

## A quand la transparence sur les marchés obligataires ?

Point de vue | LEMONDE.FR | 19.09.11 | 10h03 • Mis à jour le 19.09.11 | 10h17

par Fany Declerck, chercheure à l'école d'économie de Toulouse

Le 11 juillet, dans la plus grande discrétion, NYSE BondMatch, un système de négociation d'obligations d'entreprises européennes a démarré à Paris, avec pour but de bouleverser la façon dont les banques, gérants de fonds et autres investisseurs institutionnels s'échangent la dette des entreprises. Inaugurer un marché financier ainsi, en pleine période estivale est loin d'être idéal, et ses premières semaines de fonctionnement ont bien évidemment été décevantes. L'enjeu est pourtant d'envergure.

La situation antérieure avait de quoi susciter de sérieuses interrogations. Sur ce marché obligataire qui brasse des sommes deux fois plus élevées que le marché actions, 90 % des échanges avaient lieu dans une totale opacité par l'intermédiaire d'une poignée de "dealers". Impossible jusqu'à cet été pour un investisseur de comparer les offres des uns et des autres avec les prix des dernières transactions. Les échanges se déroulant via des conversions téléphoniques, l'investisseur n'avait aucun accès à cette information cruciale. Il ne connaissait pas davantage le montant des frais prélevés par les dealers pour rémunérer leur fonction d'intermédiaire. Ainsi protégées, les banques bénéficiaient d'une rente confortable.

Dès 2006 les recherches menées à l'école d'économie de Toulouse (TSE) se sont attachées à mieux comprendre la mécanique de ce marché de gré à gré. La participation d'un plus grand nombre d'investisseurs et de banques sur la zone consolidée de l'euro générait une concurrence plus importante entre les dealers. Ainsi les obligations européennes bénéficiaient de coûts de transaction plus faibles que les obligations cotées sur le marché américain. Marché sur lequel les dealers sont pourtant obligés de rendre public les prix auxquels s'effectuent les transactions.

Fallait-il en conclure que le marché obligataire européen fonctionnait correctement ? C'est ce qu'a semblé penser la Commission européenne qui lors de la directive marchés d'instruments financiers de 2007, lobbying bancaire aidant, n'a pas imposé de transparence à ce marché. Les recherches toulousaines avaient pourtant déjà établi une faille critique dans son fonctionnement : lorsqu'une information arrivait sur le marché, les dealers mettaient plus d'une semaine à la répercuter dans les prix. Pendant ce temps, ils accumulaient les profits...

Il aura fallu attendre que ces mêmes dealers refusent de décrocher leurs téléphones pendant la crise financière de 2008, entraînant l'arrêt brutal de ce marché, pour que régulateurs, banquiers, gérants de fonds et émetteurs travaillent à la création d'un marché obligataire plus transparent. Et cette fois pas de demi mesure puisqu'ils ont demandé rien de moins que la mise en place de bourses électroniques !

NYSE BondMatch répond à ce cahier des charges. Sauf que, effet du lobbying ou torpeur estivale, après deux mois d'activité les échanges restent modestes. La gratuité des négociations pour le lancement de la plateforme n'a rien changé. NYSE BondMatch annonce

seulement 50 000 à 100 000 ordres par jour et ne communique ni sur le montant de ces ordres ni sur les volumes échangés.

Une révolution sur les marchés obligataires est-elle réellement envisageable ? Possible mais pas garantie.

L'expérience historique apporte un éclairage intéressant. Jusqu'au milieu des années 1940, le marché obligataire américain fonctionnait sur le même principe que NYSE BondMatch, l'informatique en moins. Le poids économique des investisseurs institutionnels leur permettant sur un marché de gré à gré de négocier les frais prélevés par les dealers, ces acteurs à l'importance croissante ont alors imposé un tel marché de gré à gré. Accepteront-ils de ne plus négocier ces frais qui sont dorénavant les mêmes pour tous ? La question reste entière.

Les entreprises qui émettent des obligations y ont intérêt. Cette nouvelle organisation devrait leur permettre d'obtenir une valorisation plus fiable du rendement offert par leurs obligations. Il est par ailleurs vital pour elles que leurs titres puissent se revendre facilement sur un marché secondaire actif réduisant ainsi leur coût du capital. La nouvelle plate-forme peut contribuer à dynamiser le marché en attirant de nouveaux acteurs.

Enfin, chaque mois, NYSE BondMatch fournit un rapport sur les banques qui participent à ce nouveau marché. Il est facile d'observer celles qui boudent ce système, préférant s'en tenir au marché de gré à gré, si confortablement opaque et rémunérateur. Les émetteurs pourraient ainsi se tourner pour leurs futures émissions vers celles qui jouent le jeu.