

MARCHÉ OTC

“FAUT RÉGULER POUR EMPÊCHER LE CIEL DE TOMBER”



Michel Fleuriet

Professeur associé,
directeur
du master BIM
Université Paris
Dauphine

Les banques de Wall Street des produits sur-mesure puis en ont assuré l'après-vente dans des marchés de gré à gré. Ce fonctionnement ne pouvait se maintenir sans la confiance des investisseurs. La crise incite à revoir les règles de fonctionnement des marchés OTC.

À une époque où tout le monde semble entonner la chanson [1] du regretté Henri Salvador (ou peu s'en faut), il convient de bien analyser ce que la crise nous révèle pour bien réguler : alors que depuis des années on craignait que les *hedge funds* provoquent une crise systémique, ce sont les banques de Wall Street qui l'ont provoqué. Pourquoi ? Dans un livre publié l'année dernière [2], je disais en introduction : “Le cœur de métier de la banque d'affaires s'est éloigné de l'intermédiation pure, où les risques étaient maîtrisés, pour devenir un laboratoire des risques”. Le laboratoire des banques de Wall Street a sauté le premier, pas les *hedge funds*.

[1] “Faut rigoler” devenant “Faut réguler”.

[2] “Banques d'investissement et de marché : les métiers des banques d'affaires”, *Economica*, 2007.

Pourquoi ? La réponse se trouve dans les différences entre les deux métiers. On a pu dire qu'un *hedge fund* était un *desk* de trading d'une banque d'affaires ouvert aux investisseurs. À la différence des *hedge funds*, les banques de Wall Street ont inventé des produits financiers “sur mesure” et elles ont traité ces nouveaux produits “en gré à gré”. Ce qui a mis le feu aux poudres.

LE RÔLE DES TENEURS DE MARCHÉ

Dans un univers “normal”, les intermédiaires financiers ont intérêt à préserver leur marge en maximisant l'asymétrie d'information avec leurs clients, ce qui est censé aussi leur permettre de gérer plus efficacement les risques. D'où le développement du sur mesure et de la complexité, et une certaine illiquidité des produits compensée par un rendement plus élevé. Les banques ensuite gèrent les risques de ces produits illiquides en se couvrant avec des produits “vanilles” liquides – c'est en fait le cœur du métier. Mais dans la réalité, au cours des dernières années, les banques ont assuré l'après-vente des innovations financières dans des marchés de gré à gré.

Sur les marchés de gré à gré, le cours s'établit par confrontation bilatérale avec les intérêts d'un client ou d'un autre *dealer*. Ces marchés se caractérisent par la présence de teneurs de marché qui affichent leurs meilleurs prix à l'achat (*bid*) ou à la vente (*ask*).

L'interaction des ordres reçus et des cours indiqués par les teneurs de marché détermine la liquidité du marché et les prix. La concentration des ordres est limitée, la dissémination de l'information également.

Les banques ont longtemps justifié l'opacité de ces transactions au nom du principe de liberté entre adultes consentants. Mais ce principe de liberté est venu à bout d'un principe supérieur : la relation de confiance. Certains prix affichés n'étaient plus crédibles. Et les investisseurs institutionnels ont alors perdu confiance dans ces pseudo-*dealers*.

À l'école, on oppose les marchés dirigés par les prix que sont les marchés de gré à gré, aux marchés dirigés par les ordres. Sur ces derniers, un système informatique découvre le cours qui équilibre l'offre et la demande par confrontation multilatérale dans un carnet d'ordre central. Le prix du marché est ainsi déterminé par l'interaction des ordres d'achat et de vente à travers un double système d'enchères. Sur un marché de gré à gré, la liquidité est fournie par des teneurs de marché. Dans les marchés

“Sur un marché de gré à gré, la liquidité est fournie par des teneurs de marché. Dans les marchés gouvernés par les ordres, ce sont les investisseurs qui la fournissent.”

gouvernés par les ordres, ce sont les investisseurs qui la fournissent.

LES MARCHÉS OTC SE GRIPPENT

Les marchés de gré à gré souffrent de rétroaction (en franglais, *feedback*) congénitale. Le *feedback* est l'action en retour d'un effet sur le dispositif qui lui a donné naissance, et donc, sur lui-même. Tout un ensemble de *feedback* peut conduire ces marchés à se gripper et à approfondir la crise.

■ Feedback sur le cours

Le teneur de marché fournit la liquidité au marché en offrant aux clients la possibilité d'exécuter un ordre d'achat ou un ordre de vente sans délai. Ceci est possible simplement parce que le négociateur se porte à l'achat pour tout ordre de vente égal à son prix acheteur, et à la vente pour tout ordre d'achat correspondant à son prix vendeur. Le teneur de marché est un élément de commande de la découverte des prix dans les marchés de gré à gré. Sur un marché organisé, la découverte des prix résulte d'une double enchère et c'est mieux. Le TARP (Troubled Assets Relief Program) prévoit, du reste, que le prix de rachat des actifs illiquides des banques sera déterminé par un mécanisme d'enchères inversées. Les réflexions en cours pour améliorer les infrastructures des marchés OTC des dérivés de crédit envisagent d'incorporer un mécanisme de règlement basé sur un système d'enchères.

■ Feedback sur les transactions

En temps normal, la baisse des prix affichée par notre négociateur diminue l'excès de demande. C'est le processus que les économistes appellent le tâtonnement Walrasien. Mais en période de crise, tout peut s'inverser. Plus les prix baissent et plus les vendeurs vendent. Lorsque les titres ne trouvent plus preneur, le négociateur ne peut plus renouveler ses emprunts de titres et il ne peut plus vendre ses stocks d'actifs illiquides. Il se refuse à faire un prix. Notre grossiste baisse

son rideau de fer. Les marchés de gré à gré sont toujours fermés en temps de crise ; ce fut le cas pour le *high yield* après la faillite de Drexel ; ou pour les pays émergents après chaque crise de la dette culminant avec la crise asiatique. À Wall Street, Bear Stern était déjà connu pour être un teneur de marché par temps calme, *a fair weather dealer*. Il faut renforcer la standardisation et l'automatisation des transactions sur les dérivés OTC.

■ Feedback sur la solvabilité de la banque

L'un des problèmes persistants depuis septembre 2007 a été la difficulté à mesurer la valeur du portefeuille de négociation des banques. Celui-ci enregistre les positions en instruments liquides tenues pour des périodes courtes, qui proviennent des opérations de trading. Le portefeuille de négociation doit être constamment réévalué à la valeur de marché (norme IAS 39) mais elle perd sa référence quand les banques ne peuvent plus maintenir un marché sur ces titres. Il faut enrayer le cercle vicieux de la valorisation à la valeur marché des titres de trading lorsqu'il n'y a plus de trading.

■ Feedback sur l'évaluation des risques

Au contraire des transactions sur un marché centralisé, les transactions de gré à gré ne sont pas compensées pour aboutir à des soldes d'opération. Il n'existe pas de système de calcul des positions nettes des négociateurs. Chaque opérateur connaît ses positions, chaque banque peut connaître le montant des positions lorsque les bilans des confrères sont publiés, mais personne ne connaît le solde net des positions. Pour pouvoir compenser deux positions opposées, la réglementation requiert qu'elles soient identiques (même émetteur, mais aussi même maturité, même coupon, etc.). Personne ne sait si un confrère n'est qu'un chaînon ou bien

s'il tient le bout de la chaîne. L'incapacité des opérateurs à savoir quelle est la nature des actifs "toxiques" et qui les détient finalement, crée une méfiance généralisée tout au long de la chaîne des transactions. On ne sait pas si le risque porte sur des soldes nets ou des doubles emplois. Chaque fois qu'on le peut, il faut réduire le volume des transactions sur dérivés en standardisant les produits.

■ Feedback sur les contreparties

Sur les marchés centralisés, une chambre de compensation couvre le risque de défaillance globale et définitive d'un intermédiaire. La garantie fournie par la chambre de compensation inclut le paiement, mais aussi la livraison des titres au cas où le vendeur serait défaillant. Pour ce faire, elle exige des membres du marché un dépôt de garantie, ajusté quotidiennement, qui couvre le risque de négociation et le risque de défaillance. Rien de similaire sur les marchés de gré à gré. Des conventions-cadres (la principale est l'ISDA Master Agreement) prévoient des mécanismes de compensation et de collatéral, mais elles ne sont pas automatiques. Pour les produits qui se sont standardisés au cours du temps comme les *swaps*, les *caps*, *swaptions*, CDS, pour lesquels les volumes de transaction sont importants, il est devenu essentiel de créer un système centralisé de contrepartie.

AMÉLIORER LES INFRASTRUCTURES

Les marchés financiers ont besoin de plus de transparence et de mécanismes de découverte de prix qui fonctionnent même en période de crise. Cela suppose d'améliorer les infrastructures des marchés OTC. ■

« Les réflexions en cours pour améliorer les infrastructures des marchés OTC des dérivés de crédit envisagent d'incorporer un mécanisme de règlement basé sur un système d'enchères. »