

**Questions à... Christophe Chouard,
directeur général de HDF Finance**

«Les mesures sur les ventes à découvert sont légitimes.»

Etes-vous favorable aux mesures concernant les ventes à découvert prises en Allemagne ?

En interdisant aux intervenants situés sur le territoire allemand les ventes à découvert à nu sur certains titres d'Etat européens, des CDS, ainsi que sur une dizaine de valeurs financières, l'Allemagne vise avant tout à limiter les excès sur les marchés, ce qui constitue un objectif légitime. En effet, ces ventes de titres n'ayant pas fait l'objet d'un emprunt au préalable peuvent parfois accentuer les mouvements de marché et provoquer des distorsions de cours.

Nous sommes par ailleurs satisfaits de constater que l'interdiction concerne uniquement les ventes à découvert «à nu» et non les ventes licites de titres empruntés au préalable. Les autorités n'ont en aucun cas cherché à interdire les forces de rappel que constituent les hedge funds, ou à restreindre la liberté des gérants qui contribuent au

bon fonctionnement des marchés et ralentissent la formation de bulles spéculatives. En revanche, la manière dont cette décision a été prise peut être discutée.

Pour quelles raisons ?

Cette mesure, prise sans concertation à l'échelle européenne, a suscité l'émoi des marchés. Les autres Etats européens, notamment la France, ne lui ont pas emboîté le pas car il est nécessaire de réfléchir aux conséquences de cette mesure avant de la mettre en place. La BaFin a ainsi été contrainte de revenir sur l'application de sa mesure et de faire des exceptions. Elle a notamment autorisé les techniques de couverture sur le marché à terme des obligations d'Etat. En outre, l'interdiction ne concerne pas les market-makers. Au moment où une banque d'investissement vend une obligation souveraine à un acheteur, elle établit en effet un prix qui corres-

pond au niveau auquel elle pense retrouver le titre

sur le marché, sans l'avoir nécessairement au préalable en portefeuille. Cette exception rend toutefois la situation plus complexe, car il n'est pas forcément aisé de distinguer les transactions des market-makers de celles des autres acteurs dans le marché. Mais si la mesure avait été appliquée telle quelle, elle aurait été contre-productive car elle risquait de réduire la liquidité sur les marchés de dette souveraine, en diminuant la capacité des intervenants à acheter et à vendre des titres. Cela aurait pu augmenter le coût de financement des Etats, car les marchés auraient demandé une prime d'illiquidité. Cette décision unilatérale aura au moins eu le mérite de provoquer une concertation sur ce sujet dans la zone euro. ■

Propos recueillis par Angèle Pellicier

