

La finance mondiale : après les antipyrétiques et les antidépresseurs, les régulateurs progressent vers des anti-arythmiques

Catherine LUBOCHINSKY
Le Cercle des Économistes

Comme après chaque crise financière, les autorités repèrent les failles de la régulation financière et engagent des réformes plus ou moins fondamentales selon l'ampleur de la crise et de ses conséquences. La crise actuelle, déclenchée en 2007, s'inscrit dans l'histoire, les économies occidentales ayant frôlé la crise systémique. Des politiques monétaires non conventionnelles (antipyrétiques) et des politiques budgétaires offensives (antidépresseurs) ont été mises en œuvre afin que cette crise ne dégénère pas en dépression ni en déflation. De G8 en G20, les gouvernements cherchent à remodeler la finance, tout du moins à en atténuer ses excès en renforçant la transparence et les normes prudentielles.

Selon le *Global Financial Stability Report* du Fonds Monétaire International, fin 2008, les actifs financiers (actions, dettes et actifs des banques commerciales) représentent 510% du PIB de l'Union Européenne (478% pour la zone euro mais 692 % pour le Royaume Uni), 390% du PIB aux États-Unis et 513% au Japon. La palme revient au Luxembourg où ce ratio atteint 1984% ! Il est non seulement temps de réduire le poids de la finance et donc le levier de l'ensemble des acteurs financiers mais également nécessaire de revoir l'ensemble de la régulation financière. L'année 2010 – avec ce qu'il est convenu d'appeler la crise grecque – illustre que la protection de l'économie réelle contre les interférences déstabilisatrices générées dans la sphère financière est loin d'être un résultat acquis. Des avancées certaines ont été réalisées mais le plus grand défi des autorités demeure de modifier un biais comportemental qui affecte non seulement les opérateurs de marchés mais aussi l'économie réelle : le court-termisme.

Le type de dysfonctionnements à l'origine de la crise est largement étranger au mode de fonctionnement et à la philosophie sociale et économique de l'Europe continentale, particulièrement dans la zone euro. Il n'est dès lors pas surprenant que ce soit l'Union Européenne qui soit en avance dans la dynamique des réformes de la sphère bancaire et financière.

Trois avancées principales à mettre à l'actif de la Commission Européenne

1. L'encadrement des agences de notation

En Europe, un nouveau règlement sera mis en place à la fin de 2010 : les agences de notation devront être enregistrées dans les pays européens où elles interviennent. Elles devront rendre publics leurs modèles, leurs méthodes et les principales hypothèses utilisées dans l'élaboration de leurs notations.

Enfin, l'activité de conseil devrait être interdite, diminuant de facto les conflits d'intérêt, sauf celui lié au mode de rémunération des agences. Elles pourront cependant continuer à offrir

des services « auxiliaires » ne comportant pas de tels conflits avec l'activité de notation. L'Organisation internationale des autorités de régulation des marchés financiers (OICV) avait rédigé un code de bonne conduite en 2003 mais la crise a confirmé que la discipline de marché ou l'autorégulation sont des principes qui ne fonctionnent pas.

Les européens réfléchissent aussi à la création d'une agence de notation européenne. Hélas, ici encore, les limites de la coopération internationale, dans un contexte de concurrence entre places financières, sont mises en exergue. Il serait en effet plus judicieux, notamment pour évaluer les risques souverains, d'avoir une agence de notation, non pas européenne mais internationale, composée de représentants du FMI et des banques centrales régionales et nationales qui disposent de plus d'informations et de plus d'économistes, connaissant mieux les stratégies de politique économique.

2. La directive Alternative Investment Fund Managers

La deuxième avancée importante concerne les *hedge funds*. La directive *Alternative Investment Fund Managers* devrait être adoptée par le parlement européen en juillet 2010 et entrer en vigueur en 2012. Ainsi, les gérants devront s'enregistrer en Europe pour pouvoir y commercialiser leurs fonds et auront une obligation de transparence vis-à-vis des superviseurs. Ils pourront alors obtenir un « passeport » européen, à condition que les pays tiers dans lesquels ils sont basés aient signé avec chaque pays de l'Union des accords de coopération et d'échange d'informations, des accords fiscaux et de lutte contre le blanchiment d'argent. Cet aspect de la réglementation devrait permettre de réduire l'opacité liée à leur domiciliation dans des territoires non coopératifs et rendre ces fonds moins difficiles à surveiller, contrôler voire sanctionner. En termes de stabilité financière, le nouveau superviseur européen des marchés pourra limiter le recours à l'effet de levier et les ventes à découvert à nu (i.e. sans emprunt de titre) seront interdites. Ceci ne permettra pas de résoudre tous les problèmes posés par les *hedge funds*, en particulier celui lié à la taille relative de certains de ces fonds comparée à la taille de certains marchés, comme par exemple la taille de la dette publique grecque.

3. La création d'un fonds de « réassurance » pour les banques

La troisième avancée est plus novatrice et plus récente. Sous l'impulsion du Commissaire Michel Barnier, la Commission européenne propose la création dans chacun des 27 pays de l'Union Européenne d'un **fonds de « réassurance » des banques** financé par une cotisation des banques. Ces fonds tampons répondent à la critique suivant laquelle les actionnaires se partagent les profits en période faste mais font appel à l'État en cas de crise bancaire. Il est donc logique qu'il existe un système de réassurance, comme pour les sociétés d'assurances : ces fonds « de résolution » éviteraient le recours immédiat aux contribuables en cas de problème. L'idéal serait que les banques posant un risque systémique cotisent plus que les autres : à risque plus élevé, prime d'assurance plus élevée.

Les défis restants

1. Les « Monsters »

Toutes ces avancées devraient renforcer la solidité du système bancaire et financier. Cependant, alors que la directive **MIF** (*Markets in Financial Instruments*) est en révision, il est indispensable que la Commission européenne supprime les plateformes électroniques de transactions d'une totale opacité quant aux transactions qui y sont réalisées et qui facilitent le *trading* algorithmique résultant à des cotations d'une durée de quelques millièmes de

secondes. Aux États-Unis, on estime que ce type de *trading* engendre 70% de toutes les transactions en actions américaines. Certains opérateurs ont développé des stratégies haute fréquence leur permettant de détecter les stratégies plus simples des fonds de pension et des OPCVM; ils achètent donc les titres que ces fonds prévoient d'acheter et leur revendent à un prix plus élevé ! Ceci n'est peut-être pas illégal mais comporte des caractéristiques semblables aux délits d'initiés. Sous prétexte de mettre en concurrence les entreprises de marchés, ces plateformes capturent les titres les plus liquides, laissant aux entreprises de marchés les titres les moins liquides. D'où leur dénomination de "*Monsters*" : *Market Oriented New System for Terrifying Exchange Regulators*.

2. Les marchés de gré à gré

Outre les progrès technologiques, informatiques et de communication, la finance est caractérisée par des progrès impressionnants en termes de modélisation, de statistiques et d'économétrie. Tous ces progrès combinés ont véritablement concouru à une efficacité accrue des marchés mais ont également conduit les acteurs de la sphère financière à se fier excessivement à ce qui n'est qu'une merveilleuse boîte à outils, en oubliant que certains ne sont efficaces qu'en certaines circonstances, que leur validité repose sur des hypothèses parfois trop simplificatrices et que les scénarii à faible probabilité d'occurrence mais aux conséquences dramatiques ne doivent pas être négligés.

C'est ainsi qu'à partir de l'essor des marchés dérivés organisés, remplissant la fonction essentielle d'allocation des risques, donc de couverture des risques dans un monde de variabilité accrue des prix des actifs, les marchés **dérivés de gré à gré** se sont développés et leur encours a largement dépassé celui des produits traités sur marchés organisés et donc règlementés et transparents. Les superviseurs ont pris conscience qu'il était indispensable que les dérivés de gré à gré donnent lieu à un enregistrement auprès d'un dépositaire central, avec appels de marge, quand ils sont standardisés. Il reste tout simplement à définir la standardisation...

3. Protéger les investisseurs et limiter la spéculation

Avec la modélisation du prix des actifs contingents (Black, Scholes Merton etc.), les intermédiaires financiers, en particulier les banques d'investissement, ont structuré des produits de plus en plus complexes. Les « *quants* » ont donné libre cours à leur imagination : plus le produit est complexe et opaque, plus la marge est élevée, plus l'institution financière améliore son rendement sur fonds propres (assimilé à une bonne gestion pour l'actionnaire). Dans un marché « haussier » dans un environnement économique en croissance, les performances des actifs structurés et immobiliers ont été telles que progressivement les investisseurs et intermédiaires ont pris de plus en plus confiance dans leurs « capacités » prédictives et leurs modèles. Par contre, la rationalité des agents, hypothèse de base sous-jacente, est devenue de moins en moins représentative des comportements. Cet excès de confiance est pourtant un biais de comportement connu et analysé depuis de nombreuses années en finance comportementale. L'exemple le plus emblématique étant d'interroger une audience composée d'hommes à qui l'on demande de lever la main s'ils pensent conduire mieux que la moyenne... le résultat est saisissant : entre 70 et 90% des hommes lèvent la main (Svenson 1981). Ainsi, l'une des explications des volumes de transactions excessifs est que chaque investisseur se croit meilleur que la moyenne pour faire ses prévisions.

Afin de contribuer à limiter ces excès de confiance, mais surtout de défiance, deux objectifs essentiels doivent être poursuivis : la protection des investisseurs individuels et la limitation des opérations de spéculation.

La protection des investisseurs passe certes par une meilleure information des produits qui leur sont vendus (sans avoir besoin de lire quelques centaines de pages) mais aussi par un pouvoir accru de ces investisseurs en cas de réclamation pour non respect des contrats signés avec les gestionnaires. De même, ces contrats ne devraient pas comporter de clause autorisant la gestion alternative alors qu'une gestion prudente est demandée par le client, ce qui est encore le cas de nos jours. On comprend la défiance des ménages envers les banques qui leur ont recommandé les « SIVAV monétaires dynamiques ».

Les régulateurs ne parviendront pas à empêcher totalement la formation de bulles et les phénomènes de panique sur les marchés financiers. Il y aura toujours des sur-réactions à des chocs exogènes. Compte tenu de l'inefficacité d'une régulation produit par produit, seule la réduction des activités de spéculation qui cristallisent les excès de confiance et de défiance permettra de réduire l'ampleur des fluctuations. Et pour y parvenir seule une réduction de l'effet de levier sera efficace. Pour les banques cela implique une augmentation des fonds propres. Non, cela ne réduira pas l'offre de crédit mais certainement le ratio « rendement sur fonds propres », qui n'a par ailleurs pas besoin d'atteindre des 15-20% quand le taux de croissance de l'économie réelle est de l'ordre de 3% ! Certes, les dividendes distribués seront moins élevés mais cela n'est gênant que pour les actionnaires de court terme puisque ceux qui investissent à long terme espèrent une augmentation de la valeur fondamentale de l'entreprise. Cette augmentation des fonds propres doit sans doute être différenciée selon qu'il s'agit d'activités de banque de détail ou banque d'investissement mais elle est incontournable. C'est le seul anti-arythmique dont disposent les autorités pour renforcer la stabilité financière.