionnels et les marchés de produits dérivés a été l'un des détonateurs de la crise actuelle. L'utilité de ces marchés n'est pas en cause mais leur fiabilité, essentielle à la sécurité du système financier, doit être garantie. Les engagements que prennent les intervenants sur ces marchés, en promettant de payer une certaine somme d'argent à leur contrepartie si tel ou tel événement survient dans un délai donné, sont assimilables à des actes de crédit. Comme tels, pour employer un terme emprunté au vocabulaire de la médecine, ils sont de véritables « précurseurs » de la création monétaire. C'est dès ce stade que doit s'exercer l'action des banques centrales pour en contrôler l'expansion. Elles ne peuvent pas le faire si ces transactions sont réalisées de gré à gré. En revanche lorsque ces marchés de promesses sont organisés, les dépôts, les appels de marge et les limitations de positions jouent le rôle que les conditions d'accès au réescompte et les taux d'intérêt jouent en matière de crédits classiques. Si la contrepartie centrale est amenée à supporter ou à prendre elle-même des risques dépassant ses ressources, la banque centrale doit être en mesure d'intervenir pour rééquilibrer les opérations ou les dénouer d'autorité avant qu'elles ne se transforment en purs jeux de hasard. Elle dispose des moyens pour le faire lorsque la chambre de compensation a le statut de banque.

Peut-être s'apercevrait-on, si ces principes étaient mis en œuvre, que les niveaux de fonds propres des banques ne nécessitent pas d'être aussi sensiblement revus à la hausse que certains l'imaginent.

En dépit des insuffisances actuelles des réformes et du scepticisme que l'on peut légitimement nourrir sur l'adoption universelle de règles applicables aux établissements financiers majeurs, les chances d'une remise en ordre, nécessairement longue, pénible et marquée par de nouveaux épisodes critiques, ne sont pas nulles. Les considérations qui précèdent, sont en effet présentes, en dépit des apparences, à l'esprit des régulateurs et tendent à s'imposer dans les faits aux acteurs eux-mêmes.

Pour parvenir à un accord les régulateurs seront probablement conduits à transiger sur le plus petit dénominateur commun. La crise a cependant été assez profonde pour que tout ne continue pas comme avant.

Qu'on le veuille ou non, les banques centrales ont acquis une autorité nouvelle et déployé un arsenal qu'elles ne démantèleront pas. La multiplication des fonds souverains apporte peut-être un début de réponse à un élargissement des interventions publiques à l'ensemble des actifs financiers.

La nécessité de mieux lutter contre les conflits d'intérêt est désormais admise par tous. Les opérations pour compte propre des banques de dépôt suscitent de plus en plus d'interrogations. Les pratiques les plus condamnables seront pourchassées.

La concurrence exacerbée des plateformes de négociation, menace sérieuse pour l'intégrité des marchés, peut prélude, en raison de l'érosion des marges, à un mouvement inverse de concentration qui permettrait une reprise en main par les autorités publiques.

La demande des épargnants pour des produits financiers plus transparents et leur défiance à l'égard des instruments exotiques ne s'évanouiront pas de sitôt et modifieront les stratégies d'offre. La titrisation ne disparaîtra pas mais ses excès seront corrigés et l'intermédiation bancaire, si elle n'est pas pénalisée par des ratios de fonds propres excessifs, peut revenir à la mode.

Les rémunérations abusives du secteur financier se modéreront d'elles-mêmes si les établissements financiers cessent de prélever une part démesurée des profits des entreprises comme ils l'ont fait avant 2007 et avant 1929.

La prise de conscience enfin que la résistance de certains établissements et de certaines places financières à la crise actuelle a mieux servi leur réputation qu'une course effrénée aux profits suivie de chutes spectaculaires devrait conduire chaque banque et chaque Etat à peser plus soigneusement les avantages de la sûreté contre ses inconvénients sur le plan de la concurrence.

La capacité pour l'Europe de présenter un front commun solide au cours des négociations du G20 sera l'un des éléments majeurs à cet égard. Paradoxalement, les conséquences actuelles de la crise sur les finances publiques des Etats Membres et sur la monnaie commune offrent une occasion exceptionnelle d'achever l'unification du marché financier, de renforcer la solidarité de la zone euro et de la faire participer en acteur majeur à la réforme trop longtemps différée d'un système monétaire international qui ne correspond plus à la nouvelle configuration du monde.

Tel est du moins le vœu que font, dans cette période décisive, les partisans d'une Europe Unie sans laquelle les sources de conflits n'ont guère de chances de se tarir et à défaut de laquelle l'histoire pourrait, hélas ! une nouvelle fois montrer que les crises, comme les guerres, sont inévitables.

\* \* \*

---

*Débat de Paul JORION et Daniel DEGUEN*  
*le 7 juillet 2010*  
*Intervention de Daniel DEGUEN*

Notre débat était à l'origine prévu pour le 5 mai et j'ai eu le temps de rédiger les réflexions que m'inspirait le sujet qui nous avait été alloué, « peut-on prévenir les crises ? » Elles vous ont été distribuées à votre arrivée car les événements survenus depuis lors et, en particulier, la crise grecque et ses conséquences sur la monnaie européenne m'ont conduit à reprendre la question sous un autre angle et à me demander s'il était possible de conjurer la crise actuelle qui, au moment même où l'on commençait à en entrevoir la sortie, semblait au contraire entrer dans une nouvelle phase. Mon propos d'aujourd'hui est donc un complément au texte qui vous a été remis. un « bonus » en quelque sorte. Je précise que dans mon esprit les crises qu'il s'agit de prévenir ou de conjurer sont les crises qui font peser une menace systémique sur les institutions financières et non les fluctuations cycliques courantes indissociables du fonctionnement des marchés.

Je rappellerai en guise d'introduction une conversation qui m'a frappé lorsque j'ai entamé ma carrière de banquier. C'était en 1974, et je venais d'être nommé à la tête de la Caisse des Marchés. M. Olivier Moreau-Néret, Président d'honneur du Crédit Lyonnais, me rendait une visite de politesse que je lui avais faite en prenant mes fonctions. Il n'avait pour cela qu'une rue à traverser et était heureux de faire profiter un voisin de sa longue expérience qu'il avait plus de mal à transmettre à ses successeurs : parlant de F. Bloch-Lainé et de J. Saint-Geours., « Comment, me disait-il, ces jeunes gens pourraient-ils éviter des imprudences ? Ils n'ont pas connu la crise de 29 ! ».

Cette simple remarque explique sans doute en partie la récurrence de crises majeures après de longs intervalles. Il faut que l'oubli des erreurs passées ait émoussé les reflexes des acteurs et des régulateurs pour que les catastrophes se répètent et c'est probablement à l'exceptionnelle gravité de la crise des années 1930 et de ses conséquences sociales et politiques que l'on doit d'avoir évité jusqu'en 2007 un séisme comparable, précédé il est vrai de quelques accidents graves qui auraient dû donner l'alerte. Si les faillites en chaîne des établissements financiers et les files d'attente de déposants affolés devant les banques ont pu être maîtrisées en 2007 et 2008, c'est en grande partie parce que les leçons de l'histoire ont été retenues par des responsables qui, à défaut d'avoir personnellement connu la Grande Crise, l'avaient étudiée de près ou en avaient conservé, à deux générations de distance, une impression profonde.

Conjurer la crise c'est implorer les Dieux de l'écarter de nos têtes et de nous en épargner les effets. C'est du même coup s'exposer à la nécessité d'abjurer ses erreurs et de résoudre quelques énigmes avant d'obtenir cette clémence et d'être autorisé à formuler des vœux, dans l'espoir d'être écouté.

Abjurer nos erreurs est sans doute la partie la plus facile de cet exercice encore que l'on rencontre quelques récalcitrants qui se refusent à reconnaître leurs fautes.

Les adeptes de l'autorégulation pour qui les établissements financiers s'imposeraient d'eux-mêmes, par une juste appréciation de leur intérêt propre, les disciplines nécessaires, ont, comme le Gouverneur Greenspan lui-même, perdu leurs illusions en 2007. Le foisonnement

actuel d'initiatives de réforme de la « régulation » a mis un terme au combat qu'ils avaient jusqu'alors mené avec succès, notamment aux Etats-Unis, pour démanteler l'arsenal réglementaire issu de la Grande Crise .Il n'en reste pas moins que les mesures les plus rigoureuses et notamment celles préconisées par Paul Volcker continuent de se heurter à une farouche résistance et que banquiers et assureurs s'efforcent d'assouplir les contraintes que les législateurs veulent leur imposer ou du moins de bénéficier, avant l'application effective de ces mesures, de délais suffisants pour leur permettre de s'adapter .Abjurée dans son principe, cette première erreur est donc encore professée dans une version allégée par de bons apôtres qui,, sans nier la nécessité d'un encadrement de leurs activités, soulignent les dangers pour le financement de l'économie de tout affaiblissement des perspectives de profit des établissements financiers.

Une deuxième erreur, celle qui consistait à faire reposer la sécurité du système financier sur un outil privilégié, l'observation de ratios de fonds propres adaptés à l'intensité des risques assumés par les banques et les assurances a, elle aussi, été reconnue, sinon complètement avouée. Le fait que les ratios de Bâle n'aient pu empêcher la crise a conduit les régulateurs à chercher de nouveaux instruments pour garantir la solidité des établissements en s'attachant notamment à réduire l'effet de levier et à mieux contrôler la liquidité. Si l'on n'est pas allé jusqu'à abandonner les ratios de fonds propres c'est à la fois parce que la démonstration de leur inefficacité n'a pas été flagrante dans la mesure même où les banques américaines n'avaient pas mis en œuvre le régime de Bâle II et peut-être aussi parce qu'il eût été navrant de jeter aux orties un mécanisme dont la mise en place avait mobilisé tant de bons esprits et tant de moyens !Loin d'abjurer entièrement cette seconde erreur, les architectes de la régulation ont veillé à réparer les défauts majeurs du système sans en remettre en cause la validité et à en compenser les défaillances principales en le doublant par d'autres règles dont la crise a mis la nécessité en évidence.

Une troisième abjuration partielle a été celle du dogme sur lequel repose traditionnellement l'action des banques centrales : la possibilité de contrôler l'expansion du crédit par le maniement des taux d'intérêt à court terme, sans estimer possible ni souhaitable d'intervenir directement par d'autre moyens pour contenir les « bulles spéculatives » que connaissent périodiquement divers actifs financiers et dont l'éclatement est à l'origine des crises. La rapidité et l'importance du recours par les Instituts d'Emission à des mesure « non conventionnelles » et parfois même à la limite extrême de leurs pouvoirs statutaires pour contenir la panique que l'effondrement de quelques banques américaines et d'AIG répandait sur l'ensemble du système financier mondial, a balayé ces traditions archaïques dont l'observation avait joué un rôle majeur en 1929 .Il est probable que les banques centrales joueront à l'avenir un rôle plus engagé dans la prévention des crises et hésiteront moins à utiliser ces moyens exceptionnels avant une crise majeure pour n'avoir pas à y recourir massivement après.

Si les Dieux se satisfont de ces abjurations ils nous demanderont sans doute de résoudre quelques énigmes avant de poursuivre notre chemin. Ils nous demanderont notamment en quel prophète nous avons foi : Keynes, Hayek ou Milton Friedmann ? et nous répondrons par une esquivé que nous croyons en Keynes parce qu'il a su, dans les vingt cinq volumes qu'il a écrit, faire preuve d'un très grand pragmatisme et changer de théorie quand les évènements changeaient

Ils nous demanderont alors si nous croyons qu'il est possible de combattre le mal par le mal, en répandant sans mesure de nouvelles liquidités pour corriger les désastre que nous

reconnaissons avoir eu pour origine une liquidité excessive et l'érosion des primes de risque qu'elle a entraînée. Et nous leur répondrons que nous ne sommes pas sûrs d'avoir bien fait mais que nous sommes persuadés qu'en agissant à l'inverse nous aurions aggravé une situation périlleuse. Dans l'urgence on combat les symptômes faute d'avoir le temps de s'attaquer aux causes profondes. Et le symptôme était que la liquidité du système bancaire s'était subitement évaporée

Une troisième énigme devra sans doute être résolue : Quel est de ces deux maux le pire, la déflation ou l'inflation ? et nous serons tentés de répondre que le pire est sans doute la déflation parce que nous n'avons guère de remèdes pour la combattre faute d'avoir appris à manier les taux d'intérêt négatifs, tandis que nous savons qu'avec une volonté suffisante il est possible de contrôler l'inflation..

A la vérité les trois énigmes de notre Sphinx se ramènent à une seule et n'appellent qu'une réponse : Sur terrain verglacé le respect du code de la route est moins important que l'art du contre-braquage, l'accélérateur plus utile que le frein et le risque de collision moins grand que celui d'une panique des passagers. A ce titre nos gouvernants, qui n'avaient pas pu suivre des cours de conduite sportive ni même étudier à fond la théorie du dérapage contrôlé se sont plutôt bien comportés face à cette situation exceptionnelle. Le sphinx serait injuste en nous refusant de formuler, et d'exaucer, nos vœux.

Le premier de ces vœux est que l'Europe et sa monnaie unique tiennent et sortent renforcés de l'épreuve actuelle. En dépit des apparences immédiates, c'est l'hypothèse la plus probable même si les intérêts nationaux rendent compliquée l'expression de la solidarité des pays membres. En dépit d'une Constitution fragile les nations européennes ont pris conscience de l'impasse, où les conduirait une politique du chacun pour soi. Aussi n'est-il pas absurde de penser qu'aux prix de contorsions diverses et de compromis boiteux l'entraide et la discipline prévaudront sur les égoïsmes et les tentations centrifuges. Que l'Europe s'affirme dans ces difficultés est en tout état de cause la condition nécessaire à la réalisation de notre second souhait : une réforme du système monétaire international.

Il est clair en effet que sans une révision du système international pour le mettre en harmonie avec les nouveaux rapports de force que la crise a mis en évidence et mettre un terme à la domination du Dollar et à la responsabilité excessive des Etats-Unis dans la création de monnaie mondiale de nouveaux accidents ne pourront être évités. Cette réforme ne sera vraisemblablement pas spectaculaire comme l'ont été les Accords de Bretton Woods et ne se fera que par petites étapes mais elle doit et peut être engagée non comme l'échec d'un système qui a rendu de grands services mais comme son évolution naturelle face à l'apparition de nouvelles grandes puissances économiques et à la crédibilité retrouvée des monnaies européennes qui ont désormais vocation, grâce à l'Euro à jouer un rôle majeur, aux côtés du Dollar dans la conduite des affaires monétaires internationales.

Quant au dernier vœu qu'il faut formuler c'est que la libéralisation des échanges ne souffre pas trop de la crise actuelle et que si l'OMC peut avoir de grandes difficultés à faire aboutir le cycle de Doha, il soit du moins en mesure de contrecarrer les pulsions protectionnistes que le prolongement de la crise économique ne peut manquer de susciter. Bien que tous les Etats soient conscients du danger d'une restriction des échanges internationaux il faudra une grande vigilance et un talent didactique et diplomatique exceptionnels pour maintenir le cadre actuel et sauvegarder l'essentiel au prix sans doute de quelques compromis inévitables

Ces remarques nous laissent en définitive sur quelques inquiétudes tempérées par des espoirs raisonnables.

Les inquiétudes concernent le chantier de la régulation dont on peut craindre qu'il reste à la fois imparfait et disparate, laissant la place à de nouvelles crises dans un avenir indéterminé. Il appartient à chaque Etat de s'adapter à cette situation en arbitrant entre sécurité et situation concurrentielle de ses acteurs nationaux.

Elles concernent aussi nécessairement les tensions géopolitiques qui persistent dans le monde et qu'une mauvaise gouvernance & économique internationale ne pourrait qu'aggraver. Les perspectives demeurent à cet égard relativement sombres.

Les espoirs se fondent sur deux acquis essentiels. Le premier est l'exceptionnel développement économique réalisé depuis le début du siècle grâce à la mondialisation et aux innovations. Ces progrès démontrent la capacité de l'économie mondiale à surmonter les défis auxquels la croissance démographique la confronte. Le second est la prise de conscience collective à laquelle la crise a contraint les Etats et les engage sur la voie d'une concertation renforcée pour harmoniser les politiques économiques dans l'intérêt général.

Au-delà c'est sans doute sur le plan de la morale et de l'éthique que se jouera l'échec ou le succès de cette vaste entreprise. Souhaitons donc que la société humaine se rapproche à nouveau d'un monde idéal où le droit prévaut sur la force, le mérite sur l'influence et l'honneur sur l'argent. et inspirons nous de l'invocation finale de ce poème d'Emile Verhaeren, le Passeur d'eau :

« Mais le tenace et vieux passeur  
Garda quand même encore, pour Dieu sait quand  
Le roseau vert entre ses dents »

\* \* \*



## *Les conséquences boursières des mesures réglementaires actuelles*

### Biographie :



**Jean-Jacques PERQUEL**, Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Aguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). **Œuvres** : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). Décor.: Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

Chaque crise suit le même schéma : à toute période d'euphorie, d'innovation, de croissance économique forte, succède un excès de « crédit » qui, à un moment donné, ne peut plus être financé.

Mais chaque crise a des particularités qui rendent une solution toujours aléatoire. Celle commencée en 2007 a ainsi des traits spécifiques.

Elle se situe au cœur d'une crise économique caractérisée par une concurrence de pays émergents à bas salaires, qui ont peu de sécurité sociale et qui arrivent à pratiquer une politique « beggar the neighbour policy » beaucoup plus efficace que celles qu'on a connues au cours de la crise de 1930.

Le secteur financier américain s'est déstructuré. En concurrence avec les banques traditionnelles hyper-contrôlées par toute une série d'organismes qui ne sont pas toujours d'accord entre eux, se sont créées des sociétés totalement opaques et non contrôlées comme les Hedge Funds et surtout les entreprises de crédit immobilier. Bien plus les banques ont trouvé une solution originale pour tourner les règlements qui limitaient leur capacité à prêter en titrisant leurs « risques » et en les revendant aux institutionnels avides d'avoir des revenus plus élevés que ceux qu'ils pouvaient obtenir sur les marchés. Enfin, il faut noter que le secteur financier pose un problème très grave : la rentabilité des opérations sur produits dérivés est beaucoup plus forte et « moins risquée » que celle obtenue sur les placements industriels et commerciaux, car lorsqu'il y a des pertes les opérateurs peuvent les masquer de longues années en « les reportant ». Cela explique que les tables de marché font « toujours » des bénéfices sauf quand le système craque au moment où les pertes accumulées ne peuvent plus être dissimulées.

Le marché boursier lui-même s'est « déstructuré ». L'invention aux U.S.A « d'Electronic Communication Networks ECNs », au nom de la libre concurrence, a multiplié les opérations sans que l'on puisse dire que les investisseurs en aient le moins du monde profité. On essaye de protéger ces derniers, en obligeant les intermédiaires à rechercher la « Best Execution », mais les possibilités de « tourner » la réglementation sont si importantes qu'il ne semble pas que cette règle soit suffisamment efficace.



Enfin et surtout l'existence de taux d'intérêt très bas pour favoriser, avec succès, le développement économique a mis les opérateurs qui rémunèrent leurs dépôts à taux fixe dans une situation très difficile les obligeant à prendre des risques « anormaux » comme les emplois en « Collateralized Debt Obligations CDOs » bourrés d'Obligations « Subprime ».

Dans ce contexte les autorités financières nationales (Loi Dobb-Franck ou décisions d'autorités financières comme la Commodity Future Trading Commission CFTC ou la Federal Deposit Insurance Corporation FDIC) et internationales (Bâle III et Solvency II) ont cherché à recomposer le paysage financier. Ces mesures ont pour but d'améliorer la confiance du public en augmentant les montants des réserves des intermédiaires, de les responsabiliser plus et d'éviter les anomalies de marché. Mais il faut tenir compte également des nouvelles pratiques qui tentent de remettre en cause les efforts de normalisation du secteur financier. Tels sont les problèmes qui vont influencer l'avenir des marchés. En analysant ces mesures nous essayerons d'en déduire les conséquences pour l'évolution future des marchés financiers.

### **1) La tentative pour ramener la confiance dans le secteur bancaire**

La crise financière américaine n'est pas terminée. Sur les 7 800 banques qui existaient au 1<sup>er</sup> Janvier 2010, 118 ont fait faillite au cours du 1<sup>er</sup> semestre (après 140 en 2009) et 829 sont en difficulté, et le FDIC ajoute que ce nombre est en forte augmentation si on le compare à celui des enquêtes réalisées en début d'année.

La solution semble consister à diviser le secteur bancaire en banques systémiques (c'est à dire suffisamment importantes pour entraîner des faillites généralisées, si l'une d'entre elle fait défaut) et les autres banques dont la disparition n'a pas de conséquences économiques, le thème général étant dans tous les cas une augmentation des coefficients de solvabilité mais avec des taux plus importants pour le premier groupe que pour le second. A cela s'ajoutent des « stress tests » à l'imitation de ceux réalisés en 2009 aux Etats Unis, mais surtout la création à l'instigation de Bâle d'un « Coefficient de liquidité » garantissant :

- le risque sur un mois d'une banque lors d'une faillite d'un organisme « systémique »
- le même risque pour une durée d'un an.

Aux Etats-Unis, ces dernières mesures qui inquiètent les Européens, ont peu d'effet, étant donné qu'ils n'ont toujours pas accepté l'accord de Bâle II qui avait été pourtant rédigé sous le contrôle de Mc Donough alors Président de la FED de New York.

Ceci dit, ces mesures réalisées ou simplement envisagées pour « renforcer » la confiance dans le système financier sont parfaitement inefficaces le jour d'une panique. On serait alors obligé de revenir à la notion de « prêteur en dernier ressort » c'est à dire la Federal Reserve ou la Banque Centrale Européenne.

### **2) La responsabilisation des Intermédiaires**

En matière de produits complexes, il est toujours possible de reporter des pertes à des dates ultérieures et l'on ne s'en aperçoit que lorsqu'il y a dans une entreprise un « manque » de liquidité. Entre temps les opérateurs ont l'espoir, quand ils voient grandir leurs « risques »...d'avoir changé de banque avant « l'éclosion » de difficultés. Les mesures actuelles ont pour but de responsabiliser les opérateurs pour que ceux-ci cherchent à éviter l'excès de risques.

Trois mesures ont été décidées :

1- les entreprises émettrices de produits titrisés doivent conserver par devers elles au moins 5% des émissions.

2- les traders ne peuvent toucher en fin d'année en espèce qu'une part de leurs gratifications le reste étant bloqué quelques années, pour vérifier que leurs opérations se terminent bien.

3- les fonds collectés de façon spécifiques auprès des entreprises « systémiques » devront servir à pallier les difficultés que peuvent rencontrer d'autres établissements systémiques. Cela a pour but d'obliger les organismes financiers à se contrôler les uns les autres et à créer entre eux une certaine solidarité. Mais certains pays ,comme la France préféreraient que les sommes ainsi récoltées servent...au comblement du déficit budgétaire.

Ces mesures sont excellentes car elles devraient permettre d'agir « ex ante » pour faciliter le développement des opérations financières .Un seul problème reste posé : sont-elles suffisantes pour empêcher des excès ? En tout cas elles répondent au problème de base : essayer de modifier les comportements des opérateurs ce qui est plus important que d'avoir à les sauver « ex post ».

### **3) Le développement et le contrôle du « Marché Financier »**

Sur les deux premiers points on peut écrire qu'il y a un progrès, par contre la situation des marchés financiers est très contrastée.

Au plan positif on voit la tentative de Gary Gensler, Président de la CFTC de limiter le nombre de contrats qu'un opérateur a le droit de détenir sur des produits énergétiques (10 000 ce qui est déjà considérable.) Il a rencontré une forte opposition des grands industriels qui ont obtenu d'être hors de la limitation. De même il a été décidé, en particulier lors des G20 que les contrats de produits dérivés actuellement cotés « Over the Counter-O.T.C. » seraient, dans la mesure du possible, exécutés sur des marchés organisés. Mais cela élève le coût des transactions, car les appels de marge immobilisent des fonds et les marchés prélèvent des commissions. Aussi, cette mesure se heurte à une double opposition, celle des traders que gêne la transparence et à nouveau les grands opérateurs industriels pour qui l'augmentation de coût est gênante. Ces derniers ont eu gain de cause et restent en dehors de nouvelles règles.

Par contre la déstructuration du marché boursier s'est aggravée. La Directive MIF a incité à créer des MTFs en concurrence avec les marchés « organisés » au nom de la sacro-sainte concurrence, en fait pour reproduire les ECNs américains et surtout pour plaire aux grandes banques principaux actionnaires de ces marchés. Bien plus, l'existence récente des « Black Boxes » montre que l'idéal de la transparence est loin d'être atteint.

Mais il y a pire. La Directive encourage « l'internalisation des ordres ». Celle-ci se combine avec le droit à faire la contre partie des ordres reçus et permet à des Banques de retirer du marché les ordres « intéressants » ce qui dévitalise sensiblement les marchés.

Dans le même ordre d'idées de nouveaux produits spéculatifs sont offerts au grand public comme les « Contracts for Difference CDFs » ou la création de « Trackers à effet de Levier » ce qui pousse les investisseurs privés à considérer la Bourse comme un Casino.

L'imagination des opérateurs paraît illimitée. Dernière innovation, réalisée depuis le début de la crise, les « Flash Orders ou High Frequency Tradings - HFTs » se sont développés (ordres traités en 0,02 secondes ou même moins) et qui entraînent plusieurs séries de scandales :

1- le « market stuffing » consiste à multiplier les « HFTs » pour gêner les autres opérateurs (une société d'analyse de marché Nanex LLC a noté que le 17 août 2010 en une seconde avait été émis sur la marche d'Abbot Laboratories 10 704 ordres et dans la seconde suivante 5 483 ordres immédiatement annulés puisqu'il n'en est resté que 14 sur le marché).

2- le « sub-penny pricing », technique qui permet à des traders de passer un ordre à un prix à peine plus élevé que celui d'un opérateur sérieux pour l'empêcher d'effectuer normalement son opération.

Il est certain que si l'on imposait une commission minimum pour tout ordre soumis au marché cela pourrait calmer ces types d'opérations.

### **Conclusion**

Cette analyse nous oblige à poser plusieurs problèmes :

- 1) La bourse est-elle vraiment utile ? Le développement des opérations de « Private equity » montre que les organismes financiers peuvent souvent s'en passer. En particulier les Bourses sont incapables d'assurer des marchés pour des entreprises naissantes. Mais certes les « Introductions » devraient continuer apportant un peu de fonds propres aux sociétés. On peut penser que malgré le discrédit qui s'attache aux manipulations les Bourses devraient à peu près continuer avec des chiffres d'affaires de plus en plus grands mais où règnent de plus en plus d'organismes de spéculation. A l'heure actuelle, les opérations de HFTs représentent entre 50 et 70 % des transactions effectuées à New York.
- 2) Les Bourses actions devraient continuer à monter puisqu'elles reflètent à la fois la croissance économique des pays, le taux de l'inflation et le fait que les sociétés acceptées sur les Bourses devraient avoir un taux de croissance un peu plus fort que le P.N.B. Toute crise ou même période de forte inflation, ayant sur le comportement des épargnants un effet de recherche de protection (Or ou Immobilier) ce qui provoque habituellement des baisses dans les deux cas, baisses qui sont brutalement corrigées quand le public s'aperçoit de l'amélioration des résultats des entreprises.
- 3) Si les contrôles sont bien faits et si les mesures envisagées ou déjà réalisées entraînent une véritable responsabilisation des opérateurs on peut espérer une vraie reprise économique. Mais cela suppose aussi une amélioration des balances commerciales occidentales c'est à dire une forte hausse des revenus des pays émergents ou de leurs parités avec le Dollar.

\* \* \*

## *Gérants et institutionnels attendent avec impatience la création d'une plateforme obligataire*

### Biographie :



**Philippe MUsETTE-SYKES;** He started his career in 1972 as an Equity arbitrager with James Capel , London. He then became a Registered Stockbroker with Prudential Bache Paris in 1974, where he took responsibility and creation of Eurobond Trading in 1977. In 1981, he moved to Banque Arabe Internationale d'Investissement, Paris as International Bond Fund Manager. From 1984 onwards he assumed several Fixed Income Trading and Sales responsibilities, both in London and Paris, for companies such as Chemical Bank London, Kleinwort Benson London, until 1989 where he returned to Paris to join the Crédit Agricole group for an identical position. In 2003, he also took responsibility of the IRD e-Business within the same group. Ph.Musette-Sykes has left Calyon CIB (Crédit Agricole) in May 2008 to join NYSE Euronext where he is currently Director of European Debt Markets. Ph.Musette-Sykes has been a Board Member of ISMA (International Securities Market Association, a capital market self regulatory organization) from 1996 to 2002. He is currently a Member of the French CNO (Comité de Normalisation Obligataire), a member of the ICMA French & Monaco Committee and the Chairman of the FESE Fixed Income Committee.

**Valorisation hétérogène des fonds, imprécisions dans le calcul des performances, manque de transparence...le fonctionnement du marché secondaire obligataire est loin de satisfaire les gérants et les investisseurs, qui ont hâte de voir se créer une plateforme spécialisée.**

Malgré le tassement de la crise financière, le fonctionnement des marchés obligataires et plus particulièrement les échanges secondaires ne sont pas encore revenus à la normale. Le manque de transparence est en effet toujours criant en ce qui concerne le prix de transactions sur les titres obligataires. Les fournisseurs de données ne publient pas les prix associés aux transactions effectuées faute de tous les avoir car elles sont réalisées de gré à gré. Une situation qui crée de graves difficultés pour les gérants obligataires. « L'absence de prix pour un gérant est problématique dans la mesure où il doit évaluer au quotidien son portefeuille », explique Eric PAGNIEZ, délégué général adjoint de l'AFG. Ce manque d'informations alarme encore plus les investisseurs institutionnels qui les mandatent. « Nous encore récemment effectué un sondage sur les lignes d'obligations identiques de grands émetteurs investment grade à 3-5 ans dans des fonds gérés par deux sociétés de gestion et nous avons pu constater des écarts de valorisation des titres allant jusqu'à 50 centimes, explique Etienne STOFER, administrateur de l'Af2i, pilote du groupe de travail « Transparence obligataire » et directeur de la Caisse de retraite du personnel navigant (CRPN). Ces écarts peuvent être encore plus élevés pour des titres moins liquides et à maturités plus élevées. Les institutionnels ne sont évidemment pas du tout satisfaits de tels écarts et des approximations qui en résultent dans l'appréciation des performances. Pour justifier leurs choix en matière de sélection des gérants, ils ont besoin que l'évaluation des prix et donc de la performance soit irréprochable. » En l'absence de prix de marché, les sociétés de gestion doivent en effet reconstituer les prix à l'aide de modèles. Elles agrègent les informations qui leur proviennent des fournisseurs de données et des banques d'investissement et utilisent les modèles de valorisation qui intègrent notamment les prix CDS (dérivés de crédit qui peuvent constituer des indicateurs de prix), la qualité de la signature ou encore les taux d'intérêt. « Le prix des obligations françaises est calculé sur la base des cours futures sur obligations européennes avec un spread par rapport à l'Allemagne et à ma courbe des taux swap », explique par

exemple Jon THORESEN, responsable Europe des activités fixed income chez State Street Global Markets à Londres. Par ailleurs, les sociétés de gestions peuvent également s'appuyer sur des prestataires de service spécialisés dans la valorisation pour affiner leurs prix. Enfin, leurs évaluations sont vérifiées par un commissaire aux comptes.

### **Un désengagement des banques d'investissement**

Malgré toutes ces précautions, il n'en demeure pas moins que dans la mesure où il ne s'agit pas de prix de marché mais de prix reconstitués, il peut exister des écarts de valorisation d'une société de gestion à l'autre et/ou d'un portefeuille à l'autre qui peuvent avoir un impact de performance.

Pour rappel, avant la crise financière, les banques et plus particulièrement les banques d'investissement jouaient le rôle de « market makers » et assuraient à ce titre l'essentiel des transactions en ce qui concerne les obligations émises par les entreprises et les banques. Dès le début de la crise, les transactions ont été stoppées et la liquidité sur les titres obligataires asséchée. « Les banques ont réalloué leurs fonds propres pendant et depuis la crise à d'autres fins que le trading d'obligations crédit, rappelle Etienne STOFER. Le retrait des banques en l'absence d'un marché organisé a créé une situation très problématique (absence de transparence, valorisation). Celle-ci n'a pas pris fin car, si les banques sont redevenues actives sur les émissions primaires et si les brokers ont pris une plus grande part de marché sur le secondaire, la transparence n'existe toujours pas et la liquidité n'est pas revenue au niveau antérieur de la crise. » Le renforcement des exigences réglementaires en matière de fonds propres issues de Bâle III dont on attend à l'automne la publication définitive ne devrait d'ailleurs pas améliorer cette situation. Qui plus est, nombreux sont les acteurs impliqués dans les métiers de trading qui ont disparu. « Le rapprochement de certains intervenants de marché a conduit à une concentration des banques impliquées dans les métiers de l'intermédiation, rappelle Philippe MUNETTE, directeur des marchés de taux pour l'Europe chez NYSE Euronext. Les conditions de marchés ont quant à elles provoqué une aversion au risque ».

### **Une mobilisation des institutionnels et des gérants**

Pour y faire face, les associations professionnelles se sont donc rapidement mobilisées et ont souhaité mettre en place un véritable marché obligataire. L'Association française de la gestion financière (AFG) et l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) ont très vite pris la mesure du problème. « Nous nous sommes réunis avec l'AFG début 2009 et avons rédigé une note sur le sujet, relate Etienne STOFER, puis la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) et l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE) se sont inscrites dans notre démarche. Nous avons transmis à Paris Europlace nos travaux au mois de juin 2009 dans le but d'attirer l'attention des pouvoirs publics sur les dysfonctionnements des marchés obligataires et les problèmes que cela pose. Le groupe « Emetteurs » de Paris Europlace a été saisi de la question et s'est mobilisé afin de promouvoir la place de Paris sur le marché obligataire et la création d'un véritable marché secondaire obligataire à vocation européenne sur les obligations en euros, hors émetteurs souverains. Le groupe de travail constitué, nommé Cassiopée, a réuni un éventail large d'intervenants de marché, français et étrangers au long de travaux menés entre novembre et mars dernier. »

Au printemps dernier, Cassiopée a publié un recueil d'expressions des besoins de la place détaillant le projet de création d'un marché obligataire. La plateforme obligataire devra recueillir les ordres fermes uniquement, être ouverte à tous les professionnels régulés, inclure une chambre de compensation qui joue le rôle de contrepartie systématique et à laquelle est adjoint un système de règlement/livraison. Les transactions devront être accessibles à tous les participants via des fournisseurs de données afin de garantir une transparence avant l'échange (pre-trade) et après l'échange (post-trade). Enfin, des conditions ont été posées en matière de

gouvernance. Celles-ci prévoient une association des parties prenantes (stakeholders) à l'évolution de la plateforme. Ils pourront à ce titre guider les choix techniques.

Pour l'instant, deux projets ont été dévoilés répondant aux demandes de Cassiopée, l'un par NYSE Euronext et l'autre par TradingScreen's. D'autres pourraient suivre. « NYSE Euronext se félicite d'être le premier opérateur de marché à avoir annoncé la création d'une plateforme de négociation d'obligations corporate en Europe, correspondant aux besoins exprimés par le Comité Cassiopée, et opérationnelle dès le premier trimestre 2011, indique Philippe MUsETTE. Il s'agira d'un système multilatéral de négociation qui acceptera uniquement les ordres fermes et intégrera la compensation des instruments financiers, annihilant ainsi le risque de contrepartie. Elle permettra une transparence totale « pre-trade » et « post-trade » et affichera les prix traités ainsi que les spreads et les volumes de transactions. » De quoi rassurer gérants et institutionnels qui attendent avec impatience la mise en œuvre opérationnelle de cette plateforme.

\* \* \*