



L'invité de L'Agefi

Pierre de Lauzun,

délégué général de l'Association française des marchés financiers

« Le marché, principale source de capitaux pour financer l'économie »

www.agefi.fr/WikiFinance/Livres

Vous participez à un livre d'entretiens intitulé « Les marchés font-ils la loi ? »* en collaboration avec Philippe Tibi, président de l'Amafi. Quel est son but ?**

Les marchés financiers sont au centre de l'actualité. Or beaucoup d'idées fausses circulent, notamment sur l'étendue de leur responsabilité dans la crise, et leur utilité en général. Parce qu'il n'y a pas de réelle « culture du marché » en France, nous avons cherché à éclairer le lecteur sur ce qu'est un marché et comment il fonctionne. Le point central est que le marché est incontournable. Non pas au sens négatif du terme en tant que contrainte. Mais, bien au contraire, parce que c'est directement ou indirectement la principale source de capitaux pour financer l'économie. Cet enjeu nécessite de veiller particulièrement à son bon fonctionnement. Un « bon » marché est celui qui, confrontant efficacement les opinions, permet d'échanger des titres ou des produits dérivés de façon fluide, au bon prix. On est loin de la thèse trop courante du marché efficient par essence, contre laquelle je m'inscris. Ce livre vise aussi à éclairer les racines de la crise de la zone euro qui, contrairement à celle de 2008 qui a révélé de véritables déficiences, n'est pas une crise des marchés. La crise actuelle naît de la constatation par les marchés que l'histoire de la zone euro qu'on leur a présentée n'est pas conforme à la réalité. Les marchés, ou plutôt les investisseurs, car c'est bien d'eux qu'il s'agit, ont alors posé des questions dont la légitimité n'est pas discutable. Tout au plus peut-on leur reprocher de ne pas l'avoir fait plus tôt. Un objectif maintenant est de retrouver leur confiance.



Tous les produits financiers sont-ils utiles ?

Le marché est inventif et crée de nombreux produits financiers. C'est une bonne chose en soi. Cela n'évite pas de s'assurer que ces produits soient bien définis, bien utilisés et fonctionnent correctement, notamment lorsqu'ils représentent des masses importantes. On le voit avec les CDS (*credit default swaps*, NDLR) par exemple. C'est un énorme marché, donc un vrai enjeu collectif. Or ces produits suscitent des questions de

fond. Est-il normal qu'ils offrent la possibilité de gagner de l'argent du fait de la défaillance de l'Etat ou de l'entreprise concernées ? L'évaluation du risque de crédit qu'ils fournissent est-elle suffisamment juste pour que des institutions comme le Fonds monétaire international s'appuient dessus pour mesurer le besoin de recapitalisation des banques ? Toutes ces questions appellent des analyses en termes d'utilité, de régulation et d'organisation de ce marché.

Mais la pratique des CDS à nu va être interdite en Europe...

C'est typique. Au lieu de se poser la question de l'utilité et des caractéristiques du produit, on l'interdit, mais seulement sur les risques souverains. Or si cela est justifié dans ce cas, pourquoi pas pour les entreprises ? Il n'y a pas eu d'analyse sérieuse sur les CDS et sur leur impact sur le marché. Celle-ci est pourtant nécessaire pour déterminer l'attitude à adopter.

*« Les marchés font-ils la loi ? » de Pascale-Marie Deschamps, entretiens avec Pierre de Lauzun et Philippe Tibi, une co-édition RB Edition- Eyrolles

**Association française des marchés financiers



Faut-il interdire les ventes à découvert ?

La technique des ventes à découvert est en soi utile, contrairement à ce que l'on pense souvent. Quand un investisseur estime qu'un titre prend une valeur excessive, il doit pouvoir le signaler. Plus qu'un droit, c'est un devoir. C'est pourquoi il faut permettre à ceux qui ne la possèdent pas de l'emprunter pour la vendre. Ce qui est néfaste en revanche, c'est de pouvoir utiliser cette technique lorsque le marché est pris dans une forte spirale baissière. Il peut donc être utile d'en interdire alors l'utilisation. Maintenant, ne nous leurrions pas, dans ce contexte, l'interdiction aura souvent un effet limité. La baisse aura lieu quand même, tout simplement parce que les détenteurs de titres voudront vendre et qu'il y aura peu d'acheteurs.

Quelle est l'influence du « trading » à haute fréquence ?

C'est un sujet en débat dans la profession. Face à l'apport de liquidité et à la réduction des fourchettes que permet le *trading* à haute fréquence, d'autres, dans les rangs desquels je m'inscris, s'interrogent sur certains de ses aspects. La finalité du marché est de définir un prix d'échange et de permettre de procéder à des échanges à ce prix. La valeur d'une entreprise peut-elle changer tous les millièmes de seconde ? Qu'un opérateur détermine sa position non pas en fonction de son analyse de la valeur de l'entreprise, mais uniquement de la position des autres intervenants telle qu'exprimée au travers de leurs ordres est discutable. Le fait est que la directive MIF (Marchés d'instruments financiers, NDLR) ne fait pas avancer le débat sur ce terrain.

Le projet de directive MIF 2 va-t-il dans le bon sens ?

Oui, mais il ne repose pas sur une vision d'ensemble du marché intégré que l'Europe veut mettre en place. Les Américains ont été plus loin. La loi Dodd-Frank est imparfaite, mais il y a un essai de vision d'ensemble. C'est logique puisque, aux Etats-Unis, les trois quarts du financement de l'économie passent par les marchés. En Europe, c'est moins le cas, mais on ira dans cette direction du fait de Bâle III. Il est donc temps de prendre conscience du rôle des marchés, de se les approprier.

Que pensez-vous des projets fiscaux du gouvernement ?

La taxe financière votée évite le pire. Le gouvernement a fini par comprendre que taxer les dérivés ne ferait que provoquer la fuite de ces activités à l'étranger. Elle est donc ciblée sur les actions, le seul titre que l'on peut contrôler. En revanche, c'est mauvais pour ce marché, qui n'est aucunement responsable de la crise et qui est indispensable pour le financement de l'économie. Développer les entreprises dans la durée, permettre aux PME de grandir et donc d'augmenter leurs fonds propres, passe par une Bourse forte. Il faut pour cela des investisseurs capables d'investir. Avec les projets fiscaux, et Solvabilité II, on va exactement en sens inverse. C'est consternant. ■

La valeur d'une entreprise peut-elle changer tous les millièmes de seconde ?

Propos recueillis par Frédérique Garrouste et Marion Leblanc-Wobrer