

La nouvelle réglementation des marchés de gré à gré va-t-elle entraver l'innovation financière ?

AVINASH D. PERSAUD

Président, Intelligence Capital Limited

Professeur, Gresham College et London Business School

La compensation et le règlement centralisés des produits standardisés apportent des bénéfices au niveau individuel et systémique, avec peu de coûts. En revanche, la compensation centrale obligatoire des produits non standardisés ne serait pas une bonne idée. Pour parvenir au bon compromis, il faudrait que la compensation et le règlement non centralisés aient un certain coût (en termes d'adéquation des fonds propres, par exemple), ce qui encouragerait la compensation centrale de tous les produits standardisés tout en permettant l'existence de produits non standards à condition qu'elle soit justifiée par le surcoût lié à la réglementation. Par ailleurs, des problèmes de concurrence se posent. La compensation centrale imposée par les régulateurs confère des pouvoirs monopolistiques aux compensateurs et aux institutions verticalement intégrées, et il faut des pressions concurrentielles en contrepoids, telles que l'obligation des compensateurs centraux d'accepter la compensation des transactions provenant de différentes plateformes d'exécution des transactions.

A voisinant 500 000 milliards d'euros, l'encours notionnel des dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) représente aujourd'hui plus de cinq fois la taille des marchés au comptant sous-jacents. Pour nombre de personnes extérieures au secteur financier, c'est contraire au bon sens. Selon une opinion très répandue, la crise financière a été causée par les banquiers, qui ont sorti de leur manche des instruments dérivés de destruction massive, les ont jetés à une foule de consommateurs déroutés, ont empêché l'argent et se sont enfuis. Pour d'autres, le modèle d'activité des banques consiste à tirer profit de l'asymétrie d'information : les banques surfacturent à leurs clients des instruments dérivés qui sont trop complexes et trop opaques.

Les investisseurs confrontés à de lourdes pertes en raison de la crise des marchés du crédit de 2008-2009 brandissent les volumineux prospectus décrivant les dérivés de crédit qu'ils avaient achetés et comptant plusieurs pages rédigées dans un jargon juridique incompréhensible, *précédant des mentions en très petits caractères*. « Comment pouvait-on s'attendre à ce qu'ils comprennent tout cela ? » s'insurgent ces investisseurs. Peut-être aurait-on dû s'attendre à ce qu'ils n'achètent jamais tous ces produits, mais, dans ce type de récits très fréquent, l'innovation financière est présentée comme un moyen permettant aux banquiers de réaliser d'énormes profits au détriment de consommateurs naïfs. C'est pourquoi on réclame avec force des changements radicaux sur les marchés des dérivés OTC, afin que les consommateurs soient mieux protégés.

L'essor des instruments dérivés OTC, surtout sur les marchés du crédit au cours des deux dernières décennies, a contribué à creuser l'écart entre expositions brutes et expositions nettes. En temps normal, ce sont les expositions nettes qui importent. En période de crise, lorsqu'il existe un risque de contrepartie et une incertitude, les expositions brutes entrent en ligne de compte et peuvent faire sombrer des établissements financiers. S'il n'est pas réduit d'une façon ou d'une autre, l'écart entre expositions brutes et expositions nettes sur les marchés des dérivés constitue un risque systémique et un indicateur de ce risque.

Devant ces inquiétudes, les responsables politiques se demandent à voix haute s'il ne faudrait pas interdire

certains dérivés, exiger que tous les instruments, dont les dérivés, soient négociés sur un marché organisé et fassent l'objet d'une compensation centrale, et imposer que les nouveaux produits dérivés soient soumis à des contrôles rigoureux de la part des autorités avant de pouvoir être vendus, y compris sur les marchés interbancaires. Les banquiers ont réagi vigoureusement à ces menaces, arguant que ces restrictions étrangleraient les marchés des capitaux et se traduiraient par des « marchés manquants », qui nuiraient au bien-être social. Plus prosaïquement, les banquiers affirment que, pour les entreprises qui produisent et qui exportent, ces restrictions renchériraient la couverture de leur chiffre d'affaires ou de leurs coûts contre les fluctuations des taux d'intérêt, des cours de change ou des prix des matières premières. Habilement soutenus par leurs banques, les dirigeants des entreprises du secteur aérien, par exemple, ont plaidé auprès du Parlement européen et du Congrès américain pour que les contrats de dérivés destinés à couvrir le prix du kérosène ne soient pas assujettis à une nouvelle réglementation qui rendrait obligatoire leur compensation centrale. Et à l'appui de leur revendication, ils ont cité des études indiquant que la compensation centrale pourrait accroître de 10 à 20 % le coût de la couverture et qu'ils seraient contraints de répercuter ce surcoût à leurs clients.

Les régulateurs ont cherché une voie intermédiaire. De manière générale, le nouveau cadre qui se profile pour la réglementation des dérivés OTC n'entend pas prohiber certains instruments ou imposer le recours à des marchés organisés pour tous les instruments, mais (a) améliorer la transparence en rendant obligatoire la notification de toutes les transactions, (b) faire cesser les abus de marché et (c) atténuer le risque systémique en encourageant ou en exigeant que les options classiques fassent l'objet d'une compensation centrale et soient négociées sur des marchés organisés, ou, si elles ne le sont pas, que les détenteurs de ces instruments constituent des dépôts de garantie (marges) ou mettent de côté du capital supplémentaire. S'agit-il d'un compromis résultant d'une attitude faible vis-à-vis du secteur ou de pressions populistes ? Sur quels principes fondamentaux devrait-on s'appuyer pour trouver le juste équilibre ? C'est le sujet de cet article, qui expose mon point de vue personnel, que ne partagent pas forcément les responsables de la Banque de France.

1 | DES PRESSIONS POLITIQUES APRÈS LE KRACH

Les crises financières sont souvent complexes et ont de multiples causes immédiates. Le cas extrême, le krach, qui fait beaucoup de dégâts, n'est que la résultante de phénomènes d'euphorie financière dont un grand nombre de personnes ont bénéficié directement et d'autres plus indirectement. Distinguer la victime et l'auteur des faits se révèle difficile : il y a plus de cinquante nuances de gris... et peu de solutions rapides. Cependant, au plus fort de la crise, la prudence des autorités est interprétée comme une réticence à agir, voire, tant l'atmosphère politique est explosive, comme une complicité. Face à une crise qui nécessite de priver les programmes sociaux et les budgets de défense de plusieurs milliards émanant des contribuables (la facture finale se chiffrera en milliers de milliards dans l'Union européenne et aux États-Unis) afin de sauver des banques, la presse et les électeurs somment la sphère politique de prendre des mesures urgentes, résolues et audacieuses : il faut se saisir des coupables et leur demander de restituer l'argent sous une forme ou une autre.

Aux yeux de la presse et des consommateurs lésés, le « crime » est grave et flagrant. Selon une histoire en vogue, des spéculateurs étrangers ont utilisé des instruments dérivés pour vendre des actions d'entreprises locales qu'ils ne possédaient pas. La valeur boursière d'une entreprise a ainsi diminué jusqu'au niveau où il a fallu activer les clauses contractuelles bancaires imposant à cette entreprise d'émettre davantage d'actions, ce qui en a diminué encore plus la valeur, générant des prophéties auto-réalisatrices ainsi que des tensions sur l'ensemble du marché. Il importe de noter que le marché des dérivés d'actions ne constitue qu'un petit segment du marché des dérivés de crédit. Ce sont les marchés du crédit qui ont été le principal acteur. De surcroît, un tel comportement était déjà illicite, ou, s'il ne l'était pas explicitement, il aurait au moins pu relever de la catégorie fourre-tout des abus de marché ou d'un autre comportement prohibé. Ce qui devrait néanmoins être clair, c'est qu'il était fort tentant et compréhensible, pour les pouvoirs publics de pays confrontés aux pressions politiques que nous avons décrites plus haut, de frapper un grand coup législatif en bannissant des instruments que beaucoup qualifient de « toxiques ».

Le 18 mai 2010, le ministre allemand des Finances a ainsi annoncé que les ventes à découvert à nu d'emprunts d'État libellés en euros, de *swaps* de défaut de crédit (*credit default swaps* – CDS) adossés à ces titres et d'actions des dix premiers établissements financiers allemands seraient interdites. Des mesures temporaires analogues ont été prises par l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni et, à l'extérieur de l'Union européenne, par les États-Unis et la Corée. En novembre 2012, pour tenter de coordonner plusieurs initiatives similaires mais disparates en Europe, l'Union européenne a adopté une réglementation incluant une interdiction des ventes à nu de CDS sur les titres obligataires souverains de ses États membres.

La théorie selon laquelle c'était l'innovation et la complexité financières (si bien incarnées par les CDO de CDO) qui, la dernière fois, ont fait trébucher la finance mondiale est à l'origine d'une autre proposition : doter le secteur financier de l'équivalent de la FDA (*Food and Drug Administration*) américaine, afin que les innovations soient vérifiées strictement, de la même façon que les nouveaux médicaments sont contrôlés avant que les médecins ne puissent les prescrire. Ces contrôles pourraient s'étendre sur plusieurs années et les produits autorisés seraient vendus accompagnés de mises en garde « sanitaires » appropriées. Ce projet fait son chemin. Il a tenu une place importante dans le débat sur la loi Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) aux États-Unis, qui a été promulguée par le Président Barack Obama le 21 juillet 2010. Dans ce pays, le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers, récemment créé, pourrait être chargé des contrôles. Et, en Europe, ce pourrait être la nouvelle autorité unique de surveillance.

Cependant, beaucoup pensent qu'il ne suffit pas d'interdire les instruments toxiques et de mettre en place une procédure d'autorisation rigoureuse pour les autres instruments. Ceux qui se méfient des marchés et qui souhaitent que des mesures supplémentaires décisives soient prises sont persuadés que, si les instruments ne sont pas tous négociés sur des marchés organisés, c'est pour une seule et unique raison : les négociateurs ne veulent pas d'un système reposant sur la notification, la transparence et la compensation centrale qui réduirait leurs marges bénéficiaires mais aussi le risque systémique. On ne compte plus les articles décrivant

les activités douteuses se déroulant dans des « *dark pools* » de liquidité entre établissements financiers, voire en leur sein. La rareté des informations sur la taille, la nature et l'emplacement des expositions a certainement contribué à l'incertitude qui a entraîné la fermeture des marchés interbancaires.

Les responsables politiques appellent à la négociation, au grand jour, de tous les instruments sur des marchés organisés. D'aucuns estiment que, si des opérateurs ne veulent pas négocier des instruments complexes sur des marchés organisés (où tout le monde peut vérifier les prix, les quantités et les modalités) ou faire appel à une contrepartie centrale pour leur compensation et leur règlement, il faut exclure ces instruments de la négociation. Il convient de noter que cette proposition bénéficierait aux marchés organisés, dont bon nombre ne sont plus des entités mutualistes mais des entités à but lucratif. Il n'est pas étonnant que certains d'entre eux prônent ou souscrivent à l'idée que tout devrait se dérouler sur un marché organisé, ou du moins que toutes les transactions devraient passer par des chambres de compensation dont, en général, les marchés organisés sont aussi les propriétaires.

Ces propositions (interdire certains dérivés complexes existants, imposer que les nouveaux dérivés soient soumis à des contrôles avant d'être autorisés et rendre obligatoire la négociation de tous les autres dérivés sur des marchés organisés) comportent néanmoins des lacunes, pour différentes raisons pratiques, et certaines de ces lacunes sont fondamentales. Les régulateurs ont raison de faire preuve de modération. Je vais à présent examiner ces lacunes fondamentales et suggérer des solutions pour le renforcement de la stabilité financière auquel nous aspirons tous.

2| PLAIDOYER POUR LA COMPLEXITÉ

Selon une opinion très répandue, les produits complexes ne sont pas nécessaires, n'ont pas d'utilité sociale et ne servent qu'à semer la confusion et à enrichir énormément les banques. Il ne fait aucun doute que c'est en partie vrai, mais l'argument anti-complexité est excessif. La gestion des risques ne consiste pas à éviter les risques, car ceux-ci sont omniprésents. Elle consiste à diversifier, c'est-à-dire à positionner les risques

là où ils peuvent être absorbés et, si cette capacité d'absorption ou de diversification est faible et que l'on ne souhaite pas prendre de risques, à apparier engagements et actifs.

Si je vends une assurance à quelqu'un et que je risque d'avoir besoin de beaucoup de liquidités à un moment imprévu, je ne peux pas investir l'essentiel de mon portefeuille dans des actifs illiquides. Il me faut donc rechercher des instruments très liquides. Si je gère un fonds de pension récent qui devra effectuer une série de versements en espèces dans vingt ans, je n'ai pas intérêt à acheter des instruments chers (à faible rendement) parce qu'ils offrent de la liquidité immédiate, tels que les emprunts d'État. Cet investissement *a priori* sûr accroît en réalité le risque que j'aie besoin de contributions supplémentaires pour pouvoir procéder aux futurs versements. De même, si mes engagements sont complexes et évoluent, étant donné que je ne pourrai acheter que des actifs simples, mes risques seront moins appariés. Ce serait une stratégie plus risquée que si je pouvais recourir à un instrument complexe pour apparier davantage mes engagements complexes. Fuir les actifs complexes dans un monde complexe ne réduit pas le risque mais, au contraire, le crée.

Deux autres arguments à l'encontre de l'interdiction de certains instruments vont également à l'encontre de la création de comités de régulateurs prudents, qui décideraient avec sagesse quels instruments autoriser et lesquels bannir. Premièrement, la quasi-totalité des dérivés complexes reposent sur une combinaison d'instruments financiers simples et apparemment sûrs. Je n'ai jamais rencontré d'option « exotique » qui ne puisse pas être dérivée d'un ensemble d'options de vente et d'achat. Les effets de la « somme » étant plus grands que la somme de toutes les parties, ces options exotiques sont invariablement moins chères que si l'on tente de les recréer en achetant séparément les options de vente et d'achat sous-jacentes. Comme en architecture, où il existe également des éléments de construction communs, la complexité et la simplicité ne sont pas aussi faciles à distinguer qu'il pourrait sembler à première vue.

Deuxièmement, en général, les crises financières ne sont pas provoquées par des personnes conscientes qu'elles prennent des risques, mais par des personnes qui pensent agir en toute sécurité. À tel point qu'elles pensent pouvoir miser deux fois plus sans risque.

Les banquiers n'ont pas jeté des instruments de destruction massive à une foule de clients déroutés, avant de s'enfuir. En réalité, ils se sont rués sur ces instruments, en essayant d'en conserver pour eux-mêmes le plus possible. Le véritable problème lié au modèle « *originate-redistribute* », c'est que les banques défaillantes n'ont pas suffisamment redistribué mais ont cherché à conserver autant d'instruments de crédit que possible car elles pensaient avoir trouvé dans leurs modèles internes une forme d'alchimie offrant de la rentabilité sans le risque. Les banques ont ainsi élaboré toutes sortes d'entités *ad hoc* hors bilan, afin de détenir pour elles-mêmes davantage de ces instruments et avec un plus grand effet de levier que leur bilan ne le permettait. Qualifier ces instruments de « sûrs » ou au contraire de « mauvais » ne va pas remédier au problème sous-jacent, et pourrait même l'aggraver. Ces instruments ne portent pas en eux le péché originel. Ils deviennent dangereux quand on les utilise de manière excessive, concentrée ou faussée. Et ces abus seront d'autant plus probables qu'une agence aura annoncé au préalable que tel instrument est « sûr ».

3 | POURQUOI NOUS AVONS BESOIN DES MARCHÉS DE GRÉ À GRÉ

Étant donné que c'est pour les instruments faisant l'objet de faibles transactions que les marchés organisés fonctionnent le mieux, l'annonce d'une offre d'achat ne fait pas monter le prix, et l'annonce d'une offre de vente ne le fait pas diminuer. Le marché des actions ordinaires des grandes sociétés cotées correspond bien, pour l'essentiel, à ces caractéristiques. Si j'annonce mon intention d'acheter des actions du groupe Sanofi pour 100 euros, je ne vais pas exercer sur le prix de marché des pressions à la hausse qui m'excluraient du marché. Voilà pourquoi, sans que les régulateurs ne l'imposent initialement, les marchés organisés publics sont devenus le principal lieu de négociation des actions.

En revanche, sur les marchés où l'instrument négocié représente une large part du marché, où l'annonce d'une offre exclurait l'« offreur », les transactions sont négociées de gré à gré. Imaginons un marché organisé qui procède chaque jour à de la compensation dans l'immobilier résidentiel. Le prix des logements fluctuerait considérablement en fonction de

l'appariement quotidien de l'offre et de la liquidité pour les biens d'une certaine taille, d'un certain style, dans tel ou tel état, situés dans tel ou tel quartier, etc. Il est logique que le marché de l'immobilier résidentiel se soit développé en tant que marché de gré à gré, et non comme un marché organisé. Cela ne signifie pas pour autant, bien sûr, qu'un marché OTC doive être déréglementé. Dans nombre de pays, le marché du logement est fortement réglementé, et cette réglementation ne se préoccupe pas, dans une large mesure, de savoir comment un bien est vendu, s'il l'est par des enchères physiques ou en ligne, *via* une transaction négociée ou autrement.

Les marchés obligataires et de change opèrent généralement « de gré à gré » car, contrairement à une idée très répandue, ils sont vastes lorsqu'ils sont considérés dans leur ensemble mais de petite taille au regard des instruments concernés. Il arrive qu'une entreprise émette un seul type d'actions, mais ait plusieurs encours obligataires différents, chacun avec une échéance, un coupon et un régime fiscal qui lui sont propres. Alors que la capitalisation obligataire totale peut être substantielle, le marché de chaque type d'instrument (tel que des obligations à 18 mois, assorties d'un coupon à 5,5 % payé semestriellement, hors prélèvements fiscaux, en dollars), peut, lui, être petit par rapport à la taille de l'instrument. Ainsi, dans le cas des emprunts d'État, la plupart des transactions portent sur quelques émissions de référence, comme celles à 2 ans, 5 ans et 10 ans, mais la grande majorité des encours ont été un jour des « émissions de référence » même si ce n'est plus le cas : par exemple, une obligation à 10 ans émise l'année dernière est devenue une obligation à 9 ans. Le marché pour ces instruments non courants et plus anciens est beaucoup moins liquide. En conséquence, ces instruments seront plus probablement négociés et non échangés sur un marché organisé.

Globalement, les marchés de change constituent l'un des plus vastes marchés au monde en termes de volume journalier (plus de 5 000 milliards de dollars). Cependant, la plupart des transactions de change concernent des contrats de *forward*, de *futures* ou de *swap*, dans lesquels un volume défini de devises est livré à une date et à un moment précis. Elles sont négociées de gré à gré. Si, pour vous, la transaction consiste à recevoir un million de reais brésiliens contre des pesos argentins à la clôture de la séance, jeudi de la semaine prochaine, le mieux est de la négocier, pas de l'annoncer, de crainte que d'autres opérateurs, qui

s'aperçoivent que vous avez besoin de reals brésiliens, ne restreignent l'offre à votre détriment.

Cette brève théorie relative aux plates-formes de négociation peut être confirmée par une observation : au sein d'un même « marché », tel que celui des actions ou des emprunts d'État, les marchés organisés seront utilisés pour les petites transactions qui seront sans effet sur le prix ; les grandes transactions qui auront un impact sur le prix se dérouleront, elles, hors du marché organisé, à savoir de gré à gré, et seront parfois notifiées par le biais du marché organisé comme des transactions négociées qui sont compensées et réglées de la même manière que sur un marché organisé. Le marché de la négociation sur actions peut être aussi vaste que le marché organisé.

Il y a déjà eu de nombreuses tentatives d'instaurer des marchés organisés pour les obligations et les devises, mais ces efforts ont échoué à cause des problèmes exposés ci-dessus. Sont apparues à la place des plates-formes électroniques sur lesquelles les teneurs de marché publient les prix indicatifs pour les petites transactions, signalant ainsi qu'ils peuvent recevoir des offres pour des transactions de plus grande taille négociées. Celles-ci bénéficient ensuite du même suivi électronique (confirmations et règlement) que les transactions cotées.

Le même argument vaut pour un instrument dérivé conçu, par exemple, pour couvrir les besoins en devises et les tolérances au risque qui sont quasiment propres à un exportateur donné. Il serait inutile, et peut-être pire, de recourir pour cela à un marché organisé. Imposer un marché organisé pour tous les instruments serait source de volatilité accrue. Étant donné la spécificité de la demande et de l'offre pour certaines transactions, l'annonce des ordres acheteurs et vendeurs contraindrait le marché à disparaître même lorsqu'il existe un acheteur et un vendeur, s'il n'y a qu'un acheteur et qu'un vendeur. Le point essentiel, c'est que les préférences en termes de liquidité des utilisateurs d'instruments financiers différents se révèlent dans le type de plates-formes de négociation qu'ils choisissent. Les instruments sont négociés non pas là où il y a le plus d'opacité mais là où il y a le plus de liquidité. Quand l'instrument est de grande taille par rapport à son marché, ce n'est pas un marché organisé qui offrira le plus de liquidité. Un tel marché risque, au contraire, d'éroder la liquidité et d'aboutir à des marchés manquants.

On aurait donc tort d'obliger les consommateurs à renoncer à leurs préférences révélées.

4 | PROMOUVOIR UN RENFORCEMENT DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Les arguments ci-dessus ne signifient pas que l'on ne doive rien faire pour éviter que les marchés des dérivés ne soient une source d'instabilité financière. Ils laissent à penser qu'il faudrait se montrer plus rigoureux en ce qui concerne les comportements mais plus souples vis-à-vis des instruments et des plates-formes de négociation. Il convient de bannir le comportement qui consiste à utiliser des instruments, qu'ils soient des dérivés, complexes ou non, aux fins de créer de faux marchés et de nuire à l'intégrité des marchés. Un instrument simple comme le crédit hypothécaire a causé beaucoup de dégâts. De plus, durant la crise, les régulateurs ont pâti de l'absence d'informations. La transparence doit être un impératif, que les transactions se déroulent ou non sur des marchés organisés. Conformément à la directive européenne de 2004 sur les marchés d'instruments financiers (MiFID), les teneurs de marché doivent déjà notifier les transactions opérées hors des marchés organisés sur les instruments qui sont également échangés sur des marchés réglementés au sein de l'Union européenne. Imposer la notification post-transaction de **toutes** les transactions, où qu'elles aient lieu, ne constituerait pas un grand changement. On pourrait envisager de sanctionner lourdement l'absence de notification, notamment par la non-applicabilité future du contrat concerné.

Il se peut que les banques aient une préférence fondamentale pour la vente d'instruments complexes, qui rapportent des marges bénéficiaires plus substantielles et qu'il vaut mieux ne pas négocier sur un marché organisé, quand un ensemble d'instruments plus simples et plus liquides suffirait. Nombreux sont ceux qui pensent que c'est une pratique courante. Les instruments complexes se prêtent moins aisément à une compensation et à un règlement centralisés, ce qui limite les expositions. Ils peuvent par conséquent rendre les résolutions plus difficiles et représenter un risque systémique. On peut internaliser cette externalité sociale en obligeant les entreprises à mettre de côté du capital lorsqu'elles veulent détenir des instruments qui ne sont ni compensés ni réglés

de façon centrale, quelles que soient les plates-formes de négociation. Cette obligation aurait l'effet d'une taxe sur la complexité, mais pas d'une interdiction. Elle inciterait à la simplicité et à la compensation centrale d'autant d'instruments que possible, et elle encouragerait les banques, ainsi que leurs clients, à négocier des instruments complexes uniquement lorsque c'est nécessaire.

Cette obligation pose néanmoins un important problème de concurrence car, les marchés organisés étant propriétaires des chambres de compensation, la réglementation qui vise à imposer ou à promouvoir la compensation centrale leur permettra de s'emparer du marché des plates-formes de négociation. Les autorités peuvent renforcer à la fois la concurrence et la stabilité financière en veillant à l'« interopérabilité » des chambres de compensation : les contreparties choisiraient le lieu de compensation de leurs transactions indépendamment du lieu de négociation et, en retour, les compensateurs accorderaient un accès équitable aux plates-formes tierces. Ce système aboutirait à une plus grande stabilité financière en maximisant la compensation multilatérale pour un large éventail d'instruments connexes, quel que soit le meilleur lieu d'échange de ces instruments à un moment donné. Forcer les plates-formes et les compensateurs à chercher chacun de leur côté à attirer des transactions déboucherait aussi sur une amélioration des prestations et sur une baisse des coûts pour les utilisateurs. Il en résulterait une intégration horizontale propice à la

concurrence, et non une intégration verticale pesant sur la concurrence.

On pourrait également limiter la complexité « excessive » des comportements en taxant légèrement les transactions sur tous les instruments, dont les dérivés OTC, émis dans les pays participants. Ces dix dernières années nous ont montré que des coûts de transaction faibles étaient une bonne chose, mais peut-être pas des coûts de transaction proches de zéro, car ceux-ci permettent la constitution d'énormes édifices de transactions circulaires qui représentent plusieurs multiples de la transaction sous-jacente. De telles transactions seraient toujours difficiles à liquider de façon ordonnée. Une petite taxe sur les transactions, qui attirerait l'attention sur la valeur sous-jacente de chaque transaction, limiterait les transactions dépourvues d'utilité sociale et serait un faible prix à payer si elle aidait à préserver l'innovation ainsi que la complexité qui atténue le risque.

Nous avons exposé ici la préférence révélée pour la liquidité des transactions et une petite théorie des plates-formes de négociation. Intentionnellement ou non, le régime qui se dessine pour la réglementation des dérivés OTC est proche de ce que la théorie recommanderait, ce qui est moins fréquent qu'on ne peut l'imaginer. Outre d'autres préoccupations et initiatives, ce nouveau régime, tel qu'il se présente aujourd'hui, assure un bon équilibre entre liquidité des transactions, innovation, protection des consommateurs et risque systémique.

