

Nouveaux risques, nouveaux enjeux pour les autorités

François MEUNIER

Direction des relations financières - Banque Paribas
Professeur à l'École Centrale de Paris

244

Les crises financières, dans un domaine où la confiance sociale est essentielle, sont souvent suivies d'une reprise en main des autorités. Ainsi, à la suite du krach financier de 1929, les autorités américaines ont mis en place le cadre réglementaire qui a régi le système financier américain jusqu'à la fin des années soixante-dix (Glass-Steagall 1933, Securities Exchange Act 1934, Federal Credit Union Act 1935...) et le fait encore pour certains traits essentiels. C'est au moment de la reconstruction d'après-guerre, et pour rompre avec les désordres financiers de l'entre-deux-guerres (ainsi que pour faciliter le financement de l'État), que le système financier français qui prévaut encore largement aujourd'hui a été officialisé, avec prédominance de ce qu'on a appelé le « circuit » et l'économie d'endettement.

Ce mouvement de balancier est naturel dès lors qu'il traduit l'adaptation des réglementations à une nouvelle donne financière. Après tout, les systèmes financiers mis en place après le krach de 1929 aux États-Unis et après la guerre en France, aussi figés et « inefficients » qu'ils paraissent aujourd'hui, n'ont pas empêché une des plus vigoureuses phases d'expansion de nos économies. Et il n'est que de voir l'exemple de l'Allemagne fédérale pour se persuader qu'un certain archaïsme financier n'est pas forcément incompatible avec le dynamisme économique. Le problème courant des autorités, maintenant que la poussière levée par le krach d'octobre commence à retomber, est de ne pas se tromper sur la nouvelle donne de nos économies. Avant de réglementer, où et comment faut-il faire porter l'effort de réglementation ?

Dans un domaine maintenant mieux débattu grâce aux multiples travaux d'enquête ordonnés à la suite de la crise d'octobre, cet article examine les enjeux posés aux autorités par les mutations financières. Celles-ci obéissent pour l'essentiel (*première partie*) à des innovations techniques de fond, notamment dans le traitement de l'information, qu'il est vain de vouloir empêcher. Une certaine déréglementation est en ce sens inéluctable. Ces mutations font en retour apparaître des risques de nouvelle nature, qui commencent à être mieux identifiés parce qu'ils sont connus de longue date par l'industrie des assurances. Ils résultent tous de cas où les perceptions

individuelle et collective du risque peuvent diverger et où donc, l'organisation de marchés concurrentiels n'est pas capable d'opérer une allocation optimale du risque. L'intervention publique est alors investie de nouvelles responsabilités, et doit se donner pour but de suppléer les marchés existants dans cette fonction d'allocation. La définition de règles de bonne conduite et de contraintes prudentielles est souvent l'outil le plus adapté et le plus commode. Mais elle n'est qu'un moyen parmi d'autres, à mettre en concurrence avec le développement de nouveaux marchés dans un sens, et en sens inverse, avec une intervention plus directe, vraisemblablement coordonnée au niveau international (*seconde partie*).

DÉRÈGLEMENTATION ET INNOVATION TECHNIQUE SONT LIÉES

On attribue souvent l'origine du mouvement de déréglementation et d'ouverture des frontières au choix délibéré qu'auraient fait les autorités de libéraliser les échanges financiers. Il semble bien plutôt qu'elles suivent en cela une impulsion donnée par les opérateurs de marché, même si, dans certains pays comme la France, la remise à niveau du système financier est pour partie d'initiative publique. Le progrès technique dans les domaines de l'informatique et des télécommunications est le principal facteur de ce changement, et le rend inéluctable. Voyons-en les conséquences.

L'EFFET DU PROGRÈS TECHNIQUE

Ces innovations ont en premier lieu provoqué une fantastique diminution des coûts de transaction sur les actifs financiers, qui tend à gommer l'obstacle des frontières financières. Cette réduction permet, par le jeu d'arbitrages moins coûteux à réaliser, qu'on atteigne, quasiment en instantané, le « prix unique » sur de multiples marchés, par exemple entre marchés au comptant et marchés à terme, ou entre marché obligataire et marché des créances courtes. Beaucoup des « nouveaux produits financiers » (qui pour la plupart ont toujours existé) ne sont que la constatation des opportunités d'échange qu'ouvrent ces baisses de coût. Dans le domaine financier, la vague d'innovation technique a des effets comparables — toutes proportions gardées — à l'introduction des bateaux à vapeur dans le commerce des marchandises à la fin du XIX^e siècle. La relance du débat sur le protectionnisme, et en France la victoire des thèses libre-échangistes après l'expérience malheureuse de Méline, sont consécutives à cette introduction.

Bien que moins souvent remarqué, le second volet de l'innovation technique a des répercussions plus grandes encore. Les nouvelles techniques permettent de diffuser à l'ensemble des acteurs économiques, et de façon à la fois plus rapide, moins coûteuse et plus fiable, les informations nécessaires à la prise de décision économique. Cet aspect fiduciaire des mutations financières explique par exemple l'extension des euro-marchés, où telle entité nationale est capable de faire valoir son crédit aux acteurs impersonnels d'un marché obligataire international.

LE REMODELAGE DU SYSTÈME FINANCIER QU'IL IMPLIQUE

Par « titrisation » ou par « désintermédiation », on entend habituellement le processus de réduction de l'activité bancaire traditionnelle en matière de distribution d'épargne au profit d'une activité de placement, de garantie d'emprunts et de négoce (*trading*). Si tout ou presque a été dit sur les causes du phénomène, il faut relever le rôle central qu'y joue cette vague d'innovation technique. Sans réduction du coût des échanges financiers, sans une diffusion plus complète, et en un certain sens plus

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHES FINANCIERS

démocratique de l'information, on ne peut comprendre la venue de ce nouveau mode de gestion du risque, par rétrocession à une population large et variée d'agents économiques plutôt que par accumulation dans les livres des banques.

Au moment où l'instabilité macro-économique s'est accrue, notamment pour les taux de change et les taux d'intérêt, c'est-à-dire au moment où le système économique a généré, en un terme difficile à rendre précis, une « quantité » de risque plus importante, le système financier s'est montré capable d'une « absorption » elle aussi plus grande¹. Grâce à cette mutation technique, le phénomène a pu avoir lieu dans une période aussi troublée que le début des années quatre-vingt, alors que l'autre âge d'or du financement « direct » des économies (le XIX^e siècle jusqu'à la guerre de 14) s'était observé dans une situation de profonde stabilité politique et économique².

Une activité plus tournée vers l'assurance

Un bon exemple de cette efficacité accrue du système est fourni par le marché international des *swaps* d'actifs ou encore des dettes de certains pays en voie de développement (PVD) très endettés. Dans les cas favorables, la mise sur le marché d'une partie des créances détenues par les banques, ou leur échange contre des prises de participation directe dans les projets, permettent d'alléger certains bilans très exposés, autorisent ainsi les banques à ne pas interrompre leur apport en argent frais et incitent dans certaines conjonctures le pays endetté à se porter acquéreur de sa propre dette rachetée au rabais (alternative souvent à une répudiation simple). Le risque de contrepartie n'est pas éliminé, il est rétrocédé en dernière instance à des investisseurs faiblement exposés vis-à-vis du pays en cause, et tentés par le haut rendement de la créance. Le négoce joue dans ce mode de gestion le rôle de diluer le risque sur l'ensemble des intervenants du marché.

La finance s'assortit donc de plus en plus d'une activité d'assurance financière au sens large. Évidemment, sous l'effet d'une redistribution complète des zones d'excédent d'épargne au niveau mondial (moins les pays de l'OPEP, plus les pays de l'OCDE hors États-Unis) et domestique (moins les ménages, plus les entreprises), son rôle en matière de canalisation d'épargne reste essentiel. Mais son activité s'assimile à celle du « transitaire » plutôt que du simple transporteur, pour poursuivre l'analogie avec le monde du transport. Cette réorientation explique l'importance, excessive aux yeux de certains, des investissements en équipements et en hommes consentis dans l'industrie bancaire.

Elle aide à la mutualisation du système et à la standardisation des produits

La mutualisation et l'institutionnalisation accrue de la gestion de portefeuille ont trouvé une nouvelle extension avec l'abaissement des coûts de gestion et la fiabilité accrue du système d'information. On ouvre ainsi par voie indirecte l'accès de certains marchés ou de certaines classes de risque à des agents qui par prudence en restaient autrefois éloignés.

Le crédit bancaire traditionnel représentait un service global rendu au client, dont maintenant chacune des caractéristiques tend à être démembrée et négociée séparément : l'entreprise couvre son portefeuille de créances ou de dettes en achetant des contrats d'assurance contre le risque de change, de taux et de défaut.

1—C'est évident pour le risque de volatilité. Pour le risque de défaut, les choses sont moins claires : la désintermédiation financière du début des années quatre-vingt est allée de pair avec la croissance du déficit public américain et avec une élévation de la qualité moyenne de signature des emprunteurs : le Trésor américain peut émettre des obligations, la Côte-d'Ivoire ne le peut pas.

2—Mais pas financière, si l'on en juge par les multiples crises bancaires qui se sont succédé alors.

Le phénomène atteint bien sûr sa limite. La standardisation accrue des produits financiers et de leur mode d'échange favorise progressivement la recomposition d'un service bancaire à forte valeur ajoutée, où il s'agit de mettre sur pied des combinaisons complexes et spécifiques de produits simples, plutôt que de laisser au client le soin de faire son *shopping* sur la place. C'est l'effet très naturel, et que l'on rencontre dans d'autres industries parvenues à maturité, de la concurrence accrue entre les établissements financiers, qui est stimulée précisément par la standardisation. Dans ce sens, le terme de désintermédiation est inapproprié : on a vu renaître en 1987 en France une activité de crédit (par exemple les crédits à options multiples) comme remembrement de produits séparément négociables. L'innovation technique donne à cet égard le recul et les outils suffisants pour comprendre la richesse que revêtaient certaines formules traditionnelles de crédit.

L'INADAPTATION DES RÉGLEMENTATIONS TRADITIONNELLES

Avec les opportunités d'échange qui s'ouvrent, l'innovation financière exerce un effet dissolvant sur les réglementations existantes, que ce soient des barrières à l'entrée sur certains marchés, y compris les barrières nationales, la fiscalité, ou les règles qui régissent les marchés ou les institutions.

Les cloisonnements de marché, d'abord. La séparation entre banques commerciales et banques d'investissement qu'impose la réglementation Glass-Steagall aux États-Unis se défait progressivement. En France, la loi bancaire de 1984 a eu l'adresse de ne pas poser les lignes de démarcation en termes d'établissements mais plutôt de produits. Mais on connaît les difficultés à faire respecter le volet de la réforme du marché monétaire consistant à séparer le marché interbancaire des autres marchés de créances courtes³. L'explosion à partir de 1986 des rémérés, puis la multiplication des produits de placements quasi monétaires, celle en 1987 des emprunts référencés sur le taux au jour le jour et « tenus » (c'est-à-dire échappant largement à toute transaction de façon à éliminer le risque de variations en capital) sont autant de moyens d'empêcher l'étanchéité du marché interbancaire.

247

Les swaps : une application de la loi des avantages comparatifs

Les *swaps* de taux fixe sur certificats de dépôt contre taux au jour le jour sont un dernier moyen, intéressant, de contournement de cette réglementation. Les *swaps* illustrent en effet parfaitement le bras de levier exercé sur les réglementations, sur la fiscalité ou sur les segmentations abusives dans l'appréciation du risque lorsque celles-ci entraînent des écarts de prix entre actifs financiers de nature proche. Ils sont dans le domaine financier l'application de la loi des avantages comparatifs bien connue dans le commerce international⁴.

L'ouverture des frontières résulte, on l'a vu, de l'abaissement du coût du transfert des ressources d'un pays à l'autre. Elle rend plus difficile le cloisonnement

3—La finalité de la réforme de 1986 était simple. En réduisant, par exclusion de certains intervenants (les ENBAMM), l'assiette du marché interbancaire, et donc sa liquidité sur les échéances très courtes, on oblige les banques à se porter sur les échéances plus longues, et donc à gérer leurs trésorerie en allongeant leurs horizons de placement. Il en va de même pour les ex-ENBAMM disposant de trésorerie abondantes.

4—Dans le domaine des *swaps* de taux d'intérêt, une créance A peut très bien être moins bonne — du point de vue du rendement et du risque — qu'une créance B dans tous les compartiments du marché, taux variable comme taux fixe, sans pour autant être évincée du marché : il lui suffit d'être libellée dans la référence de taux qui lui assure l'avantage comparatif par rapport à A, puis de combiner un *swap* entre A et B. Quand elles sont systématiquement effectuées, ces opportunités d'échange tendent à rendre homogènes les écarts relatifs de signature, et à créer une unique courbe des taux pour une classe de risque donnée. Évidemment, les *swaps* ne sont pas limités au domaine des taux d'intérêt ; il existe des *swaps* « fiscaux », des *swaps* « institutionnels »...

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

de certains marchés dès qu'il en existe d'autres, suffisamment substituables aux premiers, aux coûts de transaction faibles et moins protégés. Les États-Unis ont connu ces problèmes avec leur réglementation sur la rémunération de l'épargne, qui a suscité, sachant l'absence de contrôle des changes, l'éclosion des euro-marchés.

Toute restriction définie dans un cadre trop strictement national comporte le risque de la fuite financière à l'étranger, et par conséquent d'une course improductive à la déréglementation. Le pays le plus « déréglementé » bénéficie alors indûment d'une sorte de rente de situation sur le dos de ses partenaires plus restrictifs (vue d'une autre façon, cette rente rémunère le risque collectif qu'il y a à tolérer des activités non réglementées). Par exemple, les efforts en cours des législations américaine et anglaise pour contrôler l'activité des *swaps* (en intégrant l'exposition qu'ils entraînent dans les ratios de bilan bancaire) risquent fort d'être minés par une surchère de certaines places financières qui cherchent à en attirer à elles le négoce.

Principe de neutralité

Pour couper court à cette fuite en avant, les réglementations doivent de plus en plus obéir à un principe de neutralité. Neutralité internationale tout d'abord, en faisant que les règles adoptées suivent des standards internationaux. La convergence actuelle de divers projets édictant des normes internationales en matière de fonds propres pour les banques est un signe encourageant. La définition d'un espace financier européen à partir de 1992 (bien sûr voulu politiquement) sera le plus sûr levier d'harmonisation réglementaire et fiscale entre les partenaires européens.

Mais neutralité plus générale, en ce sens que la réglementation doit s'attacher à ne pas créer des opportunités d'arbitrages profitables. Le défi est tout particulièrement lancé aux réglementations fiscales. Pour reprendre l'exemple de ce qui s'est passé dans le commerce des marchandises à la fin du XIX^e siècle, le problème de la contrebande a été éliminé dès que l'on a compris⁵ que le niveau optimum du droit de douane — du point de vue du fisc — est un problème strictement économique : il faut le fixer juste en dessous des frais de transaction, y compris la prime de risque, du contrebandier, quitte à accroître cette prime de risque en développant la répression (si la chose est rentable). Un droit de douane trop élevé, ou bien une législation financière inadaptée, c'est un viager qu'on garantit au contrebandier, ou bien au financier qui joue avec les incohérences réglementaires.

Un exemple bien connu consiste à exploiter les écarts de taxation entre les revenus et les plus-values de valeurs mobilières. On peut barrer la route à ce type d'évasion fiscale par une série de mesures *ad hoc*, qui rendent rapidement inextricable la jungle réglementaire, ou bien chercher à rendre plus neutre la fiscalité, principe qu'ont adopté récemment les législations fiscales anglo-saxonnes. C'est reconnaître dans le cas d'espèce ce point de bon sens que des « produits » fortement substituables (comme le sont finalement rendement et gain en capital dans l'appréciation de la performance d'un titre financier) doivent supporter des fiscalités proches.

De même, une façon d'éviter les mesures de contournement de l'exclusion du marché interbancaire pour les agents non financiers consiste, à l'exemple de nombreux pays, à tolérer une certaine rémunération de la masse monétaire au sens M_1 , ce qui ouvre le difficile débat des leviers d'action de la politique monétaire.

⁵— Et dès que les systèmes fiscaux ont été assez mûrs pour limiter la part des impôts assis sur les échanges internationaux.

LES NOUVEAUX RISQUES ENÇOURUS IMPOSENT UN AUTRE MODE DE RÉGULATION

Selon un découpage traditionnel mais toujours efficace, on distinguera le risque de défaut, qui fragilise l'ensemble du système financier en augmentant la probabilité d'une crise générale de liquidité, du risque d'instabilité des variables financières, qui obscurcit l'horizon des décideurs et représente un coût pour l'économie.

LES MARCHÉS FINANCIERS SONT PLUS FRAGILES

Les problèmes prudentiels posés par la titrisation proviennent tous du glissement d'une gestion traditionnelle de risque par un ensemble connu de banques vers une gestion impersonnelle, par simple discipline de marché, comme le font les marchés secondaires d'obligations ou d'actions. Ils sont très habituels à l'activité d'assurance, dans laquelle on sait qu'un marché concurrentiel est parfois incapable, en raison de la dissymétrie de l'information entre contractants, de donner un vrai prix à la prise en charge du risque.

Le risque d'une nouvelle segmentation des marchés

Au niveau international, les pays emprunteurs à mauvais risque se voient fermer le marché des euro-émissions et se trouvent relégués dans les compartiments traditionnels de crédits syndiqués, mais cette fois à des conditions comparativement plus onéreuses. Pour les banques traditionnelles, le danger est très réel de se voir cantonnées au segment le plus risqué du marché, avec les cas habituels de sélection adverse qu'on y rencontre : une augmentation exagérée du coût du crédit a pour conséquence d'exclure les bons projets, et au contraire de sélectionner les projets risqués, au rendement moyen faible, mais à la variabilité de gain très forte⁶.

249

Sélection adverse encore, en matière de crédit à la consommation, particulièrement vigoureux en France depuis 1986 : les banques ont des méthodes de *scoring* pour écarter les emprunteurs à risque et les appliquent efficacement. Pourtant, malgré ces mesures, il n'est pas certain que le risque de défaut ne soit pas en bout de course assumé par le maillon le plus faible de la chaîne des créanciers (une autre banque parfois puisqu'il n'y a pas de centrale des risques pour les petits emprunteurs, parfois aussi l'office HLM, si l'on en juge par la croissance des taux de sinistres qu'ils ont enregistrée récemment).

Côté emprunteurs, on a pu observer des discriminations de la sorte sur le marché français du crédit à court terme des entreprises. Ainsi, l'ouverture du marché des billets de trésorerie ne serait pas étrangère à une séparation plus marquée qu'autrefois entre deux classes d'emprunteurs : d'un côté, les quelque 120 intervenants qui s'y financent, qu'il faut d'ailleurs associer aux autres grandes entreprises, même absentes du marché des billets de trésorerie, dont le coût du crédit est lié aux taux monétaires à court terme. De l'autre, les entreprises évincées de ce marché, qui semblent connaître désormais un coût du crédit plus proche que par le passé des conditions traditionnellement faites aux PME.

Une solution, l'agence d'évaluation, publique ou privée

De telles discriminations seraient plus rares si l'ensemble des entreprises (d'une certaine taille, les banques conservant évidemment leur fonction d'évaluation du risque pour les petits emprunteurs) avait effectivement accès à un marché de

⁶— L'emprunteur « joue au casino » : s'il perd, il joue la faillite ; s'il gagne, il ramasse la mise quel que soit le coût du financement.

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

financement direct, tel que peut l'être le marché des billets de trésorerie ou le marché obligataire. Or, une des conditions indispensables d'un tel accès est qu'une information peu coûteuse, indépendante et accessible à tous soit diffusée sur la qualité de crédit de l'emprunteur virtuel. Cela pose le problème de l'agence d'évaluation.

Il y a maintenant un faisceau suffisant de preuves pour juger que le rôle d'une agence d'évaluation n'est pas d'apporter une information « nouvelle » au marché. La notation que fournit l'agence n'affecte pas la prime ou la pénalité que donne le marché à une signature ; elle ne fait que la refléter. Pour autant, son rôle est essentiel au bon fonctionnement du marché, parce qu'il réduit le coût du crédit de l'entreprise notée (à preuve le prix payé pour la notation) et contribue à gommer les segmentations du marché.

L'agence fournit d'une part des informations qui, si elles ne sont pas fraîches, sont fiables et facilement interprétables. Surtout, elle donne une garantie à l'investisseur obligataire, celle que l'action du *manager* ou des actionnaires ne se fera pas à son détriment, par exemple en accroissant le risque spécifique de l'entreprise. Si donc l'entreprise assume les frais d'une notation d'agence, c'est bien parce qu'elle attend de la garantie offerte au marché une réduction du coût de sa dette. En ce sens, il vaut mieux pour l'entreprise une notation mauvaise, mais officiellement publiée, que pas de notation du tout.

Une fonction arbitrale

En France, la garantie de l'État a un peu rempli auprès des émetteurs du secteur public cette fonction arbitrale de l'agence⁷, ce qui en contrepartie a pu nuire à l'émergence d'une véritable activité d'évaluation. Maintenant que le financement de l'économie française se fait moins par le canal d'un financement monétaire du système bancaire, cette lacune est durement ressentie. Elle explique que le marché des billets de trésorerie n'existe vraiment que sur les très courtes échéances⁸, où d'ailleurs le manque d'information sur la qualité des émetteurs égalise tous les rendements. Elle freine également le recours à un financement obligataire long du secteur privé.

Les choses sont en train de changer, dans un domaine où la crédibilité ne se gagne qu'avec les années. La création de l'Agence d'évaluation financière, l'Adef, en France est d'initiative publique, et montre que l'intervention de l'État peut simplement consister à susciter une entité, vraisemblablement publique à ses débuts, qui joue la fonction arbitrale que requiert le marché. L'État peut d'ailleurs accélérer le processus en subventionnant les évaluations officielles des agences pour les entreprises.

L'intervention directe des autorités peut être alors réservée aux emprunteurs qui, dans tous les cas de figure, sont évincés, bien que leur recours au marché soit jugé socialement souhaitable. Au niveau international, des organismes publics tels que la Banque mondiale devraient accroître, au lieu de limiter comme à présent, leurs activités de souscription, de garantie d'emprunts ou de *swaps* pour le compte de certains PVD.

Pour le marché français, il est concevable de multiplier, peut-être par des mesures d'aides spécifiques, les formules de « syndicats d'emprunteurs » de façon à faciliter l'accès direct au crédit de certains petits émetteurs. Un modèle possible est l'activité de contrepartie qu'exerce la Home Loan Bank Board aux États-Unis,

7—Qui élimine virtuellement le risque de défaut des emprunts du secteur public, pour ne laisser qu'un risque résiduel de liquidité et de volatilité.

8—À vrai dire en partie grâce à l'existence d'une taxe sur les certificats de dépôts (réserves obligatoires).

aidée par le budget fédéral : l'organisme offre des facilités de *swaps* à certains organismes d'épargne lorsque ceux-ci souhaitent redéfinir la structure et l'indexation de leurs créances.

Les problèmes pruden-

Des agents satisfaisant des objectifs privés s'engageront souvent dans des activités de prêts dont le risque collectif, porté par le système et jugé à raison indépendant de leurs actions prises isolément, peut avoir des conséquences individuelles qui dépassent de loin la dose de risque qu'ils sont prêts à assumer. La titrisation des créances, et l'extension considérable des organismes de gestion collective de l'épargne, accroissent ces cas de divergence.

Les banques rencontrent ce problème dans leurs salles de marchés, mais il est plus important encore dans la gestion des fonds collectifs d'épargne : chaque *trader* ou chaque gérant est astreint à certaines limites dans les positions de risque qu'il prend. Mais ces limites, même respectées, sont souvent atteintes dans le même sens lorsqu'advient un cycle de marché. Le risque « collectif » qui en résulte pour la banque (ou même pour la collectivité des banques si leurs positions sont de même sens) peut prendre alors des proportions considérables.

Il en va de même dans le mouvement actuel de rapide recomposition du capital industriel par l'intermédiaire du marché financier (prises de contrôle, OPA, renforcement du contrôle sur son propre capital). Sa conséquence est souvent de transformer une partie des fonds propres des entreprises en capitaux empruntés, c'est-à-dire de substituer l'investisseur obligataire ou bancaire à l'actionnaire dans la prise en charge du risque (notamment aux États-Unis où le levier provient souvent d'émissions obligataires — les *junk bonds*). Cette redistribution du risque deviendra dangereuse lors du prochain retournement conjoncturel, lorsque les bénéfices de l'ensemble des entreprises se réduiront : il est moins facile de réduire la charge d'une dette que les dividendes à verser aux actionnaires.

251

Comme dernier exemple, le krach d'octobre aura eu au moins cet avantage de dissiper une certaine illusion concernant ce qu'on appelle l'« assurance de portefeuille » lors de mouvements de marché de forte ampleur : les mécanismes de couverture, quand ils sont généralisés dans une conjoncture violemment baissière, peuvent provoquer la réaction en chaîne d'entraîner à la baisse le marché à terme sur lequel est faite la couverture, et donc, en dégradant à nouveau le rendement du portefeuille à assurer, d'obliger à des interventions accrues sur le marché à terme.

Des micro-risques interdépendants

Le fond de l'affaire est que tous ces micro-risques, peu importants aux yeux des investisseurs qui les prennent, ne sont pas indépendants les uns des autres. La loi des grands nombres, qui permet de chiffrer exactement la prime de risque lorsque les sinistres ne sont pas corrélés, ne s'applique plus. Par analogie, le problème est identique à celui que rencontre une compagnie d'assurance lorsqu'elle doit donner un prix à la protection contre un risque d'épidémie : c'est tout ou rien. Soit personne n'est contaminé, soit certains sujets le sont, et alors le risque de contagion peut prendre des proportions catastrophiques.

L'activité traditionnelle d'assurance se heurte depuis des siècles à ces problèmes de mauvaise allocation du risque. Certaines solutions micro-économiques ont été trouvées (le système des franchises ou des droits d'entrée). Parfois même l'utilisation astucieuse des mécanismes de marché apporte ses solutions. Par exemple, la fin du monopole des *brokers* dans les passages d'ordre à la bourse de Londres a eu pour conséquence de réduire considérablement les frais de bourse

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

sur les transactions des institutionnels, et au contraire de les alourdir sur celles des particuliers. Cela va dans le sens d'encourager la mutualisation des risques boursiers dans des organismes de placements collectifs. Autre exemple, cette fois sur le marché des garanties de taux plafond ou plancher (*caps* ou *floors*). On y a observé en 1987 une forte concentration des offreurs de garantie (moins les petites banques dites de trésorerie, davantage les grands établissements), qui est un signe de maturité du marché. L'ampleur du bilan des grandes banques, pour cette activité fortement risquée et proche du métier de l'assureur, exerce une sorte de mutualisation du risque de taux.

L'intervention publique est alors nécessaire

Toutefois, dans la plupart des cas, le marché ne suffit pas et l'intervention publique est nécessaire, notamment en édictant des règles prudentielles strictes. On peut juger que des règles de capitalisation minimale et de couverture par assurance s'imposent pour l'activité de contrepartie et de négoce de titres ; que le respect de certains ratios de bilan balise le risque de transformation et de taux qu'assument les banques ; qu'enfin les opérations financières bénéficiant d'un levier trop important doivent subir, selon des modalités certes difficiles à définir, des coûts d'assurance accrus.

Le problème nouveau est que le mode de contrôle traditionnel du risque bancaire semble désormais largement inadapté. Le contrôle de la masse monétaire par exemple, n'intervient qu'à travers le coût des dépôts et le coût du crédit, ce qui pénalise avant tout l'activité bancaire de type traditionnel, précisément relégué sur le segment le plus risqué du marché. Les activités hors bilan échappent encore en grande partie à ce contrôle, même si l'effort international de définition de ratios de solvabilité des établissements bancaires devrait aboutir prochainement.

VOLATILITÉ DES MARCHÉS ET RÔLE DE LA SPÉCULATION

Comment la nouvelle configuration des marchés financiers permet-elle la prise en charge du risque de taux d'intérêt ou de taux de change, et non plus comme on vient de le voir le risque de défaut des intervenants ? Le problème concerne cette fois une éventuelle responsabilité des marchés financiers dans l'accroissement de l'instabilité, et en particulier le rôle qu'y joue la spéculation. Stabilisant ou déstabilisant ? Parasitaire ou essentiel à la liquidité des marchés ? Manifestement, dans une organisation financière qui privilégie l'allocation des ressources par négoce, leur rôle s'accroît. Cette évolution est-elle souhaitable, et quels sont les nouveaux modes d'action des autorités de tutelle ?

Faut-il brider la spéculation ?

Sur ce sujet immense, les divergences des économistes n'aident guère à adopter des mesures correctrices. Si le jeu du spéculateur est d'acheter bas et de revendre haut, soulignent les uns, son intervention est en moyenne stabilisante. Sur l'ensemble des marchés, le jeu est à somme nulle si ce n'est une rémunération moyenne des spéculateurs pour leur service de liquidité et de prise en charge du risque. Tout au plus observe-t-on qu'il y a une possibilité de « bulles spéculatives » où le prix de marché de l'actif sur lequel il y a spéculation s'écarte, au su de tous, de sa valeur fondamentale telle que la perçoit le marché⁹ ; mais cette possibilité d'apparition semble réservée soit à la très courte période, soit à des actifs peu négociés (œuvres d'art, vins de qualité ou telle action boursière spécifique), et ne pas concerner les

⁹— Mais où pourtant les anticipations à court terme des agents ne sont jamais démenties en moyenne. On parle de jeu de Ponzi ou de chaînes d'argent.

actifs, tels les fonds d'État ou les devises (mais ceci est controversé), pour lesquels le marché dispose en moyenne de toute l'information requise (thèse du marché efficient).

À l'inverse, la tradition keynésienne est très sceptique sur l'efficience du marché financier. D'un point de vue macro-économique, la liquidité des actifs financiers n'est pas plus grande que celle des actifs réels sur lesquels ils sont assis. Or la décision d'investissement du chef d'entreprise se fait dans la durée longue et non avec l'horizon vibrionnant de la transaction financière. Il ne choisit d'investir à long terme que si l'évaluation des actifs de l'entreprise, de sa rentabilité et donc de ses possibilités de financement à venir, ne dépendent pas de tel ou tel facteur circonstanciel. Les marchés financiers, dans cette vision pessimiste, n'arrivent pas à canaliser la bonne information que requièrent les prises de décision. Le poids donné à l'information reçue dans l'heure y est démesuré (petite phrase de Baker). Keynes exprime bien une forme de défiance vis-à-vis du capitalisme financier. Pour lui, la décision d'investissement, celle qui projette une société dans son futur, est une forme de pari très difficilement réductible à une évaluation de risque au sens financier.

Mettre du sable dans les rouages

On observe dans la même ligne de pensée que l'interaction de certaines variables macro-économiques est parfois génératrice d'instabilité. Tel est le cas lorsque coexistent des marchés (pour les biens ou le travail) avec de forts coûts d'ajustement et des marchés financiers ignorant pratiquement toute friction. Tout choc accidentel dans la sphère réelle modifie évidemment l'équilibre du système. Mais l'ajustement aux nouvelles valeurs d'équilibre peut passer par des phases de surajustement ou d'inadéquation durable de certaines variables très mobiles comme les taux de change ou les taux d'intérêt¹⁰. D'où l'idée parfois exprimée de « brider » la mobilité des marchés financiers, de mettre du sable dans les rouages en accroissant les coûts de transaction, comme peut le faire une taxe¹¹.

253

Il est difficile d'être péremptoire sur ces sujets une fois que l'on a compris la nature des mécanismes d'assurance qui régissent désormais les marchés financiers. Tel est en effet le paradoxe : on souscrit quantité de contrats dont l'objectif est de réduire la volatilité, ou du moins les conséquences de cette volatilité, sur les décisions micro-économiques. Dans le même temps, cette couverture est d'autant mieux assurée que le marché est liquide, et donc volatil et attractif pour les interventions spéculatrices. Si la couverture du risque repose sur un mécanisme concurrentiel, il faut viser alors la liquidité maximale et ne pas taxer les transactions. Dans cette logique concurrentielle, peu importe à l'entreprise exportatrice qu'il y ait une volatilité des changes ou des taux d'intérêt s'il lui est possible de souscrire de façon peu coûteuse un contrat d'assurance contre cette volatilité.

Les différentes commissions mises en place par les autorités suite au krach d'octobre — par exemple la commission Deguen en France (voir notre *Tribune libre* page 238) — portent dans l'ensemble un verdict qui conforte l'idée précédente à propos des marchés de l'assurance financière (marchés à terme et d'options). Ils ont globalement bien passé le choc de la crise, notamment en France. Les seuls

10— À une échelle moins importante, le même genre de problème se rencontre sur le marché obligataire français : on juxtapose un marché à terme à la fluidité extrême (le Matif) et un marché au comptant des fonds d'État qui conserve encore certaines de ses rigidités traditionnelles, la plus importante de toutes étant la difficulté de faire des opérations à découvert.

11— Dans des articles récents (*Le Monde* du 17 av. et du 17 oct. 1987), Jean Peyrølevade, après James Tobin, l'a reprise avec force. Elle date en fait de Keynes (1936). Il suggérait qu'à l'instar des casinos qui, dans l'intérêt même du public, instaurent des restrictions à l'entrée, l'on fit de même avec la bourse ou les marchés financiers pour écarter les intervenants ayant une mauvaise perception des risques en jeu.

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

problèmes relevés ne viendraient pas de l'existence de ces marchés mais plutôt de leur caractère incomplet ou insuffisamment nombreux : l'absence en France de marchés sur indices boursiers semble nuire à la liquidité du marché au comptant dans les périodes baissières ; les procédures actuellement autorisées en matière de prêts de titres sont insuffisantes, parce que tout marché à terme suppose la possibilité de vendre à découvert. Dans tout cela, le mode d'intervention de l'État, plus que la fiscalité ou l'intervention directe, consiste à donner le cadre réglementaire adapté à un bon fonctionnement de ces divers marchés.

TITRISATION, GESTION COLLECTIVE DE L'ÉPARGNE ET VOLATILITÉ

Les organismes de placement collectif, comme les autres intervenants du marché, ont un rôle de couverture et de spéculation, et comme tel, contribuent à la stabilité des marchés. Pourtant, ils semblent (comme plus généralement les opérateurs en couverture de portefeuille) avoir subi davantage de critiques suite au krach d'octobre.

Les problèmes naissent en fait d'une double évolution. D'abord, les recompositions de portefeuille se font désormais très rapidement en raison de l'abaissement des coûts de transaction et de l'information accrue sur l'état des marchés. Le gérant est désormais capable de se positionner dans l'instant au point qu'il souhaite sur la courbe des taux d'intérêt, et donc à l'exposition qu'il souhaite aux mouvements de taux. Par exemple, il passe assez facilement d'un investissement en obligations à taux fixe à un investissement à taux variable. Il transforme plus rapidement encore une rémunération obligataire longue en rémunération monétaire par simple couverture de son portefeuille d'obligations sur un marché à terme.

La similitude de comportement des gérants professionnels de fonds d'épargne

Le second élément vient de la similitude accrue du comportement des gérants professionnels de fonds d'épargne. Les mêmes signaux, par un effet de compétition mal contrôlé, les font réagir à l'identique. La publication régulière du palmarès des OPCVM (classés par nature) impose une sorte de marché parallèle de la performance, soumis au *diktat* de la « valeur liquidative ». Les horizons de placement s'en trouvent singulièrement raccourcis, ce qui est l'exact synonyme d'un marché volatil. On a pu ainsi dissuader les ménages d'investir en obligations à taux fixe à l'été 1987 alors que les taux étaient à des niveaux très élevés (plus qu'en janvier 1988 où on les incitait au contraire à investir), sous l'argument (irréfutable à court terme, comme la suite l'a montré) qu'il est peu judicieux d'acquérir un titre, même à fort rendement, si son cours se replie dans les jours qui viennent. Un tel conseil, quand il est généralisé et quand les gérants professionnels le mettent immédiatement en pratique sur des volants de fonds considérables, aboutit à des transferts massifs d'épargne qui ont pu expliquer la brutale tension de la courbe des taux dans la plupart des pays à l'été 1987. Ce fut vraisemblablement un des facteurs du retournement des marchés à l'automne¹².

Ce qu'on oublie dans l'affaire, c'est que la performance publiée à une date donnée n'est qu'une observation ponctuelle des résultats de la Sicav, alors que le

12—La gestion collective de l'épargne s'assimile par certains aspects à un ensemble de caisses mal amarrées dans la cale d'un bateau. Par temps normal, le poids des caisses stabilise la marche du bateau, mais une forte houle déclenche les coups de boutoir des caisses contre la coque du bateau.

13—Par une confusion de l'esprit, on attend implicitement d'un bon gérant qu'il garantisse une certaine performance minimale, tout en laissant ouvertes les possibilités de hausse. Or ceci, parmi toutes les structures de rendement que peut souhaiter un investisseur, n'est qu'un produit spécifique, appelé garantie de taux plancher, garantie qu'on paie évidemment par une performance moindre qu'un portefeuille symétriquement exposé à la hausse et à la baisse.

produit qu'est censé acheter l'épargnant est bien plutôt une distribution de probabilité de la performance de son portefeuille, dont malheureusement on n'a idée qu'au terme d'une période raisonnablement longue d'observation¹³.

L'intervention publique consiste en la matière à renforcer le code de bonne conduite des OPCVM, par exemple en rendant plus contraignante la classification par classe de risque, tant en matière de publication que dans la liste des produits de placements utilisables.

La confiance en un marché est parfois un bien public

En revanche, sur d'autres marchés, les mécanismes concurrentiels comme les protections prudentielles sont à l'évidence inadaptés et leur organisation rationnelle entraîne des coûts prohibitifs. On pourrait par exemple bâtir, en investissant des milliards de dollars, une industrie d'assurance pour couvrir complètement les agents contre le risque de change. Mais on peut aussi reconnaître la nature de bien collectif qu'a toute monnaie, et donc penser qu'il s'agit d'un domaine où se justifie l'intervention publique, en l'espèce une intervention publique internationale. Définir un système international de gestion des changes est la façon la plus économique et la plus sensée de soustraire les acteurs économiques au risque de change et de taux d'intérêt.

Là est l'enjeu réel des années à venir. Une grande part de la florescence financière actuelle ne s'explique que par la carence, à un niveau international ou domestique, de réels mécanismes de coordination des politiques économiques. L'intégration croissante des marchés de capitaux, en restreignant l'autonomie des politiques économiques, rend criants les dommages qui en résultent. Les mutations financières ne sont pas tant la cause des désordres économiques à l'échelle internationale, que la réponse, en termes d'économie de marché et donc parfois source de gaspillages, à une instabilité qui les dépasse. □