

DE L'UFG | Septembre 2009



Délit d'opinion

De Xavier Lépine – Président de l'UFG

Les politiques, les banquiers, les intellectuels se sont beaucoup exprimés sur la crise, ses causes, ses remèdes. Je n'ai, par contre, pas beaucoup entendu les acteurs des marchés que sont les gestionnaires d'actifs... Pourtant, gérant l'essentiel de l'épargne mondiale, nous occupons une place privilégiée comme acteurs et observateurs de l'économie et de son mode de financement.

Sur l'origine de la crise, il me semble important de prendre du recul, la recherche d'un coupable relève davantage du domaine de la psychanalyse ou du paradigme judéo-chrétien que de la réalité économique. L'analyse du financement de l'économie sur les 30 ou 50 dernières années est très claire : le monde est passé successivement d'un financement par l'Etat à un financement par les banques pour, depuis 20 ans, donner une part de plus en plus importante aux financements par les marchés de capitaux (banques de financement, gestionnaires d'actifs). Cet état de fait a eu de nombreuses conséquences aussi bien bénéfiques que néfastes. La crise en est d'ailleurs une triste illustration. Face à celle-ci, la tentation de la "néguentropie" est forte. En d'autres mots, face au désordre engendré par le système, il est bien temps de remettre de l'ordre ! Les politiques sont de retour, comme au bon vieux temps de la prohibition aux Etats-Unis... "Un Etat n'est

plus à même de faire face à la crise qui serait issue des désordres engendrés par le libéralisme ? Eh bien, le G20 va s'unir pour lutter contre la crise !" Et les actions positives fusent :

- Interventions concertées et massives des Banques Centrales ; "on ne va pas recommencer les erreurs de 1929" ;
- Mesures non conventionnelles de refinancement des banques ;
- Nationalisation des banques ;
- Soutien massif à l'économie par le biais de déficits budgétaires records.

En parallèle de ces actions positives et bien concrètes, on ressent confusément le besoin d'un nouveau paradigme qui viendrait remplacer le système précédent, dans un esprit parfois à la limite du "revanchard". Le peuple a besoin de coupables et les vieux démons ressortent : les bonus des traders, les paradis fiscaux, les spéculateurs des hedge funds, etc. Couper des têtes pendant une révolution est une tradition historique qui n'a cependant jamais résolu un seul problème.

Et pourtant, de véritables approches pour éviter qu'une nouvelle crise financière mondiale ne se manifeste ultérieurement existent. Seulement, leur application suppose une temporalité qui n'est pas forcément celle des différents élus membres du G20. Les embrasser supposerait notamment de renoncer pour partie aux prérogatives nationales, à un moment où, justement, la crise leur redonnait une certaine supériorité. Je citerai quatre voies possibles, qui devraient être suivies toutes à la fois :

- **Restaurer au niveau mondial le principe du Glass-Steagall Act américain de 1933 (ou Banking Act).** Nos aînés outre-Atlantique avaient bien compris que l'argent n'était pas une matière première comme une autre et que son utilité sociale de financement de l'économie nécessitait de séparer les activités de banques commerciales (en charge de financer l'économie par le crédit) et de banques de marché

(dont la seule finalité était de faire un profit maximum). Ce principe a été peu à peu abandonné, notamment sous l'administration Clinton, au prétexte que les banques américaines ne pouvaient concurrencer les banques étrangères non soumises à cette réglementation. Revenir à ce principe nécessite un courage politique fort, une résistance au lobbying des banques qui expliqueront que le coût économique sera trop important, que les banques françaises ne seront plus parmi les premières banques du monde, etc. La réalité pourrait être bien différente : deux métiers non compatibles, deux actionnariats différents, des risques, des besoins de capitaux et des rendements différents ! Les banques de financement seraient alors certainement moins puissantes unitairement, mais elles ne pourraient plus mettre en péril la planète comme l'ont fait les faillites du hedge fund LTCM en 1998 et celle de Lehman Brothers en 2008. Et elles ne seraient pas nécessairement moins efficaces dans leur rôle de financement de l'économie.

➤ **Instaurer des chambres de compensation.** La perte de confiance induite par la faillite de Lehman à l'automne dernier a provoqué une remise en question de toutes les contreparties qui ne voulaient plus se prêter entre elles, craignant la contamination du virus "EbolaLehman". Les instruments financiers étant standardisés (conventions ISDA...), pourquoi les G20 n'impose-t-il pas qu'au-delà d'un certain volume d'activité, les marchés organisés et compensés viennent automatiquement se substituer aux marchés de gré à gré ? Les opérateurs eux-mêmes en éprouvent le besoin. Certaines banques occidentales se positionnent d'ailleurs auprès de la FED pour systématiser leur recours aux chambres de compensation. La mesure semble peut-être trop technique pour recueillir l'attention du grand public. Elle est pourtant efficace car la chambre de compensation gère les appels de marge, prend une commission sur les opérations qui rémunère le risque de défaut d'une contrepartie sur la fraction qui excède l'appel de marge, etc. Un coût social éventuel pour l'économie – pas sûr – mais certainement une réduction des risques systémiques.

➤ **Créer une réglementation nationale des hedge funds.** Le débat sur l'utilité ou le danger des hedge funds continuera d'exister aussi longtemps que celui sur les marchés dérivés. Il suscite parfois de telles réactions qu'il déborde souvent le cadre du rationnel pour échouer dans des argumentaires proches du café du commerce ! Les hedge funds sont installés pour la plupart dans des paradis fiscaux et l'assimilation, plus ou moins consciente, avec l'argent sale n'est pas loin. "L'argent blanchi dans des paradis fiscaux, issu de la fraude fiscale, de trafics illicites ou du terrorisme doit être pourchassé avec la plus grande rigueur, il n'y a aucune espèce de doute ni de contestation possible. Et si la crise a ceci de bon qu'elle peut contribuer à ce "nettoyage", ce sera toujours ça de positif pour l'humanité". Mais l'activité des hedge funds se fait dans des places off shore tout simplement de par l'absence de réglementation adéquate dans les places domestiques. Résoudre le problème ne peut se faire par une interdiction/réduction des hedge funds (exemple : le ratio d'adéquation de fonds propres de 45 % pour les assureurs est strictement contre-productif) mais au contraire par leur légalisation, c'est-à-dire par un encadrement, sur le territoire national, de leur activité, comme ce fut le cas pour les radios pirates anglaises à la fin des années 60 (cf. "Good Morning England !"). L'AMF a été le pionnier en Europe de la réglementation des activités des fonds de hedge funds (multigestion). Elle a créé un cadre juridique clair, précis et adapté aux réalités des gestionnaires comme aux besoins des investisseurs. Ainsi règlementés, les hedge funds deviennent contrôlables et le risque de dérapage ("still drift" comme disent les professionnels) diminue singulièrement.

➤ **Instaurer des agences de notation (rating) réellement indépendantes et elles-mêmes sous contrôle des autorités de marché (AMF, SEC, FSA...).** Elles ne pourraient pas noter à leur propre initiative tout type d'actif et leur indépendance serait garantie par le fait que leurs honoraires ne seraient plus payés par les émetteurs mais, par

exemple, par la Bourse ou l'autorité de tutelle, leur mission s'apparentant à celle d'un service public. Il pourrait en être de même pour les commissaires aux comptes des entreprises faisant appel public à l'épargne (cf. la faillite frauduleuse de Enron en 2002).

Ces approches sont, pour certaines, difficiles à mettre en place, y compris politiquement. Leur utilité économique est néanmoins sans commune mesure avec celle qui pourrait résulter de coupes franches dans la rémunération d'une poignée de millions de dollars pour les traders et autre chasse aux 3 000 fraudeurs fiscaux qui ne sont plus anonymes pour longtemps...

Ces mesures ne résoudre pas la crise économique actuelle. Elles permettraient simplement de mettre en place un cadre de fonctionnement des marchés qui réduirait fortement le risque de crise systémique dont nous connaissons désormais les conséquences. Elles éviteraient également le risque bien réel de "néguentropie" dont le coût économique et social à long terme est gigantesque, car n'oublions pas que si nous sommes à l'aube d'un nouveau paradigme, ce n'est pas uniquement celui du mode de financement de l'économie, mais surtout celui issu de la mondialisation et d'une planète aux ressources limitées et inégalement réparties qui devra accueillir 9 milliards d'habitants dans une trentaine d'années. C'est une opportunité d'autant plus fabuleuse en termes de croissance économique que, pour une bonne partie des territoires concernés par cette démographie, il s'agira de marchés en création (infrastructures, biens d'équipements, biens de consommation) alors que, pour les pays déjà développés, il s'agit de marchés de renouvellement.

Souhaitons que le G20 ne se trompe pas d'enjeu sur les défis de demain...

Il n'importe pas de réduire le rôle des marchés à la veille d'une période où les besoins de capitaux sont sans précédents, mais de mettre en place un cadre qui permette de juguler les risques et de comprendre les évolutions permanentes des modes de financement et des risques nouveaux qui en résultent.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. L'UFG ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de l'UFG.