

Éditoriaux et opinions

Finances : retour vers le futur



POINT DE VUE HAROLD JAMES

Professeur d'histoire et d'affaires
internationales à l'université de Princeton

L'ancien patron de la Réserve fédérale, Paul Volcker, a largement inspiré la proposition du président Obama pour restructurer le secteur bancaire. Sans nul doute le plus brillant directeur de banque centrale du XX^e siècle, Volcker s'est exprimé très tôt et de manière répétée sur les problèmes de ce qu'il a appelé « le tout nouveau système financier ». Mais Volcker a aussi fortement critiqué les dangers de la volatilité des monnaies. Quel est le lien entre la nostalgie d'un secteur bancaire simplifié et moins risqué et le désir de réintroduire un système monétaire qui semble aussi être une relique du passé ?

Avant même qu'Obama ne fasse son annonce le 21 janvier dernier, l'éventualité de raviver les réglementations bancaires en vigueur dans les années 1930 provoquait déjà de vifs débats. Les propositions pour ce que l'on appelle désormais la « règle Volcker » — qui interdirait les activités pour compte propre et inciterait les banques à ne pas « posséder, investir ou sponsoriser » des fonds spéculatifs ou des fonds de capital-investissement — sont une version réactualisée du Glass-Steagall Act, une loi votée aux États-Unis, en 1933, pour séparer les banques d'investissement et les banques commerciales. Plusieurs pays avaient

cette volonté de limiter les activités bancaires. En Belgique, où la première banque universelle fut établie au début du XIX^e siècle, les banques d'investissement et les banques commerciales étaient aussi séparées. En Italie, les banques n'avaient pas le droit de posséder des parts dans des entreprises industrielles.

L'argument n'était pas tant sur le fait que les banques étaient « trop importantes pour faire faillite », mais plutôt d'apporter une réponse au fait que les banques avaient fourni des conseils tronqués à leurs clients. Les banques d'investissement avaient vendu des parts et des titres à leurs clients particuliers, se sont déchargées de leur propre risque, et se sont versé de substantiels honoraires au passage. Puis, tout comme aujourd'hui, beaucoup ont exigé un châtiment à l'encontre des banques et des banquiers. Mais ils voulaient aussi que les banques participent davantage au financement d'investissements nationaux et indus-

triels. Les réformes bancaires ont, en effet, généralement infligé une punition aux banques, mais n'ont pas réussi à relancer de nouveaux crédits bancaires.

Le débat actuel est moins sur les dangers auxquels les banques exposent leurs clients que sur les risques qu'elles entraînent pour les contribuables. Les activités pour compte propre étaient justifiées, non pas pour les énormes profits que les banques en ont tiré, mais parce qu'elles étaient supposées créer des marchés et apporter des liquidités pour des instruments peu échangés. Les banques ont donc mis en place ce qui, dans les faits, est leurs propres marchés de substitution, permettant ainsi à leurs clients et à elles-mêmes de fixer un prix à des instruments qui n'auraient pas pu autrement être évalués. Les énormes profits étaient supposés être la récompense pour avoir fourni un service public. De telles grandes banques sont utiles, car les acteurs plus petits ne peuvent pas à eux seuls

constituer un marché. Les grandes banques sont aussi des acteurs importants sur les marchés monétaires internationaux, et accumulent des positions de change fortes à la fois entre leurs filiales et sur une base consolidée.

Si les banques modernes sont trop importantes et trop dangereuses parce qu'elles sont trop vulnérables, la façon la plus évidente de les rendre plus sûres est d'exiger d'elles des montants de fonds propres plus élevés. Mais, malheureusement, la manière la plus évidente pour les banques d'augmenter leurs ratios de capital est de restreindre leur crédit. En période de récession économique, c'est la dernière chose dont les entreprises ont besoin ou qu'elles désirent. La nouvelle réponse apportée à ce dilemme est de légiférer sur les activités qui doivent être totalement supprimées. L'espoir étant qu'en recentrant ainsi les activités financières, on encouragera d'autres types de crédits.

© Project Syndicate 1995 - 2010

PLANÈTE WEB



Tout sur les ventes d'armes françaises

La Délégation générale pour l'armement (DGA) du ministère français de la Défense a présenté ce lundi son bilan annuel. Pour ceux qui veulent tout savoir sur l'industrie de défense tricolore, ses performances en 2009, ses exportations, ses matériels, retrouvez-les sur le site de la DGA au <http://www.defense.gouv.fr/dga> avec son bilan d'activité téléchargeable (http://www.defense.gouv.fr/dga/content/download/174734/1497416/file/bilan_activites_dga_2009_vf.pdf) que vous pouvez aussi retrouver sur votre site Internet L'attribution.fr.

Sur **L'ATRI BUNE.fr**

Tchat : sur quelles valeurs miser en Bourse en 2010 ?



Après un rebond de plus de 20 % du CAC 40 en 2009, l'année 2010 s'ouvre sur de nouvelles perspectives. Qu'en est-il du mouvement de correction actuel et faut-il s'en inquiéter ? Quels secteurs seront à surveiller de près et quelle stratégie pour 2010 ? Posez vos questions ce jeudi 11 février entre 13 h 30 et 14 h 30 à Fabrice Revol, président et gérant de Beaubourg Capital Management.

ENTENDU SUR EFM

BERNARD OURGHANLIAN, directeur technique et sécurité de Microsoft France

« Le "cloud computing", cette informatique "dans les nuages", a chamboulé le "business model" de toutes les sociétés du secteur parce que, à travers la construction d'immenses "data center", nous pouvons réduire considérablement les coûts. L'informatique sera un peu comme le gaz ou l'électricité : on paie ce que l'on consomme. »

VERONIQUE MORALI, présidente de l'Inmalac Développement, fondatrice du site TerraFemina et administratrice de Coca-Cola Enterprise

« La situation de la Grèce et d'autres pays est inquiétante. Mais je reste assez confiante dans la capacité de l'Europe à prendre les mesures coordonnées qui s'imposent. Des pays comme la France, l'Angleterre et l'Allemagne prennent toutes les mesures pour qu'il n'y ait pas une dégradation massive ou des contagions. »

Remettons les marchés réglementés au centre du jeu

Jusqu'à présent, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié des velléités réformatrices que les pouvoirs publics ont exprimées depuis le déclenchement de la crise. Pourtant, les opportunités spéculatives comme les risques encourus dépendent aussi des marchés sur lesquels on opère. C'est

des régulateurs boursiers ou de l'Association française des marchés financiers révéler l'ampleur de la déception. La baisse des commissions a profité aux grandes banques internationales, cette dizaine d'institutions qui réalisent les trois quarts des transactions en Europe. Mais les clients finaux (notamment

POINT DE VUE

PIERRE-CYRILLE HAUTCŒUR, PAUL
LAGNEAU-YMONET, ANGELO RIVA (*)

pourquoi, la révision de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) constitue un enjeu considérable.

Cette directive témoignait d'une foi déraisonnable dans les vertus ordonnatrices du marché : la concurrence entre les Bourses et d'autres dispositifs de négociation devait réduire les coûts de transaction, accroître le volume des opérations et donc baisser le coût du capital pour les émetteurs. Entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, la directive MIF abolissait notamment la règle de concentration des ordres qui, dans nombre de pays (dont la France), imposait aux intermédiaires de réaliser la plupart de leurs opérations sur un unique marché réglementé, de manière à concentrer la liquidité et à faire advenir, pour chaque titre, un prix « sincère » et connu de tous.

Les rapports du Comité européen

des particuliers) ne s'en portent pas mieux. En outre, la multiplication des plates-formes de négociation a fragmenté l'activité au point d'accroître les spreads (l'écart entre prix accessibles pour un même titre à l'achat et à la vente). Ceci correspond à une augmentation des coûts effectifs de transaction et participe de l'accroissement de la volatilité. Surtout, la fragmentation de la liquidité a renforcé l'opacité des transactions. Seuls les principaux intervenants ont pu consentir les investissements informatiques indispensables pour tirer parti de cette nouvelle asymétrie informationnelle. Leurs profits constituent à l'échelle de l'architecture boursière l'équivalent structurel des délits d'initié que l'on observe (et parfois sanctionne) au niveau des entreprises. La directive MIF a ainsi accentué une tendance à l'œuvre depuis les

des euromarchés : l'affirmation de marchés privés et opaques, au détriment des Bourses publiques et réglementées. Les opérateurs financiers dominants ont tout intérêt à faire accroître que des marchés « autorégulés » seraient les plus efficaces. Pourtant, l'histoire financière enseigne que la régulation boursière n'est pas contradictoire avec l'essor des activités financières. En fait, un équilibre à long terme existe entre, d'une part, des Bourses réglementées traitant surtout les transactions des petits et moyens investisseurs et, d'autre part, des marchés privés où seuls les gros intervenants faisaient leurs affaires.

Contre la concurrence déléguée des dispositifs alternatifs de négociation, il faut raffermir la fonction cardinale des marchés réglementés, soumis à des obligations plus strictes de transparence et de surveillance des opérations. À l'échelle européenne, les marchés réglementés devraient se voir confier la mission d'intérêt général qu'ils ont longtemps assumée nationalement : centraliser l'information sur les prix et les transactions pour les titres inscrits à leurs cotes. La révision de la directive MIF participerait alors au renforcement de la transparence et du contrôle des opérations boursières. Pour que les pouvoirs publics se déprennent de l'idéologie concurrentielle qui sert d'abord les intérêts de quelques institutions financières, les épargnants, les émetteurs, les opérateurs de marchés réglementés et les régulateurs doivent défendre les mérites éprouvés des marchés réglementés. Sans doute, ceux-ci n'élimineront jamais ni les bulles ni les krachs ; mais ils peuvent en contenir les contrecoups.

(*) Respectivement de l'École d'économie de Paris, de l'université de Paris-Dauphine et de l'European Business School. Une version étendue est disponible sur www.pse.ens.fr/hautcour/

PLANÈTE WEB



Tout sur les ventes d'armes françaises

La Délégation générale pour l'armement (DGA) du ministère français de la Défense a présenté ce lundi son bilan annuel. Pour ceux qui veulent tout savoir sur l'industrie de défense tricolore, ses performances en 2009, ses exportations, ses matériels, retrouvez-les sur le site de la DGA au <http://www.defense.gouv.fr/dga> avec son bilan d'activité téléchargeable (http://www.defense.gouv.fr/dga/content/download/174734/1497416/file/bilan_activites_dga_2009_vf.pdf) que vous pouvez aussi retrouver sur votre site Internet latribune.fr.

Sur LATRIBUNE.fr

Tchat : sur quelles valeurs miser en Bourse en 2010 ?



Après un rebond de plus 20 % du CAC 40 en 2009, l'année 2010 s'ouvre sur de nouvelles perspectives. Quels est-il du mouvement de correction actuel et faut-il s'en inquiéter ? Quels secteurs seront à surveiller de près et quelle stratégie pour 2010 ? Posez vos questions ce jeudi 11 février entre 13h 30 et 14h 30 à Fabrice Revol, président et gérant de Baubourg Capital Management.

ENTENDU SUR BPM

BERNARD OURGHANLIAN, directeur technique et sécurité de Microsoft France.

Le "cloud computing", cette informatique "dans les nuages", a chamboulé le "business model" de toutes les sociétés du secteur parce que, à travers la construction d'immenses "data center", nous pouvons réduire considérablement les coûts. L'informatique sera un peu comme le gaz ou l'électricité : on paie ce que l'on consomme. »

VERONIQUE MORALI, présidente de Finlande Développement, fondatrice du site Terrefemina et administratrice de Coca-Cola Entreprise

La situation de la Grèce et d'autres pays est inquiétante. Mais le reste assez confiante dans la capacité de l'Europe à prendre les mesures coordonnées qui s'imposent. Des pays comme la France, l'Angleterre et l'Allemagne prennent toutes les mesures pour qu'il n'y ait pas une dégradation massive ou des contagions. »

Remettons les marchés réglementés au centre du jeu

Jusqu'à présent, l'organisation des transactions boursières n'a pas bénéficié des velléités réformatrices que les pouvoirs publics ont exprimées depuis le déclenchement de la crise. Pourtant, les opportunités spéculatives comme les risques encourus dépendent aussi des marchés sur lesquels on opère. C'est

POINT DE VUE
PIERRE-CYRILLE HAUTCEUR, PAUL LAGNEAU-YMONET, ANGELO RIVA (*)

pourquoi, la révision de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) constitue un enjeu considérable.

Cette directive témoignait d'une foi déraisonnable dans les vertus ordonnatrices du marché : la concurrence entre les Bourses et d'autres dispositifs de négociation devait réduire les coûts de transaction, accroître le volume des opérations et donc abaisser le coût du capital pour les émetteurs. Entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, la directive MIF abolissait notamment la règle de concentration des ordres qui, dans nombre de pays (dont la France), imposait aux intermédiaires de réaliser la plupart de leurs opérations sur un unique marché réglementé, de manière à concentrer la liquidité et à faire advenir, pour chaque titre, un prix « sincère » et connu de tous.

des régulateurs boursiers ou de l'Association française des marchés financiers révélait l'ampleur de la déception. La baisse des commissions a profité aux grandes banques internationales, cette dizaine d'institutions qui réalisent les trois quarts des transactions en Europe. Mais les clients finaux (notamment

les particuliers) ne s'en portent pas mieux. En outre, la multiplication des plates-formes de négociation a fragmenté l'activité au point d'accroître les spreads (l'écart entre prix accessibles pour un même titre à l'achat et à la vente). Ceci correspond à une augmentation des coûts effectifs de transaction et participe de l'accroissement de la volatilité. Surtout, la fragmentation de la liquidité a renforcé l'opacité des transactions. Seuls les principaux intervenants ont pu consentir les investissements informatiques indispensables pour tirer parti de cette nouvelle asymétrie informationnelle. Leurs profits constituent à l'échelle de l'architecture boursière l'équivalent structurel des débits d'initiales que l'on observe (et parfois sanctionne) au niveau des entreprises.

La directive MIF a ainsi accentué une tendance à l'œuvre depuis les-
sor des eutromarchés : l'affirmation de marchés privés et opaques, au détriment des Bourses publiques et réglementées. Les opérateurs financiers dominants ont tout intérêt à faire accroître que des marchés « autorégulés » seraient les plus efficaces. Pourtant, l'histoire financière enseigne que la régulation boursière n'est pas contradictoire avec l'essor des activités financières. En fait, un équilibre à longterm existe entre, d'une part, des Bourses réglementées traitant surtout les transactions des petits et moyens investisseurs et, d'autre part, des marchés privés où seuls les gros intervenants faisaient leurs affaires.

Contre la concurrence délégitime des dispositifs alternatifs de négociation, il faut raffermir la fonction cardinale des marchés réglementés, soumis à des obligations plus strictes de transparence et de surveillance des opérations. À l'échelle européenne, les marchés réglementés devraient se voir confier la mission d'intérêt général qu'ils ont longtemps assumée nationalement : centraliser l'information sur les prix et les transactions pour les titres inscrits à leurs cotes. La révision de la directive MIF participerait alors au renforcement de la transparence et du contrôle des opérations boursières. Pour que les pouvoirs publics se déprement de l'idéologie concurrentielle qui sert d'abord les intérêts de quelques institutions financières, les éparpillants, les émetteurs, les opérateurs de marchés réglementés et les régulateurs doivent défendre les mérites éprouvés des marchés réglementés. Sans doute, ceux-ci négligeraient jamais ni les bulles ni les krachs ; mais ils peuvent en contenir les contre-coups.

(*) *Respectivement de l'École d'économie de Paris, de l'université de Paris-Dauphine et de l'Euro-pan Business School. Une version déclinée est disponible sur www.pse.ens.fr/hauteur/*