

# Quelle trajectoire pour l'économie ?

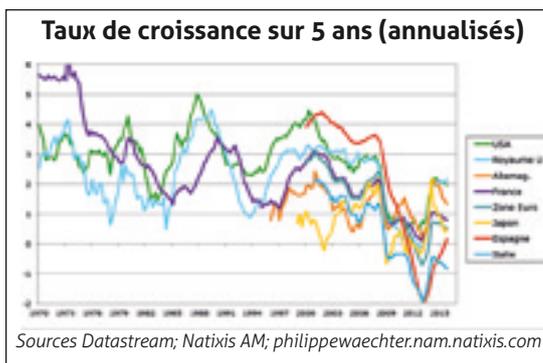
Par Philippe Waechter, directeur de la recherche économique, Natixis Asset Management

La dynamique de croissance des pays développés a changé avec la crise. Le régime de croissance n'est plus comparable. La longueur de la crise a provoqué une dynamique de l'investissement limitée de telle sorte que la croissance potentielle est franchement affectée à la baisse. Elle est probablement voisine de 1% en zone euro désormais contre une tendance de 2% avant la crise. C'est très insuffisant pour disposer d'un marché du travail créant de nombreux emplois mais aussi pour financer le modèle social.

Sur le graphique, on observe que la croissance sur cinq ans est plus faible que le rythme observé avant 2007. Seule l'Allemagne a une dynamique de croissance similaire, sa demande interne n'ayant pas été affectée par la rupture de 2008/2009 qui caractérise tous les autres pays industrialisés. Pour tous les autres, le choc a affecté de façon persistante la demande privée et ce choc a parfois été renforcé par des politiques trop restrictives, retardant ainsi le rebond potentiel de l'économie.

Lorsque l'on compare la période actuelle avec les récessions du passé, on constate une très nette singularité. Généralement, les récessions étaient courtes et très rapidement, le PIB par habitant revenait au niveau d'avant crise et repartait à la hausse. Ce n'est plus le cas : le retour au PIB par habitant d'avant crise est beaucoup plus long et le rythme de croissance une fois passé ce cap est généralement lent. En France, lors du premier choc pétrolier, il y a eu une année de récession,

en 1975, puis le PIB par tête repasse son niveau d'avant crise et croît à un rythme voisin de 2%. La séquence est la même après la crise du SME avec une récession en 1993. Actuellement, le PIB par habitant revient péniblement, en 2015, au niveau de 2007. On pourrait aussi indiquer que le profil de la croissance aux Etats-Unis est la plus faible, et de loin, depuis l'après-guerre. Dans ces conditions, la politique monétaire accommodante mise en place dans les pays industriels permet de réduire les risques sur le profil de l'activité.



Il y a quelques jours, Maury Obstfeld, le chef économiste du Fonds monétaire international, indiquait que cette situation était périlleuse car la croissance était trop basse depuis trop longtemps et favorisait l'épargne au détriment de la dépense.

## Trois trajectoires possibles

La première est de continuer sur le même profil qu'actuellement. La croissance est durablement lente et l'économie ne crée pas suffisamment d'emplois pour se caler sur une dynamique vertueuse. Cette situation est risquée car elle est sus-

ceptible d'engendrer de l'instabilité sociale et politique. C'est d'ailleurs un phénomène que l'on commence à percevoir avec des votes plus extrêmes en Europe. Ces phénomènes pourraient s'accroître. C'est une trajectoire qui se rapproche de ce qui a été évoqué sous le terme de stagnation séculaire.

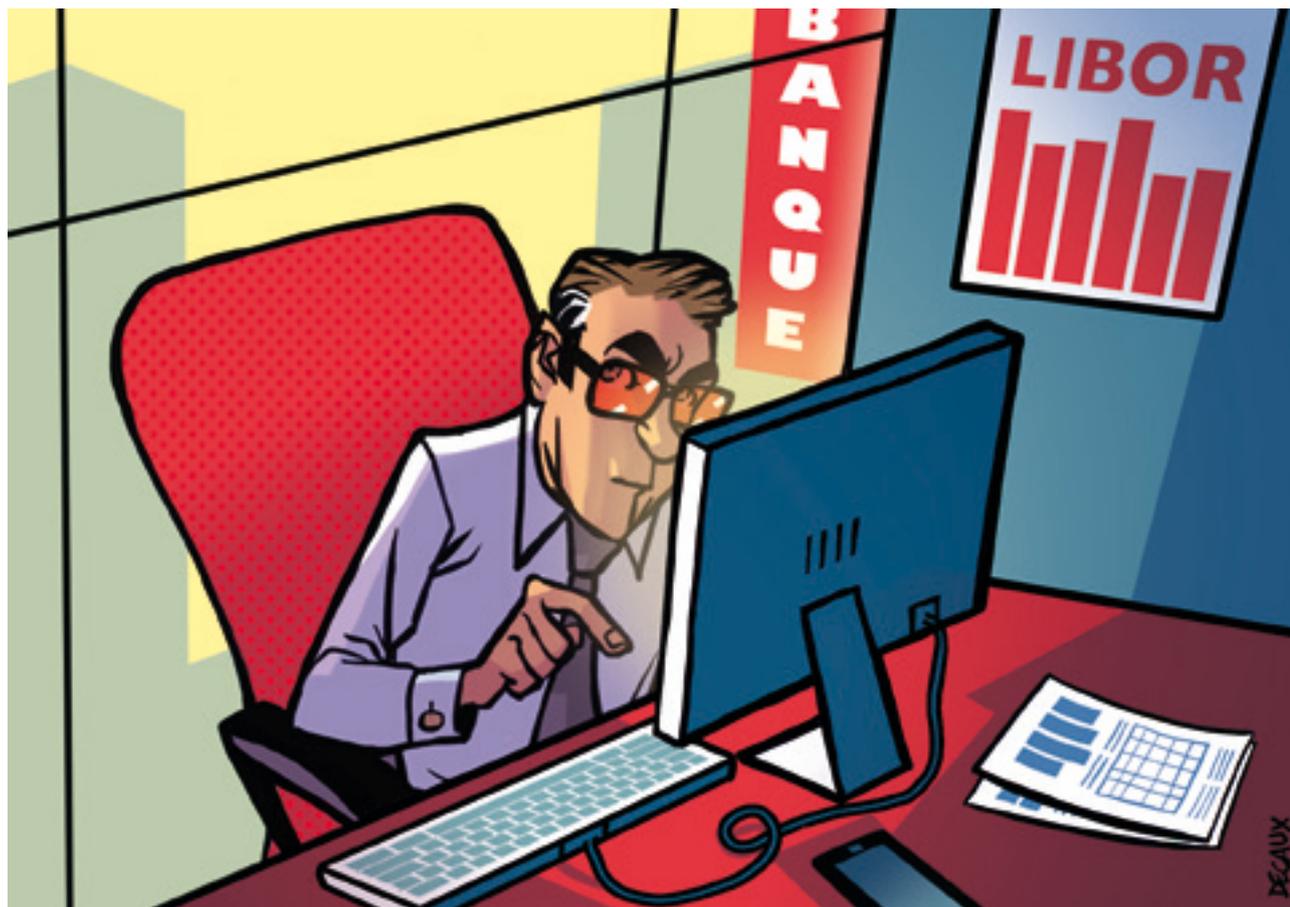
La deuxième est celle qui serait associée à une amélioration de la productivité issue de l'ensemble des innovations qui se mettent en place depuis le milieu des années 1990. On en voit les aspects microéconomiques, mais l'impact macroéconomique est très réduit. On peut imaginer que, dans un futur pas trop éloigné, l'ensemble de ces innovations ait un impact positif sur la productivité, permettant ainsi de sortir de la longue période dans laquelle nous sommes plongés. L'incertitude porte sur le moment où cette rupture à la hausse aura lieu et sur son ampleur.

La troisième trajectoire possible est celle évoquée par Maury Obstfeld et quelques autres économistes. Il faudrait un choc autonome capable de modifier en profondeur et dans la durée la trajectoire de l'économie actuelle. La politique budgétaire est alors l'instrument adéquat. Il faut profiter de taux d'intérêt très bas pour caler l'économie sur une trajectoire plus élevée via l'investissement public.

Le souci est que l'on ne peut se satisfaire de la première trajectoire ni d'attendre que la seconde se réalise. D'où la nécessité d'une approche plus volontaire.

# La délicate mue des indices de référence

La réaction institutionnelle aux manipulations de taux interbancaires ou de cours de change a été spectaculaire. Mais le passage à des indices fiables est techniquement problématique.



Dossier réalisé par  
Arnaud Brunet

Mettre sous les feux des projecteurs la manipulation d'indices de référence provoque la stupeur, comme chez un dormeur brusquement tiré de son sommeil par un cauchemar. « Avec le recul, cela paraît incroyable que ça ait pu se passer comme cela », s'émeut à propos des taux interbancaires un responsable d'une association de place qui traduit sans doute le sentiment qu'ont éprouvé de nombreux observateurs lors de la révé-

lation des affaires liées au Libor ou à l'Euribor.

Il s'agit pourtant bien de réalités, non de mauvais rêves, et les enquêtes menées ces dernières années, notamment par la *Financial Conduct Authority* britannique et la Commission européenne, se sont chargées de dessiller les yeux des saint-thomas : il y a eu ententes et manipulations, cela à propos d'indices ou de cours de change

servant de référence à une masse considérable de crédits, d'opérations à base de dérivés, de garanties, d'hypothèques ou encore d'écritures comptables (lire les tableaux insérés dans le texte).

Ces pratiques douteuses étaient certes connues d'initiés : au début des années 2000 par exemple, croient-ils savoir, le *London Interbank Offered Rate (Libor) Dollar* était majoré, en petit comité, au

bénéfice de banques américaines prêteuses en Europe mais se refinançant auprès de leur maison mère aux Etats-Unis. Mais c'était avant la crise des *subprimes*, avant que les banques ne se signalent, à maints titres, à l'attention des enceintes politiques et des autorités de contrôle, avant que la croissance mondiale ne se grippe durablement...

Les mêmes initiés, au reste, n'ignoraient pas les enjeux d'influence liés à la confection d'indices de référence et suivaient de près, entre autres, l'occasion saisie par les banques européennes de lancer, à la création de l'euro, un Euribor dollar, tout comme les manœuvres en coulisse que cette initiative par trop continentale a suscitées.

### Grosse artillerie

La réaction institutionnelle aux manipulations d'indices a pris un tour considérable, à l'image de ce qui a été fait dans le champ des dérivés de gré à gré pendant la crise des *subprimes*.

En juillet 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou Iosco en anglais) publiait ses dix principes sur les indices de référence, avec comme têtes de chapitre « gouvernance », qualité des indices, qualité de la

méthode ou encore responsabilité, principes endossés le mois suivant par le Conseil de stabilité financière (CSF ou FSB en anglais) et dans la foulée par le G 20 réuni à Saint-Pétersbourg <sup>(1)</sup>. Dès ce moment, le CSF recommandait d'adosser « dans la mesure du possible » les *benchmarks* à des transactions réelles (les taux interbancaires de référence sont pour l'instant établis à dire d'expert). Un an plus tard, l'OICV publiait un premier rapport sur la mise en conformité à ses principes des organismes, que l'on commençait à qualifier d'« administrateurs », en charge des Libor, Euribor et Tibor.

La Commission européenne, de son côté, a organisé une riposte en deux volets. Le premier a consisté à aménager la législation existante (règlement sur les abus de marché, directive relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, règlement concernant l'intégrité et la transparence du marché de gros de l'énergie, mais aussi directive sur les marchés d'instruments financiers, directive prospectus et directive OPCVM) de façon à ce que la manipulation d'indices de référence soit considérée comme un acte illicite passible de sanctions administrative ou pénale.

L'exécutif européen a par ailleurs mis en branle un processus législatif

qui a abouti, le 25 novembre 2015, à un accord entre le Parlement (qui a sensiblement modifié la version initiale) et le Conseil européens sur une proposition de règlement : ce texte (lire page 14), au champ d'application assez large et qui met ses pas dans ceux des principes de l'OICV, décrit notamment de façon précise ce que doit être et comment doit se comporter un administrateur d'indices et établit une distinction bienvenue entre les indices dits critiques et les autres *benchmarks*. « C'est opportun d'avoir élaboré cette notion d'administrateur, car une fois le règlement en vigueur, on pourra associer à chaque indice de référence un responsable », juge Frédéric Bompain, responsable des affaires publiques à Amundi, qui se remémore que dans la version initiale de la proposition, les gestionnaires d'actifs, qui combinent de nombreux indices (fonds dont les performances sont indexées à un indice d'actions et à un indice obligataire par exemple) pouvaient être considérés comme des administrateurs.

Le règlement européen communément appelé « benchmarks » sera complété par des actes délégués produits par l'Autorité européenne des marchés financiers conformément à un mandat de la Commission européenne transmis en février 2016.

### Tout changer, ne rien changer

L'European Money Market Institute (Emmi), qui a succédé à l'association de droit belge Euribor-EBF (EBF pour Association bancaire européenne) offre une bonne illustration de la mue opérée par un gestionnaire

### Libor dollar et euribor euro au coude à coude

	indices	montants	principales maturités
Libor	dollar	150-160	1 s 1m 3m 6m
	livre	30	3m, puis 1m 6m
	fr.suisse	6,5	3m 6m
	yen	30	3m 6m
	euro	2	
Euribor	euro	150-180	1m 3m 6m
Tibor	yen	5	3m 6m

Les montants, en notionnel, sont exprimés en milliers de milliards de dollars.  
Maturités : s = semaine m = mois  
Source : FSB (MPG Financial Report – currency market footprint)

(1) On peut aussi se référer aux Principes for Benchmark-Setting Process in the EU publiés conjointement en juin 2013 par l'Autorité européenne des marchés financiers et l'Autorité bancaire européenne.

## Des sanctions civiles, pénales et administratives

Une pluie de sanctions s'est abattue ces dernières années sur les banques et les courtiers convaincus de manipulation d'indices de référence. S'il ne fallait retenir que deux dates, ce serait le 12 novembre 2014 et le 4 décembre 2013, car les montant des amendes infligées par la *Financial Conduct Authority* (FCA) au Royaume-Uni, par la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) aux Etats-Unis et par la Commission européenne, ont marqué les esprits.

En 2014, la FCA a condamné Citibank, HSBC, JP Morgan Chase, UBS (sanctionnée en Suisse au même moment) et Royal Bank of Scotland (l'enquête se poursuivait s'agissant de Barclays) à lui verser 1,1 milliard de livres sterling, pour des manipulations portant sur des devises du G 10 effectuées entre janvier 2008 et octobre 2013. Le même jour, la CFTC infligeait un total de 1,4 milliard de dollars d'amendes (*civil monetary penalties*) aux mêmes banques, surtout soupçonnées d'avoir manipulé les World Markets/Reuters Closing Spot Rates. L'autorité administrative américaine notait à cette occasion que les établissements épinglés avaient « *significativement coopéré* » avec ses services.

La Commission européenne a de son côté, en 2013, sanctionné Deutsche Bank, Société générale (dont l'amende a été ramenée de 446 millions d'euros à 228 millions, après examen de nouvelles pièces, le 6 avril dernier), JP Morgan, Citigroup, Royal Bank of Scotland et RP Martin à hauteur de 1,7 milliard d'euros pour des comportements répréhensibles liés à l'Euribor et au Libor, tandis qu'était accordée l'immunité totale pour « *avoir révélé l'existence des ententes* » à Barclays et à UBS, qui, sans cela, auraient dû verser respectivement 690 millions et 2,5 milliards d'euros.

### Onze ans d'emprisonnement

En matière pénale, une sanction exemplaire a été prononcée en août 2015 à l'encontre de Tom Hayes, un ancien trader d'UBS et de Citigroup, à l'issue d'une enquête du *Serious Fraud Office* britannique sur une manipulation du Liboryen entre 2006 et 2010 : quatorze années d'emprisonne-

ment. L'appel a été rejeté en décembre de la même année, mais la peine ramenée à onze ans.

Cette année, un juge new-yorkais a prononcé des peines de respectivement deux et un an d'emprisonnement à l'encontre de deux anciens salariés britanniques de Rabobank, Anthony Allen et Anthony Conti, pour manipulation du Libor. Ils sont les premiers à avoir été jugés par un tribunal américain pour manipulation d'indices de référence. En octobre 2013, Rabobank avait négocié 1 milliard de dollars l'extinction des poursuites menées en Europe et aux Etats-Unis. La banque néerlandaise avait alors indiqué que « *trente employés étaient impliqués dans des comportements inappropriés* ».

Le 5 avril débutait devant un tribunal de Southwark à Londres le procès pénal (qui doit durer trois mois) de cinq anciens salariés de Barclays - dont trois étaient des traders de swaps à New York - suspectés d'avoir manipulé le Libor. Dans un des messages électroniques cités à l'ouverture du procès, adressé aux déclarants du taux de référence, on peut lire : « *Notre desk a une grosse position, nous souhaiterions un Libor très élevé* (« [...] *we're very much in favour of a crazy high Libor setting* ») ».

Parmi les sanctions administratives figure l'interdiction d'exercer prononcée par la FCA britannique en mars, à l'encontre de Ross Curtler, un ancien de Deutsche Bank. Avant lui, un ancien de Rabobank, Paul Robson, toujours sous le coup de poursuites aux Etats-Unis, avait été pareillement sanctionné.

L'année dernière, c'est en direction des matières premières, or, argent, platine, palladium en particulier, que l'attention des autorités s'est portée. Le ministère américain de la Justice et la CFTC mènent l'enquête à propos des comportements d'une dizaine de banques ; les autorités helvétiques ont, elles, fait savoir qu'elles s'inquiétaient d'éventuelles manipulations de cours de métaux précieux, avec dans leur collimateur sept banques : UBS, HSBC, Deutsche Bank, Julius Bear, Barclays, Morgan Stanley et Mitsui ; quant à la Commission européenne, elle a déclaré en août qu'elle enquêtait dans le même domaine.

## Les grands axes du règlement européen « benchmarks »

### Champ d'application

**Art. 2.** « Le présent règlement s'applique à la fourniture d'indices de référence, à la fourniture de données sous-jacentes aux fins d'indices de référence et à l'utilisation d'indices de référence dans l'Union ».

Sont visés les administrateurs d'indices établis dans l'Union.

Le texte ne s'applique pas aux membres du Système européen de banques centrales.

Il est prévu un mécanisme d'information aux producteurs afin que ces derniers aient connaissance du fait qu'un indice est devenu ou pourrait devenir un indice de référence et ainsi leur permettre de s'opposer à une telle utilisation. Si le producteur accepte cette utilisation, il doit se soumettre au règlement; s'il refuse, l'indice ne peut être utilisé comme référence.

### Gouvernance et contrôle des administrateurs

**Art. 5** « 1. Les exigences de gouvernance énoncées ci-après s'appliquent à tout administrateur :

(a) l'administrateur dispose d'un dispositif de gouvernance solide, comprenant notamment une structure organisationnelle claire avec un partage des rôles et des responsabilités bien défini, transparent et cohérent pour toutes les personnes participant à la fourniture de tout indice de référence. L'administrateur prend toutes les mesures nécessaires pour que la fourniture de tout indice de référence ne soit entachée d'aucun conflit d'intérêts avéré ou potentiel et pour que toute appréciation discrétionnaire ou tout jugement requis dans le processus d'élaboration d'un indice de référence soit exercé(e) de manière indépendante et honnête ».

[...]

**Art.6** « 1. Un administrateur ne peut externaliser de fonctions liées à la fourniture d'un indice de référence d'une manière qui compromette gravement le contrôle qu'il exerce sur la fourniture de cet indice de référence, ou la capacité de l'autorité compétente concernée à surveiller ledit indice de référence.

[...]

3. Un administrateur qui externalise auprès d'un prestataire de services des fonctions ou tout service ou toute activité en lien avec la fourniture d'un indice de référence demeure pleinement responsable de l'exécution de l'ensemble des obligations qui lui incombent en vertu du présent règlement ».

Afin de lutter contre les appréciations discrétionnaires et d'annihiler toute possibilité de manipuler les indices, la proposition impose des exigences quant à la production :

### Art.7 Données sous-jacentes et méthodes

1. « La fourniture de tout indice de référence est régie par les exigences suivantes en matière de données sous-jacentes et de méthode :

(a) Les données sous-jacentes sont suffisantes pour représenter de manière exacte et fiable le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est censé mesurer.

Les données sous-jacentes sont des données de transaction. Si les données de transaction disponibles ne sont pas suffisantes pour représenter de manière exacte et fiable le marché ou la réalité économique que l'indice de référence est censé mesurer, des données sous-jacentes qui ne sont pas des données de transaction peuvent être utilisées, pour autant qu'elles soient vérifiables.

(b) L'administrateur obtient les données sous-jacentes auprès d'un groupe ou d'un échantillon de contributeurs fiable et représentatif, de sorte que l'indice de référence calculé soit fiable et représentatif du marché ou de la réalité économique qu'il est censé mesurer.

(c) Lorsque les données sous-jacentes de l'indice de référence ne sont pas des données de transaction et qu'un contributeur est partie à plus de 50 % en valeur des opérations réalisées sur le marché que cet indice de référence est censé mesurer, l'administrateur vérifie que les données sous-jacentes représentent un marché mû par le jeu de l'offre et de la demande [...].

(d) Pour déterminer l'indice de référence, l'administrateur utilise une méthode solide et fiable, assortie de règles claires établissant selon quelles modalités et quand une appréciation discrétionnaire peut entrer en ligne de compte dans la détermination de cet indice de référence.

(e) L'administrateur développe, utilise et gère ses données sous-jacentes et sa méthode d'une manière transparente ».

### Exigences relatives aux contributeurs

#### Art 9 Code de conduite

« Tout administrateur adopte, pour chaque indice de référence, un code de conduite qui précise clairement les responsabilités et les obligations de l'administrateur et des contributeurs au regard de la fourniture de l'indice de référence, qui inclut une description claire des données sous-jacentes devant être fournies et qui comprend au moins les éléments prévus à... ».

### Transparence et protection des consommateurs

La Commission a mis l'accent (articles 15 à 18) sur le devoir de transparence des administrateurs, qui seront soumis à une obligation d'information et à une obligation de publication des données sous-jacentes, cela afin de permettre aux utilisateurs de choisir l'indice le plus approprié et le mieux adapté. Par ailleurs, une évaluation du caractère approprié de l'indice est imposée aux banques dans leurs relations avec les consommateurs aux fins de contrats financiers.

### Surveillance et procédure d'agrément des administrateurs

Les articles 22 à 37 soumettent la fourniture d'indices de référence à l'obtention préalable d'un agrément et à une surveillance continue. Ces articles décrivent les conditions et la procédure auxquelles seront soumis les administrateurs souhaitant obtenir l'agrément de leur autorité compétente.

### Indices de référence d'importance critique

#### Art. 13

1. La Commission adopte une liste des indices de référence situés dans l'Union qui sont d'importance critique conformément à la définition énoncée à l'article 3, paragraphe 1, point 21 (« Tout indice de référence auquel contribuent en majorité des entités surveillées et qui est utilisé comme référence pour des instruments financiers d'une valeur notionnelle d'au moins 500 milliards d'euros »)
2. Dans les cinq jours ouvrables à compter de la date d'application de la décision incluant un indice de

référence d'importance critique dans la liste visée au paragraphe 1 du présent article, l'administrateur de cet indice de référence notifie le code de conduite à l'autorité compétente concernée [...]

#### Art. 14 Contribution obligatoire

1. Lorsque pour une année donnée, des contributeurs représentant au moins 20 % des contributeurs à un indice de référence d'importance critique cessent d'y contribuer, ou qu'il existe des raisons suffisantes de penser qu'au moins 20 % des contributeurs risquent de cesser d'y contribuer, l'autorité compétente pour l'administrateur de cet indice de référence d'importance critique a le pouvoir:

- (a) d'exiger d'entités surveillées, sélectionnées conformément au paragraphe 2, qu'elles fournissent des données sous-jacentes à l'administrateur conformément à la méthode, au code de conduite ou à d'autres règles;
- (b) de déterminer la forme sous laquelle, et le calendrier selon lequel, toute donnée sous-jacente doit être fournie;
- (c) de modifier le code de conduite, la méthode ou toute autre règle régissant l'indice de référence d'importance critique considéré.

2. Pour un indice de référence d'importance critique, les entités surveillées censées fournir des données sous-jacentes conformément au paragraphe 1 sont déterminées par l'autorité compétente pour l'administrateur sur la base des critères suivants [...]:

3. L'autorité compétente d'un contributeur surveillé invité à contribuer à un indice de référence par des mesures prises conformément au paragraphe 1, points a) et b), aide l'autorité compétente pour l'administrateur à appliquer ces mesures.

d'indices (Euribor, Eonia, Eurepo...) de façon à se conformer aux principes du CSF et du règlement européen en cours d'élaboration.

Sur le papier, la feuille de route de l'association agréée par l'Autorité des services et marchés financiers (l'équivalent belge de l'Autorité des marchés financiers) s'apparente à un paradoxe digne de la célèbre réplique de Tancredi, le neveu du prince Salina, dans le roman de Giuseppe Tomaso di Lampedusa, *Le Guépard* : « Il faut que tout change

pour que rien de change. » Il s'agit en effet de produire un nouvel indice réunissant toutes les qualités (niveau, définition, robustesse, fiabilité, volatilité...) de l'ancien, au terme d'une « transition sans couture ».

Cette transition douce a dans un premier temps nécessité que l'Emmi réforme son organisation, en l'ouvrant sur l'extérieur, en limitant la possibilité de conflits d'intérêt et en jouant la carte de la transparence. Par exemple, le comité directeur (*steering committee*) a été élargi

à de nouvelles parties prenantes. « Notre mission consiste surtout à vérifier que le code de conduite signé par les banques est respecté », témoigne l'un des nouveaux entrants. « En réalité, les sujets traités étant très techniques, les discussions demeurent l'apanage d'une poignée de spécialistes », constate de son côté un bon connaisseur de l'organisation.

Mais la tâche la plus ardue, non achevée à cette heure, consiste à bâtir un indice non pas basé sur de simples déclarations de trésoriers

de banque mais sur des transactions dûment constatées. Cette méthode, si elle n'est pas loin de faire l'unanimité dans les enceintes bancaires comme chez les utilisateurs d'indices de référence, représente un défi technique à multiples facettes, ne serait-ce qu'en ce qui concerne la collecte des flux. «*Le marché inter-bancaire stricto sensu s'est nettement rétréci sous la double influence des nouvelles règles bancaires et de la politique non conventionnelle de la Banque centrale européenne* », note par exemple Sylvie Bourmaud, de l'équipe de recherche de la société de gestion CPR AM. «*Le nouveau dispositif est intrusif à l'égard des banques ; ce ne sera pas facile de recouper l'information* », prévient de son côté Serge Assouline, le président de la société de conseil Forex Finance, qui estime que les places de marché, neutres par construction, feraient les meilleurs administrateurs d'indices de référence.

### Casse-têtes techniques

Les embûches ne manquent pas. Il s'agit par exemple de déterminer quelles pourraient être les nouvelles contreparties et instruments à intégrer - dépôts des entreprises, fonds, certificats de dépôts, etc - pour rendre compte plus finement du coût de financement non sécurisé (*wholesale funding*) des banques (les trois quarts des participants à la consultation organisée par l'Emmi en 2015 sont favorables à la prise en compte des dépôts des entreprises, fait savoir l'association). Un autre casse-tête consiste à déterminer l'intervalle de temps à l'intérieur duquel seront collectées les transactions (le problème ne se pose pas dans un système déclaratif). Il faut aussi statuer sur les méthodes employées (extrapolations, interventions humaines...) en présence de marchés trop peu actifs pour être pertinents. Et *last but not least*,

### Indexation maximale pour les prêts syndiqués

	dollar	% Libor	euro	% Euribor	livre	% Libor
crédits syndiqués	3,4	97	0,5	90	0,1	100
crédits bilatéraux	2,9	30-50	5,8	60	3,3	68
immobilier d'entreprise	3,6	30-50		60		
prêts immobiliers (1)	9,6	15	5,1	28		
prêts aux particuliers	2,9	faible	1,9	faible		

Lire : 97 % des crédits syndiqués en dollar sont indexés au libor.

Les montants sont exprimés en milliers de milliards de dollars.

(1) Aux particuliers

Source : FSB (MPG Financial Report)

se mettre d'accord sur les éléments qui seront publiés publiquement : des données brutes, des taux, les contributions banque par banque, etc? «*Les banques sont vent debout à l'idée que les contributions individuelles soient publiées ; cela reviendrait à divulguer leur coût de financement* », observe un bon connaisseur du dossier.

Les premiers tests réalisés en 2014 par l'administrateur, à partir de données de 2013, semblent attester la pertinence de la nouvelle méthode: «*Ces tests ont montré que le benchmark était robuste, cela à partir de données d'une année plutôt agitée sur les marchés financiers* », explique Guido Ravoet, le secrétaire général de l'Emmi. La seconde batterie de tests, à partir de juin, s'appuiera sur les données issues du *Money Market Statistical Reporting* de la Banque centrale européenne (dans un premier temps, à partir du 1er avril, cinquante-trois banques déclarent quotidiennement les transactions de tous les compartiments du marché monétaire). Cette collecte est destinée à étudier les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Et il semble probable que pour le nouvel indice, Emmi, tout en étant responsable des calculs de l'Euribor, puisse utiliser les fichiers de la banque centrale.

Il reste que s'il s'agit d'une avancée significative, la nouvelle méthode

ne constitue pas une assurance tout risque. «*Le fait de se baser sur des transactions n'exclut pas totalement la manipulation. La meilleure des garanties demeure le panel de banques large et diversifié ainsi qu'une 'gouvernance' et des systèmes de contrôle efficaces* », prévient Guido Ravoet. L'une des difficultés sera ainsi de faire revenir dans le giron des contributeurs les nombreuses banques qui, par prudence, avaient préféré jeter l'éponge.

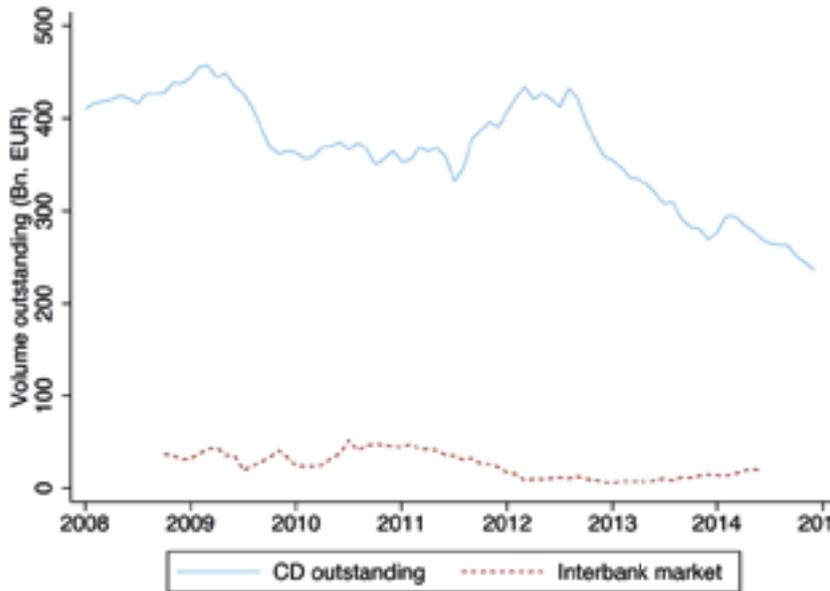
### Les changes aussi réformés

Les réformes à l'œuvre à l'Emmi le sont aussi, grosso modo dans le même esprit et la même direction, pour le Libor et le Tibor. Le Libor, qui est désormais géré par le groupe de places de marché Intercontinental Exchange (ICE), se décline en cinq devises et sept maturités, les taux étant calculés à partir de panels de banques s'étagant de onze à dix-neuf établissements. Les Britanniques ayant pris assez tôt le taureau par les cornes, l'administrateur est placé sous la tutelle de la *Financial Conduct Authority* depuis 2012. Comme dans le domaine des taux d'intérêt, les changes connaissent d'importants bouleversements, car, aussi intrigant que cela puisse paraître, ce gigantesque marché - jusqu'à 5000 milliards de dollars par jour en moyenne sur un mois, selon la Banque des règlements in-

## Les crises récentes n'ont pas gelé le marché des certificats de dépôt

Une recherche académique récente, « Wholesale funding runs » <sup>(1)</sup>, réalisée par trois enseignants d'HEC, Christophe Pérignon, David Thesmar et Guillaume Vuillemeay, et dont l'objet d'étude est le marché de gros du refinancement bancaire en Europe entre 2008 et 2014, aboutit à trois principaux résultats :

- Contrairement à ce que l'on pourrait penser, le marché des certificats de dépôt en euro (le segment le plus important du refinancement bancaire à court terme : il représente dix fois l'interbancaire stricto sensu), ne s'est gelé ni en 2008 (au moment de la plus forte intensité de la crise dite des *subprimes*) ni au plus fort de la crise des dettes souveraines.
- Cependant, quelque vingt-cinq banques (Dexia, Monte Paschi di Siena...), sur un échantillon de près de trois cents, se sont trouvées dans l'impossibilité, temporaire (*run*) ou définitive, d'émettre des certificats de dépôt. L'étude montre que ces banques affichaient des bilans déséquilibrés.
- On assiste à des phénomènes de réallocation des ressources, au profit des meilleures banques.



L'étude a nécessité un travail colossal de collecte de données : les auteurs ont recueilli les informations relatives à l'ensemble des émissions de certificats de dépôt eu euro réalisées par près de trois cents banques, ce qui représente 1,4 million de codes Isin (*International Securities Identification*). Pour certains gros émetteurs, cela représente quelque 100000 observations.

(1) L'étude est accessible sur le site de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution : « Publications », puis « Travaux de recherche ».

ternationaux – peut être manipulé, selon le CSF. Il est aussi, en tout état de cause, très concentré : Deutsche Bank, Citigroup, Barclays et UBS accaparaient il y a peu la moitié des transactions, selon une enquête publiée en mai 2013 par *Euromoney Institutional Investor*.

Deux sources archi-dominent la publication de fixings : la Banque centrale européenne (BCE) d'une part, qui, jusqu'à récemment, publiait quotidiennement, à 2 heures 15 (Bruxelles) les cours de trente-deux devises, cours de référence principalement utilisés par les entreprises, notamment pour leurs *non deliverable forwards* (le nombre d'utilisateurs de ces fixings aurait augmenté au fur et à mesure que les affaires étaient révélées) ; WM/Reuters (WM sont les initiales de World Market Co, une société apparentée au géant de la gestion d'actifs State Street) d'autre part, qui diffuse depuis 1994 les cours de cent soixante devises toutes les heures et de vingt-et-une devises toutes les demi-heures. Les données sont extraites d'un système électronique, la référence étant la médiane de l'ensemble des transactions réalisées en une minute.

La BCE a choisi en décembre 2015 de différer ses fixings de deux heures, ce dont l'AFTE s'est émue (lire les communiqués sur le site de l'association, aux onglets commission « financement » ou « commission risques »), rappelant au passage que Benoît Coeuré, membre du directoire de l'institution, avait récemment déclaré que « les références de la BCE constituent un bien public fourni aux particuliers et aux institutions ». De nombreuses hypothèses ont été émises à propos d'une décision qui, objectivement, vise à décourager l'utilisation de ces fixings, sans qu'il soit possible de valider formellement l'une plutôt que l'autre.

## Un préjudice malaisé à déterminer

Une autre question pendante, qui concerne cette fois directement les financiers d'entreprise, est délicate à démêler : toute considération morale mise à part, les entreprises ont-elles été lésées par les manipulations d'indices et de fixings de référence, qui servent à asseoir un grand nombre de financements (y compris intragroupes) et de dérivés, permettent le règlement d'instruments financiers et la production d'informations comptables et financières ? « *Je ne pense pas que le préjudice soit sensible pour les entreprises* », estime le responsable de la salle de marché d'une entreprise de premier plan, qui, semble-t-il, résume, à quelques nuances près, le sentiment d'une grande partie des directions de la trésorerie et du financement. Cette thèse de « *l'impact limité* », pour reprendre les termes d'un directeur de la trésorerie et du financement, est renforcée par le fait que les démarches d'avocats tentant de fédérer des entreprises en vue d'actions collectives n'ont – jusqu'ici du moins – pas abouti. Mais il se trouve aussi des professionnels, dans les entre-

## Les dérivés majoritairement indexés aux ibor

	volumes OTC (a)	% adossés à un ibor	volumes ETD (b)	% adossés à un ibor
dollar	171	65	32,9	92
euro	186	élevé	9,8	100
livre	46	62	3,5	98,5
yen	24	58		

Les montants sont exprimés en milliers de milliards de dollars.

(a) En notionnel, swaps de taux d'intérêt, FRA, options, cross-currency swaps

(b) En notionnel. Négociés sur des marchés organisés

Source : FSB (MPG Financial Report)

prises, pour s'opposer fermement à cette opinion ou, à tout le moins, pour appeler à la prudence : peut-on sérieusement prétendre faire le bilan des gains et des pertes liées, par exemple, à une majoration de l'Euribor (ce que l'on gagne sur un swap payeur de taux fixe, on le perd sur le financement, etc) ?

La question des conséquences opérationnelles des bouleversements en cours n'est, elle, en revanche, pas polémique. Les entreprises (et les gestionnaires d'actifs, dans de plus grandes proportions) devront payer, ou payer plus cher, des références qui ont soit disparu (l'Euri-

bor dollar australien est désormais disponible en Australie et payant), soit sont diffusées ou le seront par des organismes privés. Ces surcoûts, non négligeables, sont à mettre en perspective avec la concentration galopante des spécialistes de l'information financière, comme l'a encore attesté récemment le projet de fusion de Markit et d'IHS qui, ensemble, aurait réalisé en 2015 un résultat brut d'exploitation de 1,2 milliard de dollars.

Au chapitre des conséquences pratiques des réformes à l'œuvre figurent, enfin, les épineux aspects juridiques. Qu'advient-il par exemple des contrats prenant l'Euribor comme référence, une fois le nouvel indice diffusé (il se nommera de la même façon, mais son niveau absolu sera structurellement un peu plus élevé) ? Il y a pour l'instant dans ce domaine beaucoup de questions et très peu de réponses (notamment d'organisme comme la *Loan Market Association*) ou de réponses satisfaisantes. Un avocat résume l'affaire : « *Avec des nouveaux indices de référence comme l'Euribor, on aura affaire à la même étiquette, mais assurément pas tout à fait au même produit* », tout en constatant que pour l'heure, les différentes parties prenantes s'abstenaient de prendre position.

DESSIN