Le récent scandale du Libor a montré à quel point les pratiques de la haute finance tardent à être assainies. De larges pans de l'activité financière restent peu, pas ou mal contrôlés. Des produits tels que les indices ou les dérivés, en raison de leur impact sur l'économie et la société, ne peuvent plus être laissés aux mains de leurs seuls utilisateurs

Comment les « CDS » ont attisé la crise de la zone euro

ADRIEN DE TRICORNOT

Cinq ans après le début de la crise financière et trois ans après celui de la crise de la zone euro, les pouvoirs publics en Europe et aux Etats-Unis remettent leur ouvrage de régulation sur le métier. Le scandale du Libor qui a éclaté cet été à Londres – des indices de taux d'intérêt interbancaires, qui servent de référence à de nombreux emprunts et produits financiers ont été manipulés – montre que les dysfonctionnements de la finance sont loin d'avoir été réformés.

L'ensemble des indices et des référentiels financiers sont sous la loupe des gendarmes des grands marchés – réunis au sein de l'organisation Iosco –, des banques centrales et de la Commission européenne, qui mène une consultation jusqu'au 29 novembre.

Depuis le 1er novembre, une réglementation européenne encadre aussi la négociation des « CDS (*"credit default swaps"*) souverains », des produits dérivés sur la dette des Etats. Mais beaucoup de chemin reste à parcourir tant il semble que ces produits dangereux portent une lourde responsabilité dans la crise de la zone euro.

Ces CDS (des contrats d'échange de risque de défaut de paiement) permettent de transférer à un tiers – contre paiement – le coût d'un risque de faillite, ou de parier sur ce risque. Ils ont déjà joué un rôle déstabilisateur à la suite de la chute de la banque Lehmann Brothers à l'automne 2008, qui a entraîné des effets en chaîne dévastateurs sur l'assureur AIG et les créanciers de ce dernier : *« Dans le cas d'AIG Financial Products à Londres, la minorité des 400 salariés anglais a gagné chaque année des bonus élevés en prenant des risques mettant en jeu l'emploi des 116 000 autres salariés de l'assureur. L'Etat américain avait dû se porter garant à sa place* [pour] *le sauver… Une minorité d'individus s'appuyant* sur des *modèles mathématiques toxiques ont fait payer au plus grand nombre les pertes issues de l'utilisation de ces modèles »*, dit Christian Walter, directeur de la chaire Ethique et Finance de l'Institut catholique de Paris (ICP) et coauteur avec Michel de Pracontal du *Virus B, crises financières et mathématiques* (Seuil, octobre 2009, 128 pages, 14,20 euros).

Et si certains Etats de la zone euro avaient été touchés par un syndrome du même type ?

Car le marché des CDS, opaque et consanguin, est difficile à appréhender. *« En 2011, selon la Securities and Exchange Commission, le gendarme des marchés américains, 87,2 % des transactions sur les CDS souverains se sont faites entre les quinze plus grandes banques du monde (JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, etc.). Or ces transactions se font de gré à gré (directement entre l'acheteur et le vendeur). Il est difficile de surveiller ce qui s'y tracte… Et avec une telle concentration et un tel manque de transparence, il faudrait être naïf pour exclure des possibilités de manipulation de prix »*, dit Anne-Laure Delatte, chercheuse à l'OFCE et enseignante à la Rouen Business School.

Le marché des « CDS », opaque et consanguin, est très difficile à appréhender

Les transactions sur les CDS se réalisant de gré à gré, il n'est donc pas exclu que certains opérateurs soient tentés de manipuler les prix par de simples ententes bilatérales.

Concrètement, il existe une relation d'arbitrage, dans les salles de marchés, entre le taux d'intérêt auquel emprunte un Etat et le prix du CDS correspondant, ce qui en fait ensuite un puissant levier.

« Nos recherches sur la période 2006-2011 donnent des preuves selon lesquelles le prix d'un CDS impacte systématiquement le taux d'intérêt souverain, et non l'inverse », explique ainsi Mme Delatte, coauteure de « Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis ? » (*Journal of International Money and Finance,* avril 2012, avec Mathieu Gex, Antonia López-Villavicencio).

« Dans les pays dits "périphériques" – Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne –, les cours sur le marché de CDS ont entraîné les taux d'intérêt sur la dette publique. Cela est aussi vrai sur les pays dits "du cœur" de la zone euro, comme la France, lorsqu'ils sont soumis à une situation de stress, de volatilité ou d'incertitude, que l'on pourrait aussi qualifier d'attaque spéculative », précise cette experte, auditionnée par les commissions des affaires financières du Parlement européen comme du Bundestag à la suite de ces recherches.

Parmi toutes les informations scrutées par les opérateurs, elle met en évidence que les CDS souverains sont *« les meilleurs instruments de coordination des sentiments du marché »* et donne un signal de départ à la spéculation avec des conséquences en chaîne.

Mme Delatte enfonce le clou : *« Ce processus autoréalisateur est particulièrement clair dans les cas de l'Espagne et de l'Italie. Or une fois que les taux d'intérêt du pays augmentent, cela se répercute sur les taux auxquels les acteurs privés empruntent. Cela affaiblit l'économie de deux façons : tous les efforts budgétaires sont absorbés par la hausse des coûts de refinancement de l'Etat, et le secteur privé emprunte plus difficilement. La défiance augmente à nouveau, et avec elle… les cours des CDS… »*

S'il est impossible d'interdire les CDS souverains du jour au lendemain – dans une finance dérégulée, des contournements et la création d'instruments équivalents seraient toujours possibles –, l'urgence est de les empêcher de nuire.

Depuis le 1er novembre, l'Union européenne a interdit leur vente « à nu » – c'est-à-dire celle d'un CDS souverain, si l'on ne détient pas d'obligations d'Etat à laquelle il se rapporte ou des titres équivalents. *« Mais cette interdiction ne s'applique pas aux grandes banques, dites "teneurs de marché" qui réalisent plus des 4/5e des transactions… »*, regrette Mme Delatte.

Le plus important – car les interdictions peuvent être contournées par l'innovation financière – est d'imposer que les CDS soient achetés et vendus dans le cadre de chambres de compensation correctement régulées, ce qui permettrait de tracer les échanges.

Depuis juin, l'European Market Infrastructure Regulation (EMIR) impose de passer les CDS par des chambres de compensation. Mais, *« cette obligation ne vaut que pour les nouveaux contrats ! C'est beaucoup trop progressif ! La résolution*

Extrait du film « Margin Call » (J. C. Chandor, 2012), qui retrace la faillite d'une banque plombée par ses actifs toxiques. DR

Platts, l'indice du marché pétrolier « spot », a mangé son pain blanc

Le monde du silence ! Ainsi se présente la salle des marchés londonienne de Platts, référence du secteur des *Price Reporting Agencies,* les agences spécialisées dans l'estimation des prix du marché spot du brut comme des produits pétroliers. Il est vrai que le staff éditorial de cette « usine à idées » est constitué d'analystes et d'économistes, pas de traders.

Fondée en 1909 aux Etats-Unis, cette société, filiale de l'éditeur MacGraw-Hill, détermine une centaine d'indices quotidiens du pétrole physique et des produits raffinés, mais aussi des tarifs du transport maritime, du gaz naturel ou du charbon. Les données sont collectées à Londres auprès des vendeurs et des acheteurs – producteurs, consommateurs, traders et courtiers, soit 240 entités. Les prix sont publiés en fin de journée à destination des 10 000 abonnés de la firme de par le monde.

Par ailleurs, la plateforme e-Window de Platts propose logiciels et informations aux divers opérateurs pour les aider à effectuer leurs transactions via l'Intercontinental Exchange, la bourse électronique américaine sur les produits de l'énergie.

Soumissions et transactions entre acheteurs et vendeurs sur le marché au comptant (par opposition aux marchés à terme) sont au cœur du système Platts. Centrées à Rotterdam (Pays-Bas), Singapour et Houston (Texas), ces opérations au jour le jour représentent entre 5 % et 10 % de la production mondiale de brut et des produits pétroliers – essence, diesel, kérosène ou produits dérivés de la pétrochimie.

Soupçons de manipulations

Le prix du brut spot est déterminé en fonction de trois facteurs : offre, demande et entreposage. Les cours des produits pétroliers dépendent aussi du coût du transport, du financement et du raffinage. En revanche, Platts ne couvre pas les transactions financières sur le « baril papier ».

Fort de 900 employés, Platts se définit comme une maison d'édition, statut qui lui permet d'échapper à toute réglementation. La situation d'oligopole de la profession, dominée par une poignée d'acteurs – Platts, Argus, ICIS, Reuters ou Bloomberg – accentue le vide réglementaire. Chez Platts, un comité de bonne gouvernance interne est chargé de passer en revue méthodes de calcul et résultats.

L'absence d'une régulation digne de ce nom renforce les soupçons de possibles manipulations des indices de la part d'un secteur énergétique peu réputé pour sa transparence.

« Il y a trop de transactions. De plus, les noms des compagnies participantes sont publiés alors que manipulation est synonyme de secret et d'opacité », conteste pourtant un porte-parole de l'entreprise.

Mandatée par le G20 de Cannes en novembre 2011, inquiet de ces dysfonctionnements, l'International Organization of Securities Commission (Iosco), l'instance de régulation internationale regroupant les autorités boursières, a réalisé une vaste enquête sur le fonctionnement des *Price Reporting Agencies.*

Publié le 5 octobre, le rapport de l'Iosco préconise la mise en place par les agences de *« contrôles robustes »* afin de protéger la fiabilité des indices. Selon le document, l'introduction de mesures de sauvegarde contre les conflits d'intérêts ou de vérification comptable doivent protéger la représentativité des indices. Enfin, l'Iosco appelle ses membres à mettre en place une réglementation plus stricte.

Le scandale de la manipulation par des traders du taux interbancaire Libor a mis en lumière la nécessité de réformes des marchés de « fixing » autoréglementés. A l'instar de ceux du pétrole ou de l'or. ■

MARC ROCHE
(LONDRES, CORRESPONDANT)

Le fixing de l'or, un autre « trou noir »

La fixation du cours de l'or est un autre exemple de marché indiciel non réglementé. Jusqu'en 2004, cette opération se déroulait deux fois par jour au siège de la banque d'affaires NM Rothschild & Sons dans la City de Londres. Outre l'établissement légendaire qui assurait la présidence, quatre autres banques participaient au rituel. Depuis le retrait de la maison Rothschild, les opérations se font désormais par téléphone entre cinq *market makers* (faiseurs de marchés) – Scotia-Mocatta, Barclays Capital, Deutsche Bank, HSBC et Société générale. Le processus de détermination du cours de l'once de métal jaune n'est soumis à aucune régulation spécifique.

Glossaire

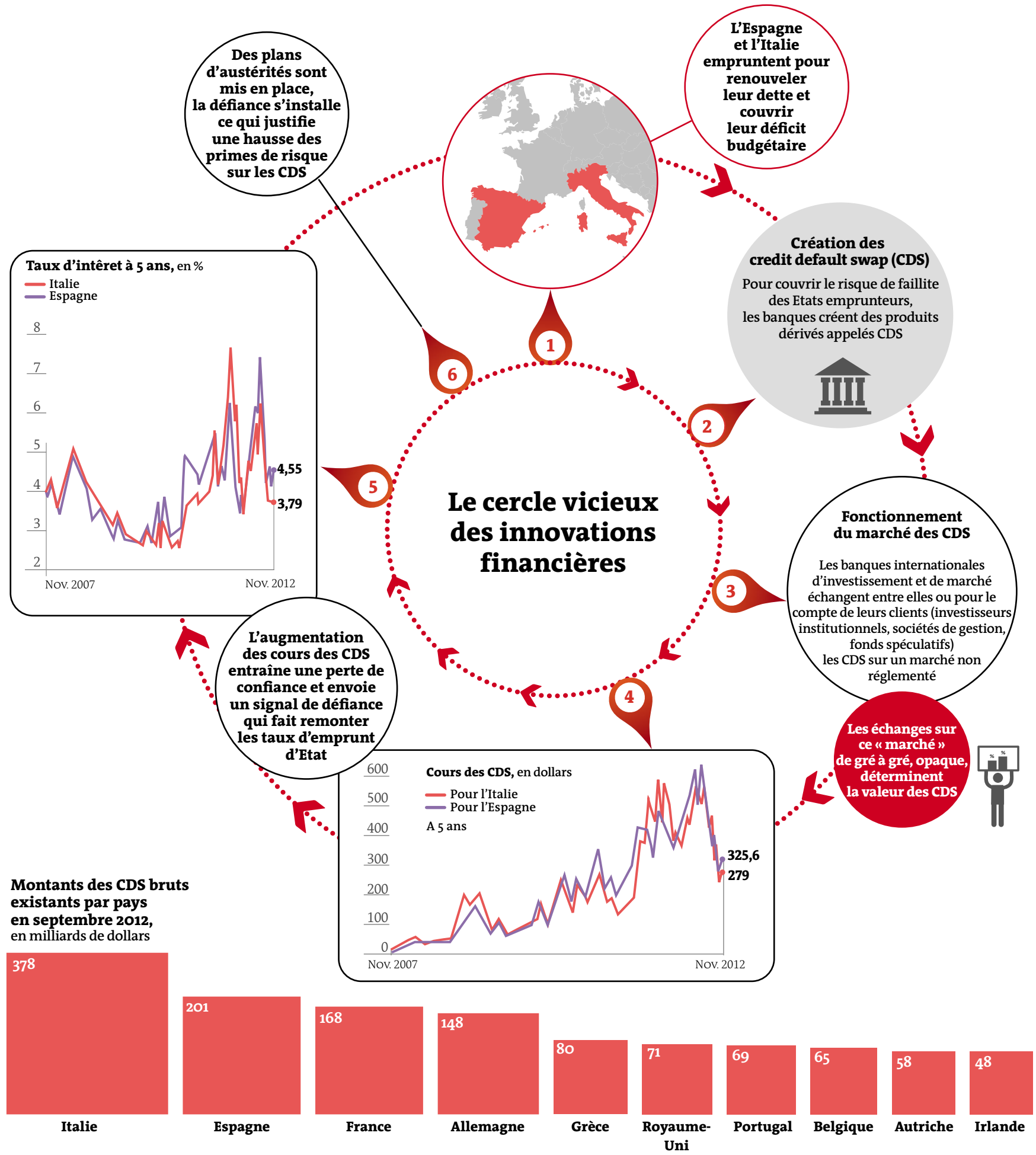
Produits dérivés Il s'agit de titres financiers dont le prix évolue en fonction du prix d'un autre actif (pétrole, devise, taux d'intérêt, action...). Diverses formes de produits dérivés existent (options, swaps, futures), qui permettent aussi de parier sur le prix, à un certain terme, d'un de ces actifs.

« Credit default swap » (CDS) Contrat d'échange (swap) du risque de défaut de paiement d'un emprunteur : entreprise ou Etat. C'est *« la forme la plus classique des dérivés de crédit »*, indique le Vernimmen *Finance d'entreprise 2013* (Dalloz). L'acheteur du CDS *« paie à un tiers un flux régulier et reçoit de ce tiers un paiement en cas de survenance de la défaillance »*. Cependant, ces produits peuvent être utilisés non seulement pour transférer un risque de crédit mais aussi pour spéculer sur sa survenance. Si son rôle économique affiché peut s'apparenter à celui d'une assurance, il ne peut néanmoins y être assimilé en tant que tel, car il permet de faire des paris. D'autre part, il n'est pas soumis à la réglementation du secteur des assurances.

Gré à gré Se dit d'une transaction qui est réalisée directement entre deux parties : deux banques, une banque et un client. Les CDS sont échangés sur des marchés de gré à gré. Les cours des CDS qui sont inscrits sur les plates-formes de négociation électroniques ne sont donc pas exhaustifs.

Une vue globale du marché peut être obtenue car la Deposit Trust and Clearing Corporation (DTCC), organisme spécialisé dans la livraison et le règlement des titres et produits financiers, est tenue de divulguer les données de transactions en sa possession. Mais elles sont présentées sous forme de séries hebdomadaires, qu'il faut ensuite agréger.

Chambre de compensation C'est l'organisme qui se porte garant de la bonne exécution d'une transaction, qui demande aux intervenants des dépôts de garantie et – en fonction de la façon dont évoluent les risques – des versements complémentaires ou « appels de marge ».



SOURCES : BLOOMBERG, DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION, *LE MONDE* - INFOGRAPHIE *LE MONDE*

de la crise ne peut pas attendre », souligne Mme Delatte.

Les CDS servent aussi aux établissements financiers à évaluer les risques qu'ils détiennent dans leurs bilans : la détermination de leur valeur dépend en définitive d'un modèle. Des sociétés comme Markit, à Londres, se sont spécialisées dans cette valorisation, utilisant les méthodes standards de l'organisme professionnel des produits dérivés (International Swaps and Derivatives Association, ISDA).

Le processus décrit par Markit sur son site Web n'est pas très éclairant : *« Nous nettoyons et agrégeons plus d'un million de points de données chaque jour à l'aide d'algorithmes sophistiqués pour créer un point de donnée unique, indépendant et fiable pour chaque crédit. »*

Interrogé, le service de communication de Markit assure utiliser une méthodologie rigoureuse *« qui élimine les valeurs aberrantes, les entrées périmées et erronées »* et agrège *« toute une gamme de données observables sur le marché, y compris les écarts indicatifs entre achats et ventes recueillis auprès de sources multiples... »*

Les innovations financières fonctionnant comme des poupées gigogne, Markit offre aussi toute une gamme d'indices à partir de ces CDS, et a lancé, à partir de 2009, une série d'indices sur les CDS souverains, appelés iTraxx SovX. L'indice pour l'Europe de l'Ouest inclut au maximum quinze pays au sein d'un échantillon de dix-huit : quatorze membres de la zone euro ainsi que le Danemark, la Suède, la Norvège et le Royaume-Uni. La Suisse n'y a jamais été incluse, car *« depuis longtemps, elle n'est pas négociée dans la documentation d'Europe de l'Ouest et est donc peu liquide »*, explique Markit. En revanche, Chypre y a été introduite en mars 2012, avant d'en sortir en septembre compte tenu – selon Markit – de la trop faible activité sur le CDS.

Conflits d'intérêts

Sachant que tous les pays retenus ont, par construction, le même poids dans l'indice (actuellement l'Allemagne, la France, l'Irlande, la Belgique, le Danemark, la Norvège, l'Espagne, la Suède, les Pays-Bas, le Portugal, l'Autriche, la Finlande et le Royaume-Uni), on peut se demander jusqu'à quel point cet indice reflète le risque souverain qu'il prétend illustrer. Une situation propice aux conflits d'intérêts : le comité de gouvernance de l'indice est composé des douze premiers « teneurs de marché » – soit, indique Markit, Bank of America Merrill Lynch, Barclays Bank PLC, BNP Paribas, Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC Bank, JP Morgan Chase Bank, Morgan Stanley, Nomura, RBS Group et UBS.

Ce comité a, selon Markit, décidé les modifications dans la composition de l'indice et dans son fonctionnement en s'appuyant sur les pratiques standard de la profession et l'application des règles publiques de l'indice. Y compris dans cette nouvelle disposition adoptée le 21 juin, selon laquelle les Etats dont les primes de risques s'envolent – quand elles correspondent à l'équivalent d'un supplément de taux d'intérêt de 5 % – sont exclus de l'indice. Selon Markit, cette dernière règle n'a pas encore été utilisée. Mais on peut s'interroger sur cette décision : vu le faible nombre de pays potentiellement concernés, introduire cette disposition a potentiellement un impact très fort sur l'indice...

« En finance, les modèles ne modélisent pas, ils modèlent », rappelle M. Walter. L'illusion de pouvoir évaluer le risque et de le gérer par des équations, dans un monde financier où il n'existerait pas de vraies ruptures, est la fausse promesse sur laquelle reposent les innovations financières, productrices de bulles puis de catastrophes. Confiés à des « spécialistes » adeptes de l'autorégulation, ces produits complexes ont souvent eu des effets autoréalisateurs, comme dans le cas de CDS souverains.

Il est grand temps d'empêcher ces mécanismes de nuire, et de réinvestir les territoires perdus de la finance : toutes les zones, les activités et les produits peu, pas ou mal régulés, pour leur appliquer les mêmes règles de transparence et de prudence que dans les marchés organisés. La liberté des uns a une condition : ne pas nuire à autrui. ■

Régulation : les croisés du Libor

Martin Wheatley se donne toujours le temps de réfléchir. A 53 ans, ce comptable de formation, chargé de la protection du consommateur à la Financial Services Authority, le régulateur britannique des marchés, pèse ses mots.

Gary Gensler, président de la Commodity Futures Trading Commission, l'organisme chargé de surveiller les marchés à terme américains, est à l'opposé : direct et tranchant. Ce génie matheux, formé à la Wharton School, prestigieuse école de commerce de l'université de Pennsylvanie, a mis au pas les traders sans scrupules qui pariaient sur les cours du pétrole. Ses dehors timides cachent une grande ténacité. Le succès de ses investigations hautement médiatisées en témoigne.

Le premier est un adepte de la manière douce, le second des méthodes musclées. Mais les deux peuvent se vanter d'avoir accroché à leur tableau de chasse des fauves de première catégorie parmi les plus grands prédateurs des deux places boursières.

Surtout, ils partagent un même dessein : l'assainissement du Libor (London Interbank Offered Rate), le taux auquel les banques se prêtent entre elles. L'indice est en effet au cœur d'un énorme scandale de manipulation.

Partisan du juste milieu, Wheatly a choisi d'amender le Libor au lieu de le remplacer par un nouvel outil. Ex-numéro deux de la Bourse de Londres, il a agi en praticien de la régulation financière.

Faire le ménage

A ses yeux, la fin de l'autoréglementation est la meilleure façon de réguler la fabrication d'un indice qui, malgré le scandale, a fait ses preuves. S'en séparer aurait provoqué un casse-tête juridique en raison de la nécessité de réécrire tous les contrats. Cet Anglais plus vrai que nature, réservé voire un peu « coincé », estime qu'une innovation ne supprime pas nécessairement le système déjà existant.

Lors de son arrivée à la tête de la CFTC en 2009, on attendait de Gensler de la complaisance envers Wall Street. N'avait-il pas travaillé dix-huit ans chez Goldman Sachs, symbole par excellence du capitalisme financier américain ?

Sous-secrétaire au Trésor dans l'administration Clinton entre 1997 et 2001, il avait d'ailleurs, sur ordre de son ministre de tutelle, Robert Rubin, autre ancien de Goldman, torpillé le projet de contrôle des produits dérivés de crédit.

Pourtant, traumatisé par l'explosion de la bombe des crédits à risque subprime, il était déterminé à faire le ménage. C'est ainsi que ce régulateur de fer a imposé cet été à la Barclays une amende record pour son rôle dans la manipulation du Libor.

En 2013, Wheatley doit prendre la tête de la future autorité britannique de bonne conduite financière, destinée à défendre l'épargnant. La City va à nouveau éprouver la capacité de séduction et de fermeté alternées d'un technocrate à l'intelligence aiguë et bien sous tous rapports.

L'avenir de Gensler, en revanche, n'est pas fixé. Son sort est en effet étroitement lié à la volonté d'un président Obama, fraîchement réélu, de mettre au pas les spéculateurs de tout poil. ■

M. R. (Londres, correspondant)