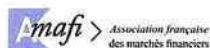


RISQUES & RÉGLEMENTATION



Partenaires officiels



Le 7 juin dernier, Revue Banque organisait la 5^e édition du Forum des auteurs sur le thème « À quoi servent les marchés financiers? », à l'occasion de la parution d'un hors-série sur le même sujet, élaboré en partenariat avec l'AMAFI et réunissant 14 contributions d'experts.

Depuis la crise, les marchés sont vus différemment. Non seulement ils ont été au cœur de la crise, mais surtout, leur rôle est devenu éminemment politique. « C'est bien pour cette raison, qu'il semble important de débattre : pour com-

À QUOI SERVENT LES MARCHÉS FINANCIERS?

prendre ce qu'ils font », précise Philippe Tibi, président de l'Amafief d'UBS en France.

LA FRANCE, UN ADN ANTI-MARCHÉ?

En France, les marchés n'ont pas bonne presse au sein de l'opinion publique. Cette détestation du marché, précise Augustin Landier, professeur d'économie à la Toulouse School of Economics, « est une vieille histoire. Bien avant la crise, la relation des Français avec le marché était déjà névrotique ». Cette pathologie remonte à la nostalgie amère des trente glorieuses, marquée par une intervention soutenue de l'État bienveillant. Mais ce schéma ne peut plus fonctionner aujourd'hui et le marché reprend toute sa place.

Michel Henoschberg, professeur à l'Université Paris X, décèle de son côté en France une confusion sémantique dans l'utilisation du terme marché, souvent employé à mauvais escient à la place du terme économie. Or, la France a des rapports difficiles avec l'économie et le commerce : celui-ci « est vu d'un mauvais œil et les spéculateurs, ceux qui jouent sur les marchés, sont automatiquement suspects », affirme-t-il.

LE RÔLE DES MARCHÉS

Si l'opinion publique reste méfiante vis-à-vis des marchés, rares sont ceux qui contestent leur utilité : les marchés ont pour office de financer l'économie et l'épargne des individus. Même pour les plus réticents, ils seraient un mal nécessaire : « l'aversion des Français pour les marchés financiers est directement

De gauche à droite :
Valérie Ohannessian,
Directeur de publication
de Revue Banque,
Philippe Aurain,
Philippe Herlin,
Philippe Tibi,
Thierry Francq,
Augustin Landier,
Michel Henoschberg
et Christophe Lemarié



ILS ONT DIT...

La courbe de Gauss et la technologie sur le banc des accusés

■ « Nous sommes dans une crise du langage de la finance, le système ne permet plus de comprendre comment fonctionnent les marchés financiers. Tous les marchés financiers fonctionnent avec des lois de puissance, mais il n'est plus possible de les mesurer avec la courbe de Gauss¹. Le premier à avoir compris ce risque, dès les années 1960, n'est autre que le mathématicien français Benoît Mandelbrot. Pour lui, l'outil statistique utilisé n'est pas optimal car il minore les risques. Nous devons revoir nos habitudes et nos modèles. Concernant les indices, la technologie a aussi transformé le fonctionnement des marchés. Si les marchés de gré à gré existent depuis longtemps, la création des dark pools – marchés électroniques réservés à quelques opérateurs mondiaux importants et qui ne communiquent pas d'information sur les volumes échangés – dès le 22 septembre 2008, a engendré un nouveau marché parallèle et une grande partie des actifs sont négociés en dehors des marchés organisés. Le principal problème lié aux dark pools est certainement le manque d'information ».

Philippe Herlin est chercheur en finance et chargé de cours au CNAM, auteur de « Finance : le nouveau paradigme », paru aux Éditions Eyrolles, lauréat prix spécial du prix Turgot.

Les agences de notation en question

■ « Il n'est pas bon pour les États qu'ils soient passés dans le périmètre des agences de notation. Ces dernières se sont substituées au rôle du marché. Les États sont entrés par extension dans le cadre du marché, sauf qu'en principe, ils n'ont pas à être financés par le marché », souligne **Michel Henoschberg**.

Pour **Philippe Herlin**, la problématique est différente. « Le marché de la dette des États est très particulier : les devises créent une sorte de cloison. Sauf que la dette des États a servi de référence pour le marché. Aujourd'hui, on doit demander aux agences de notation de donner des informations claires, en démontrant par exemple la part des fondamentaux économiques, et de ne pas changer quasi confidentiellement de méthodes, comme elles l'ont fait pendant la crise. »

liée à leur préoccupation concernant les retraites » (voir Encadré 3), souligne **Christophe Lemarié**, directeur général délégué de Société Générale Gestion. Les marchés financiers servent avant tout à créer un petit complément de retraite, pour lequel il existe un choix entre plusieurs produits, mais les premières interrogations se posent quant à savoir comment synthétiser la complexité du marché.

Une question complexe car comment valoriser les marchés auprès du grand public sans verser dans une simplification réductrice ? « Nous avons trop tendance à croire que le CAC 40 représente toute la valeur des marchés financiers. Or, il ne faut pas oublier que les indices choisis sont ceux qui sont les plus simples à calculer. Mais ils ont des défauts... » résume

Thierry Francq, secrétaire général de l'AMF. « Pour donner confiance à nos concitoyens dans les marchés, nous devons faire un réel travail de pédagogie : partir de produit simple. J'ai toujours été frappé de la mauvaise publicité que donne aux marchés le CAC 40. Il ne représente qu'une partie de la réalité des marchés et il n'intègre pas les dividendes ».

VERS UNE DÉFINITION DES MARCHÉS

La première étape, dans ce chemin pédagogique, est de définir clairement ce qu'est un marché. « Le marché », explique **Michel Henoschberg**, n'est autre que le lieu des transactions. Il est directement défini par le pouvoir politique, quel qu'il soit : l'empereur, le prince, la Cité ou la République. Le pouvoir dit

Les trois bugs de la finance

« Avec la crise, les marchés ont montré leurs trois principales faiblesses :

■ **Premièrement, les marchés financiers sont opaques.** Un tel manque de transparence n'existe que sur ce type de marché, ce n'est pas du tout le cas par exemple pour l'agroalimentaire. Il est par exemple impossible aujourd'hui de connaître précisément l'exposition des grandes banques françaises à un défaut grec. Autre exemple, en ce qui concerne le CAC 40, il ne reflète qu'une partie des entreprises qui sont incluses dans ce regroupement. Conséquences : battre le CAC 40 n'est pas si difficile ! En réalité, beaucoup de produits structurés ont des honoraires cachés, notamment dans les frais de transactions. Dans les dix ans qui viennent, nous allons passer dans une période de contestation. Les citoyens vont s'interroger sur la source de ces "rentes de situation" de certaines institutions. Et exiger plus de transparence !

■ **Autre problème : la concurrence.**

Comment se fait-il qu'aucune banque n'ait été créée pendant la crise, alors que les taux étaient très bas ? Cette question mérite d'être posée et démontre l'existence d'un oligopole.

■ **Enfin, le dernier bug des marchés réside dans l'arbitrage de régulation.**

L'État ne joue pas son rôle d'arbitre à cent pour cent car il protège la finance et les banques en particulier. Pour optimiser leur profit, les banques ont tiré partie de cette protection de l'État : elles savaient de toute manière que la Banque Centrale baisserait les taux et injecterait de la liquidité. Il faut mettre en place de nouvelles façons d'appréhender la régulation ».

Augustin Landier est coauteur avec **David Thesmar**, en 2010, de *La Société translucide* – Pour en finir avec le mythe de l'État bienveillant (Fayard, Prix Turgot 2011) et, en 2008, de l'ouvrage *Le Grand Méchant Marché* – Décryptage d'un fantasme français, Flammarion.

Les marchés financiers et le financement des retraites

■ « Le FRR avait pour but initial de constituer une réserve pour financer les retraites futures, en investissant sur les marchés financiers, ce qui constituait une manœuvre novatrice par rapport à la méfiance originelle des Français. Le FRR n'a pas été conçu comme un remplaçant de la retraite par répartition, mais comme un outil de lissage. Mais la crise est arrivée. 60 % de nos placements étaient en actions, ce qui a engendré des pertes de 25 %. Notre méthode de gestion est passée d'un horizon de 30-40 ans à

14 ans. Ceci a eu des conséquences très importantes sur les modalités de financement. Néanmoins, en tant qu'investisseur à long terme, nous sommes restés sur nos positions et les marchés ont rebondi. Avec un horizon de 14 ans, pour jouer sur des retours à la moyenne, la gestion est plus compliquée ! Notre modèle vise désormais à sécuriser nos engagements en passif, au travers des systèmes de "liability driven investment" ».

Philippe Aurain est directeur du Fonds de réserve des retraites (FRR).

où se trouve le marché, à quelle heure il ouvre et à quelle heure il ferme. Quand on oublie cette définition essentielle, l'égarement commence. Si le périmètre n'était pas discernable, ceci équivaldrait à une absence de marché. »

Pour **Thierry Francq**, « c'est aussi un ensemble de règles à respecter, qui peuvent être résumées en deux mots : transparence et ouverture. Le marché des subprime, par exemple, n'était pas un marché, car des échanges existaient, mais sans règle. »

Enfin, a conclu **Philippe Tibi**, « il est indispensable que les marchés soient crédibles. Il faut sortir de la fausse idée que le marché guide le monde. Il est un mauvais maître et doit rester un serviteur ! » ■