

Mikael Petitjean, professeur de finance à l'UCL "La Bourse, truquée? Non... Bien sûr que non. C'est une grossière exagération"

Le vrai débat aujourd'hui est de savoir si les marchés doivent viser l'efficacité à tout prix, même si cela se traduit par une moins grande équité. © REUTERS

Le dernier essai du journaliste américain Michael Lewis bouleverse le monde de la finance à New York. Au cœur de son ouvrage, une accusation: les échanges sont manipulés, au profit des courtiers à haute fréquence. Connu comme l'un des premiers auteurs à avoir démontré dans les années 1980 qu'un best-seller sur la finance n'était pas impossible avec les titres "Liar's Poker" ou "Moneyball", cet ancien broker relate dans "Flash Boys" l'histoire vraie d'un courtier en rébellion contre les méthodes de courtage les plus sophistiquées, en particulier le trading à haute fréquence (THF).

"Les plus gros scandales financiers sont à mettre à l'actif non pas des firmes de trading à haute fréquence mais des acteurs conventionnels."

Depuis le krach éclair de mai 2010, pour lequel il avait été mis en cause, le THF, qui permet d'échanger des actions à la vitesse de la lumière, est sous haute surveillance du public, comme des autorités. La parution de "Flash Boys" intervient moins de deux semaines après l'annonce d'une enquête par la justice de l'État de New York sur ces pratiques. Le gendarme boursier américain (SEC) et le FBI ont, depuis lors, fait savoir qu'ils menaient aussi leurs propres investigations sur la question.

Le dernier livre du journaliste américain Michael Lewis fait couler beaucoup d'encre dans le monde de la finance à New York. Selon lui, les échanges boursiers seraient manipulés par les firmes à haute fréquence. La Bourse serait-elle truquée? Non... Bien sûr que non. C'est une grossière exagération. Lewis avait écrit un ouvrage très intéressant suite à l'expérience qu'il a vécue de l'intérieur au sein la banque Salomon Brothers. Je suis nettement moins convaincu de la pertinence de son dernier ouvrage pour la simple et bonne raison qu'il connaît beaucoup moins bien le milieu du THF.

Je dirais simplement que le régulateur doit plus que jamais continuer à faire son travail à la Bourse. Les fraudes et les tentatives de manipulation sont présentes et vont se poursuivre. Ce seront d'ailleurs, sans doute, à l'avenir, davantage les firmes à haute fréquence qui seront impliquées dans ce genre de manipulation pour la simple raison que la nature du marché évolue. Aujourd'hui, la majorité des opérations sont réalisées par des ordinateurs et donc par un simple calcul de proportion, le pourcentage de manipulation des firmes de THF va augmenter.

mikael Petitjean professeur de finance

Pour autant, je préfère voir les petits investisseurs actifs sur la Bourse aujourd'hui que pendant les années 60 et 70. À cette époque, les délits d'initiés étaient moins identifiés, moins pénalisés qu'aujourd'hui mais beaucoup plus présents. Les marchés sont aujourd'hui beaucoup plus compétitifs et démocratisés qu'ils ne l'étaient il y a 30 ou 40 ans.

Dans son livre, Lewis explique que le marché américain est désormais comparable à un système de classes où les plus riches peuvent se payer une meilleure technologie pour dépasser les autres. Ce à quoi répondent les adeptes du THF qu'il n'y a rien d'injuste à vouloir pousser un cran plus loin le niveau de compétition. Qui a raison, qui a tort?

Les deux ont tort et raison à la fois. Cette course à la technologie ne date pas d'hier. À l'époque de la bataille de Waterloo, Nathan Rothschild avait envoyé des pigeons voyageurs entre Waterloo et Londres pour diffuser l'information de la défaite de Napoléon auprès de ses collaborateurs. Le but de cette opération était de faire des opérations d'achat/vente avant les autres sur les titres obligataires des deux États respectifs. Est-ce que cette course est injuste? De manière procédurale, cette technologie est disponible pour tous à partir du moment où on souhaite l'acquérir. Autrement dit, les conditions d'accès sont les mêmes pour tous, le prix est le même etc.

Maintenant, on peut se poser la question à propos des firmes qui parviennent à se localiser au centre de la Bourse. Celles-là vont avoir un avantage comparatif sur les autres, c'est indéniable. La question importante à se poser au bout du compte est: est-ce que cette compétition de requins bénéficie finalement aux investisseurs "classiques". Eux n'ont rien à gagner ou perdre de 5 milliardièmes de seconde quand une firme vient se localiser au coeur de la Bourse plutôt qu'à un kilomètre de là.

Alors, oui ou non, le THF a-t-il des vertus? On évoque régulièrement le fait qu'il contribue à assurer la liquidité du marché et à stabiliser les cours en réduisant la volatilité...

Si on prend, en moyenne, les indicateurs de liquidité sur une période relativement longue, on constate que ces indicateurs évoluent dans le bon sens. Cela ne veut pas dire que les firmes de THF en sont la cause mais qu'il y a une corrélation entre la présence de ces firmes et l'évolution positive des indicateurs de liquidité. Bien sûr, cela ne veut pas dire non plus que le risque de liquidité ait diminué. Le "flash crash" du 6 mai 2010 est un exemple de situation relativement rare où la liquidité disparaît très rapidement parce que les firmes de THF ne jouent plus leur rôle de teneur de marché.

Des recherches académiques ont montré que durant les périodes relativement nerveuses, les firmes de THF ont tendance à sortir du marché parce qu'elles n'ont pas l'obligation de jouer ce rôle de teneur de marché. Une solution? Un recours plus strict et plus fréquent à des coupures de marché, à des coupe-circuits pour éviter qu'il y ait des périodes où les cours chutent très vite et rebondissent tout aussi violemment sans qu'il y ait des raisons particulières. La Bourse américaine a pris ce type de mesures après le "flash crash" de 2010. Dès lors qu'une action chute de plus de 10% en 5 minutes, un "circuit breaker" est activé. C'est la piste qui me paraît la plus intéressante.

Néanmoins, le régulateur américain, la CFTC, enquête actuellement pour déterminer si la pratique du THF est de nature à manipuler le marché... Est-ce un mauvais procès qui lui est fait? Le THF servirait-il de bouc émissaire?

Il y a et il y aura toujours des cas litigieux. La nature des marchés ne change pas. L'appât du gain, le désir de maximiser les profits et la tentation de ne pas respecter les règles du jeu seront demain les mêmes qu'aujourd'hui. Et ce qui est vrai pour des êtres humains l'est aussi pour des machines. Car derrière les algorithmes, il y a forcément des hommes qui cherchent à bénéficier des mouvements boursiers.

C'est au régulateur à sanctionner ces comportements le cas échéant. Encore faut-il, bien sûr, qu'il soit à niveau. Car s'il n'a pas les mêmes armes que les firmes de THF, il n'y parviendra pas. De toute évidence, c'est compliqué pour lui de repérer ces opérations délictueuses à partir du moment où il n'a pas les outils suffisants et une vue d'ensemble des opérations effectuées par les firmes de THF.

Le vrai débat aujourd'hui sur les marchés, c'est celui de l'efficacité versus l'équité. Doit-on à tout prix viser une efficacité même si cela se traduit par une moins grande équité dans le marché? Est-il fondamental d'avoir les prix les plus efficaces au risque d'une moindre grande équité dans le marché? Dans une économie de marché, les marchés sont focalisés sur l'efficacité et l'équité est secondaire. C'est donc davantage au régulateur qu'échoit la tâche de veiller à cette équité. Les marchés, seuls, n'assureront jamais cet équilibre efficacité/équité.

J'observe toutefois que les plus gros scandales sont à mettre sur le compte, non pas des firmes de THF, mais des acteurs conventionnels. Les plus gros scandales ont en effet eu lieu dans le secteur interbancaire où les firmes de THF sont absentes et dans les hedge funds qui ont profité de leurs réseaux de connaissance pour effectuer des opérations avant les autres. Et ne parlons même pas du scandale des produits titrisés qui ont été émis par des banques "classiques"...

Est-ce que le THF est suffisamment étudié d'un point de vue académique? Autrement dit, a-t-on assez de recul scientifique pour prouver qu'il est inoffensif ou au contraire dangereux?

Il y a eu pas mal d'études réalisées à ce sujet au cours des dernières années. Et celles qui ont été publiées en ces deux dernières années sont globalement positives à l'égard de l'impact du THF sur l'évolution moyenne de la liquidité.

Et dans le "flash crash" de 2010, qui a braqué les projecteurs sur le THF, je suis d'avis que ce ne sont pas ces firmes qui ont causé la chute. Mais elles ont accéléré le mouvement selon le mécanisme bien connu de la patate chaude que l'on essaye de refiler à quelqu'un d'autre.