

PHILIPPE SCHINDLER
CIO, Blue Lakes Advisors

MARCHÉS

Le début d'année ouvre d'étranges perspectives...

...et remet en question un grand nombre de certitudes relatives aux mécanismes de l'économie et de la finance.

Cinq ans après l'une des plus graves crises économico-financières, l'économie américaine donne de bien meilleurs signes de santé. Le secteur privé a sérieusement réduit son endettement net, l'immobilier résidentiel se redresse, la répression financière de la Réserve fédérale s'amenuise, les graves clivages politiques s'estompent, les taux longs remontent, la bourse se porte très bien, mais le dollar, pourquoi reste-t-il si calme et pourquoi quelques chiffres macro sèment-ils une quasi-panique? Dans la zone Euro, le crédit se contracte, la déflation menace, la vision politique, la force commune manquent, le chômage explose, les tentations centrifuges, séparatistes progressent, la BCE fait des acrobaties, mais la bourse et l'euro montent, et les capitaux affluent dans la périphérie «sinistrée». Même les très conservateurs fonds monétaires et caisses de pension du nouveau monde se pressent aux portes du Vieux-continent. Dans les pays émergents, certes l'activité ralentit, mais les ferments d'une grave crise manquent: les réserves monétaires sont conséquentes, l'endettement public est raisonnable, la dette en devises (dollars) est bien inférieure aux cycles précédents, les monnaies flottent (plus, voire mieux), les banquiers centraux plus réalistes (jusqu'à en monter promptement les taux). Pourtant les capitaux fuient,

la fébrilité s'installe et les bourses plongent. En Suisse, le pays affronte la vindicte internationale (notamment en matière bancaire), le pouvoir politique balbutie et improvise, la stabilité du franc n'est due qu'à des actions sans précédents de la banque centrale, et pourtant la croissance est respectable, le chômage raisonnable, la bourse et les marchés de taux très porteurs. Le monde serait-il sans dessus-dessous? Ou, plus prosaïquement, n'assisterait-on pas une fois de plus à un déphasage entre attentes et espoirs d'un côté (fantasmes des financiers) et réalité pure et dure de l'autre (développements concrets de la sphère réelle). Rien ne serait plus normal en économie/finance, sciences sociales par excellence (donc «non-exactes» par nature)? Une sorte de confirmation des mérites de la finance «comportementale», qui s'affirme d'ailleurs de plus en plus comme une discipline académique outre-Atlantique! En fait, dès la fin 2013, les marchés ont effectivement montré des signes manifestes d'exagération car les attentes, donc la psychologie, ont joué un rôle déterminant. Un fort consensus s'est notamment forgé pour largement escompter l'embellie conjoncturelle. De nombreux indices l'attestent, comme la compression des spreads, la hausse des multiples (PER) et la faible volatilité, etc. La

très soudaine hausse de l'euro contre yen, en fin d'année, consacre l'augmentation des opérations de portage (spéculation) des gérants alternatifs, en quête de rachat à la fin d'une année difficile. Pourtant, au concret, la dispersion effective, que ce soit en termes de cycles de croissance, d'inflation ou de liquidités augmente. Moyennant quoi, les derniers chiffres décevants de l'ISM et de l'emploi ont pris le marché à revers, tout comme les données très contrastées en provenance de la zone euro. It's investors' psychology, stupid! Rien de très nouveau, en fait, donc probablement des émois (et le dénouement débridé des positions à levier), sans sérieux changements de tendance. Avec du recul, nous ne voyons par conséquent pas de raison à ce stade de revoir notre scénario résolument constructif où les actifs risqués, notamment les actions se comportent mieux en 2014 que les «actifs-refuge» comme les bons du Trésor. En effet, les chiffres macro-économiques mensuels sont par nature erratiques, et dans le cas précis influencés par les facteurs politique et climatique. Néanmoins, il faudra se montrer sélectif et mobile, et surveiller de près l'évolution politique en zone Euro, avec des votes et élections délicats (sur les velléités indépendantistes) qui se profilent en Ecosse, Grèce, Espagne... ■

THIERRY AMY
Associé, BCCC Avocats Sarl

EN DROIT

Dérivés OTC: nouvelle réglementation fédérale

La nouvelle Loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) représente une refonte fondamentale du droit suisse en particulier sur le négoce de gré à gré de valeurs mobilières.

Suite à la crise financière survenue en 2008, les autorités de contrôle nationales et internationales des marchés financiers ont pris conscience des risques inhérents au négoce des dérivés négociés hors bourse (dérivés OTC) pour la stabilité de l'ensemble du système financier. Depuis lors, les Etats membres du G20 (lors du sommet de Pittsburgh de septembre 2009) ont pris un certain nombre d'engagements politiques et ont chargé le Conseil de stabilité financière (CSF) de promulguer des recommandations en vue de leur mise en œuvre. Publiées en 2010, ces recommandations ont servi de base pour l'élaboration non seulement de réglementations nationales dans les pays du G20 – même si aujourd'hui le processus n'est pas très avancé –, mais également du Règlement européen relatif aux produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux (EMIR – «European Market Infrastructure Regulation») entré en vigueur le 16 août 2012. Complété par neuf Normes techniques de réglementation et d'exécution adoptées le 19 décembre 2012, EMIR constitue la réglementation la plus aboutie et certainement la plus exigeante en la matière, à l'instar du Dodd-Frank Act du 21 juillet 2010, qui ne vise toutefois prioritairement qu'à réglementer les swaps. En Suisse, actuellement, le négoce de dérivés OTC n'est pas soumis à une réglementation conforme aux normes du CSF, ni dès lors équivalente à celles d'EMIR; ces opérations sont en effet conclues individuellement entre les parties, obéissent aux dispositions du droit privé du code des obligations et se réfèrent à des modèles de contrats standards (ISDA ou contrat-cadre OTC de l'ASB). Ceci n'empêche toutefois pas que la grande majorité des opérations sur dérivés suisses soient transfrontières et se fassent avec l'Union européenne, les acteurs du mar-

ché concernés se conformant d'ores et déjà aux exigences internationales et européennes en vigueur en la matière. Afin d'éviter tout arbitrage réglementaire au niveau international et surtout l'apparition d'un paradis réglementaire en Suisse, le Conseil fédéral a décidé que le négoce de dérivés sera désormais soumis dans notre pays à une réglementation conforme aux normes internationales, dans le cadre d'une nouvelle Loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF), dont elle vient de mettre en consultation un premier projet en date du 13 décembre 2013 (P-LIMF). A l'instar d'EMIR, dont elle s'inspire largement, la LIMF portera non seulement sur les dérivés de gré à gré, mais également sur tous les produits dérivés. La LIMF consacra trois obligations essentielles: obligation de compenser les opérations sur dérivés par une contrepartie centrale (clearing), obligation de déclarer les opérations à un référentiel central et obligation de réduire les risques. A ce stade, aucune obligation d'effectuer les opérations sur dérivés par l'intermédiaire d'une plateforme de négociation n'est introduite, même si la LIMF contient déjà les bases légales nécessaires à cet effet en prévision de l'entrée en vigueur d'une telle obligation dans les Etats partenaires. Il est prévu que la LIMF entre en vigueur mi-2015. A l'instar d'EMIR, les dispositions de la LIMF en matière de négoce de dérivés s'appliqueront largement, notamment au négoce de gré à gré de dérivés sur matières premières et sur devises (forex), pour autant que les seuils applicables aux positions brutes moyennes prévus par cette réglementation – dont le montant que leur méthode de calcul devront être déterminés par le Conseil fédéral par voie d'ordonnance (92 P-LIMF) – soient atteints par les contreparties (financières ou non) concernées. Il s'ensuit que les acteurs sur ces marchés, pour autant que les dérivés de gré à gré qu'ils négocient soient suf-

fisamment standardisés, seront tenus (i) de compenser leurs opérations par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale autorisée en Suisse ou dans une autre juridiction (94 P-LIMF) et (ii) de communiquer à un référentiel central autorisé les caractéristiques essentielles de leurs opérations sur dérivés (à l'exclusion toutefois du nom des ayants droit économiques contrairement à ce que prévoit EMIR), et ceci au plus tard le jour ouvrable qui suit la conclusion, la modification ou la fin de l'opération sur dérivés (97 P-LIMF). Pour toutes les opérations sur dérivés OTC non suffisamment standardisés, notamment lorsqu'il n'existe aucun marché ou un marché peu liquide, les participants, en l'absence d'obligation de passer par une contrepartie centrale, devront se conformer aux obligations de réduction des risques prévues par les articles 99 et suivants P-LIMF (gestion continue des risques opérationnels et de contrepartie, échange de garanties appropriées, évaluation quotidienne au prix du marché, etc.). Faute de place ici, nous ne pouvons entrer dans davantage de détails notamment sur les règles applicables aux opérations intragroupes ainsi que sur les diverses exemptions prévues par ce projet de loi. En définitive, contrairement à EMIR, la LIMF semble adopter une approche plus pragmatique et plus respectueuse des intérêts économiques des participants sur le marché des dérivés OTC, se rapprochant en cela de la réglementation américaine. La LIMF constitue néanmoins une refonte fondamentale du droit suisse en matière de réglementation des infrastructures financières et plus particulièrement du négoce de gré à gré de valeurs mobilières. Nous n'aurons dès lors une vision claire des conséquences de l'introduction de cette nouvelle réglementation que lorsque nous connaîtrons les dispositions d'exécution que le Conseil fédéral respectivement ou la FINMA édicteront par voie d'ordonnances. ■