

Réflexion sur les nouveaux instruments financiers et les marchés à terme

Daniel DEGUEN

Président - Banque hypothécaire européenne

238

Au lendemain de la crise boursière d'octobre 1987, M. Édouard Balladur, Ministre d'État, ministre de l'économie, des finances et de la privatisation, décidait de confier à une commission, présidée par M. Daniel Deguen, président de la Banque hypothécaire européenne, une tâche de réflexion sur les nouveaux instruments financiers et les marchés financiers à terme. Cette commission a présenté ses conclusions en mars 1988.

Revue d'Économie Financière : Comment situer les travaux et les conclusions de la Commission que vous avez présidée, par rapport à des travaux similaires menés à l'étranger, en particulier aux États-Unis (rapport Brady, etc.) ?

Daniel DEGUEN : La mission de cette commission présentait, sans aucun doute, des analogies avec celle conduite par le sénateur Brady à la demande du président des États-Unis, puisqu'elle avait notamment pour mandat « à l'instar des travaux menés actuellement dans d'autres pays, d'examiner les forces et les faiblesses de l'organisation des marchés à terme et des marchés d'options et d'étudier leur influence sur les conditions de formation des cours ainsi que sur les conséquences de l'utilisation de programmes informatiques d'arbitrage ». Le délai imparti était du même ordre pour l'une et l'autre commission. Sur un certain nombre de points enfin, les conclusions des deux commissions convergent.

Les marchés de produits financiers, à terme ou à options, ont déjà quinze ans d'existence aux États-Unis. Le cadre législatif et réglementaire dans lequel ils fonctionnent est établi de longue date et les pouvoirs respectifs de la *Securities and exchange commission*, de la *Commodities futures trading commission* et des bourses de valeurs mobilières américaines ont été rodés par l'usage au cours de cette période. La crise du 19 octobre a débuté aux États-Unis pour s'étendre ensuite aux autres places financières. Chacun est conscient, enfin, que l'ampleur des disfonctionne-

ments survenus dans les relations entre marché à terme et marché au comptant aux États-Unis a mis en évidence un risque « systémique », heureusement déjoué par l'intervention de la Banque centrale, mais qui a fortement frappé les esprits à New York, à Chicago et à Washington.

Dans le cas de la France, la situation était toute différente. Au moment de la crise, le contrat notionnel du Matif était le seul instrument financier traité à terme à Paris. On notera que les problèmes rencontrés aux États-Unis pendant la crise d'octobre sur le marché des obligations (*T Bonds*) n'ont pratiquement donné lieu à aucun commentaire bien que le comportement de ce marché ait été analogue à celui constaté sur le Matif à Paris. Le Monep (marché d'options négociables de Paris) venait d'ouvrir et, bien qu'il ait évidemment été profondément perturbé par la chute des cours, le volume des opérations traitées sur ce nouveau marché était encore trop limité pour entraîner de grandes difficultés.

La question principale qui était posée à notre Commission était moins de savoir s'il fallait revenir sur les modalités de fonctionnement — encore aisément malléables, d'ailleurs — du Matif et du Monep que de donner une recommandation sur l'opportunité d'introduire à Paris de nouveaux instruments (contrats à terme ou optionnels sur indices boursiers).

J'ajouterai enfin qu'une des grandes différences entre notre travail et celui des nombreuses commissions qui ont étudié le marché américain est que nos recommandations, adoptées à l'unanimité, ont été immédiatement approuvées avec un calendrier très strict de mise en place. L'unanimité qui s'est dégagée entre les régulateurs, les professionnels et les organisateurs des marchés d'une part, les utilisateurs (entreprises, banques et compagnies d'assurances) d'autre part les universitaires et experts qui siégeaient à notre Commission contribuera, je l'espère, à accréditer dans le public l'utilité économique de ces marchés. La rapidité de réaction du ministre d'État montre, par ailleurs, la volonté d'en poursuivre le développement tout en l'entourant du maximum de garanties.

239

REF : Quel vous paraît être le rôle des nouveaux instruments financiers dans l'accroissement de l'instabilité financière depuis la fin de 1986, et spécialement en octobre 1987 ?

D. D. : Les nouveaux instruments financiers n'ont évidemment pas un rôle majeur dans l'instabilité financière constatée en 1986 et qui a culminé en octobre 1987. Les déséquilibres fondamentaux persistants aux États-Unis notamment, tant en ce qui concerne le budget que la balance des paiements, devaient, à un stade ou à un autre, ébranler la confiance sur des marchés boursiers en hausse depuis cinq ans. Quant aux causes occasionnelles de la chute des cours, elles sont davantage à rechercher dans les « affaires » du type de l'affaire Boesky et dans les rumeurs de législation anti-OPA que dans le fonctionnement des marchés à terme.

Il est peu douteux, en revanche, que les possibilités de transferts de risques fournies par les marchés à terme et optionnels ont entretenu les opérateurs dans l'illusion qu'ils pouvaient profiter jusqu'au dernier moment de la hausse des cours et se couvrir contre leur retournement au premier signe de déclin. Les nouveaux instruments ont créé ce que la Commission Brady a appelé une « illusion de liquidité » et ont très certainement retardé le renversement de tendance et accentué sa brutalité. Tout s'est passé comme si on avait entouré une salle de théâtre d'un très grand nombre de portes de secours donnant ainsi aux spectateurs le sentiment qu'ils pourraient quitter rapidement la salle en cas d'incendie alors que ces portes de secours débouchaient toutes sur un étroit couloir, incapable d'assurer rapidement l'écoulement de la foule en cas de danger.

REF : En particulier, quel jugement portez-vous sur le fonctionnement et le rôle des marchés à terme et des marchés d'options ?

D. D. : L'unicité des marchés au comptant et à terme, soulignée par la Commission Brady, est incontestable dans son principe et l'un des rôles majeurs des marchés à terme est de faciliter la répercussion des anticipations des opérateurs sur la formation des cours au comptant. Si les deux compartiments du marché communiquent mal pour des raisons tenant à la réglementation, à l'organisation matérielle des marchés ou à des conflits entre les institutions chargées d'en assurer le fonctionnement, l'arbitrage peut devenir difficile et ne fonctionner que de façon imparfaite. Dans cette hypothèse, la volatilité des cours peut être sensiblement accrue et des risques de rupture apparaissent avec une gravité d'autant plus grande que le second rôle des marchés à terme, qui consiste à organiser des transferts de risques entre opérateurs ayant des positions ou des vues différentes sur l'évolution des marchés, ne peut plus être rempli de façon convenable.

REF : Comment apprécier le « risque de système » ?

D. D. : Le risque de système peut se présenter à deux niveaux. Le premier, purement technique, et c'est celui qui s'est fait jour le 19 octobre aux États-Unis, résulte de la difficulté pour les banques des opérateurs de connaître exactement la position de leurs clients et d'apprécier, face à une demande imprévue de crédit de leur part, s'il s'agit uniquement de régler un problème temporaire de trésorerie ou de financer des pertes. La difficulté est encore accrue lorsque les règles d'appels de marge des différents compartiments du marché sont différentes et entraînent de ce fait des décalages entre le règlement de différences négatives ou positives. Le refus de crédit peut alors entraîner à la fois la défaillance des opérateurs et la liquidation de leurs positions sur les marchés, déclenchant éventuellement un processus cumulatif. Le second niveau de risque est celui d'une crise globale de liquidité, les banques ne pouvant accorder les concours demandés faute de possibilités d'accès au prêteur en dernier ressort — c'est-à-dire à la banque centrale.

REF : Quelles sont les relations entre le niveau et la distribution des risques individuels : de taux d'intérêt, de change, de contrepartie... d'une part, le risque de système d'autre part ?

D. D. : Il est plus difficile de répondre à cette question et je doute qu'il soit possible de formaliser celles-ci de façon scientifique. Mais il est clair pour moi que les règles de couverture ou de marge qui sont appliquées, les limites de position, les exigences de fonds propres, imposées aux intervenants et aux chambres de compensation, ont pour objet non seulement de garantir l'exécution des contrats en éliminant les risques de contrepartie mais aussi de prévenir ou d'atténuer les risques de répercussion en chaîne qui pourraient menacer le système. Toutefois, ces règles ne peuvent être considérées comme suffisantes que si elles sont constamment révisées en fonction de l'expérience et en tenant compte des répercussions possibles d'un accident des marchés boursiers sur le marché de l'argent à court terme. C'est la raison pour laquelle une étroite liaison doit être maintenue entre autorités monétaires et autorités boursières. Tel est l'objet du comité de liaison entre le Trésor, la Banque de France, la Commission des opérations de bourse, le Conseil de la bourse, le Conseil des marchés à terme que la Commission a proposé d'instituer et dont le ministre d'État a décidé (en son temps—NDLR) la création.

REF : Dans la mutation financière, peut-on séparer ce qui paraît irréversible — progrès technologiques, réduction des coûts de transaction, etc. — et ce qui semble plus exposé à des fluctuations conjoncturelles en liaison par exemple

avec l'évolution des taux d'intérêt? Faut-il s'attendre, face à l'instabilité financière, à une «réintermédiation» financière et à un ralentissement de l'internationalisation des marchés de capitaux?

D. D. : Il est évident que les mutations constatées depuis quelques années et qui ont conduit au développement de ces marchés dérivés où s'échangent des positions ou des risques sur des titres de façon indépendante de la possession de ces titres doivent leur origine à la fois à un besoin de protection contre l'instabilité des marchés et aux progrès spectaculaires des moyens de communication et d'aide à la décision réalisés au cours des dernières années. Il est certain qu'un retour à une plus grande stabilité réduirait l'activité de ces nouveaux marchés et que cette réduction du volume des opérations traitées pourrait avoir un effet négatif sur le coût des transactions dont une partie importante résulte de frais fixes d'investissement. Dans cette hypothèse, un retour durable à la réintermédiation financière serait assez vraisemblable. On peut penser également que le recours à l'émission de titres négociables de préférence aux crédits bancaires a été favorisé par les conceptions monétaristes; il serait probablement moins important si les banques centrales prenaient pour objectif de leur action un concept plus large de la liquidité de l'économie.

Il est probable, enfin, que la prise de conscience des imperfections inévitables des protections fournies par les marchés à terme ou des risques de contrepartie des opérations de gré à gré peuvent ralentir temporairement l'extension de ces marchés. Mon sentiment est néanmoins qu'il ne faut guère s'attendre à une remise en cause fondamentale de ces innovations, non plus que de la tendance à l'internationalisation des marchés. C'est pourquoi il est plus utile de s'efforcer d'en améliorer le fonctionnement que d'attendre ou d'espérer leur extinction naturelle.

241

REF: Quels sont les atouts et les handicaps de la place de Paris dans la compétition financière internationale, en particulier dans la perspective de 1992? La proposition faite par la Commission que vous avez présidée d'introduire à Paris des contrats sur indices boursiers relève-t-elle principalement de cette concurrence entre places financières?

D. D. : Les atouts de la place de Paris sont connus de longue date: un système bancaire efficace et jouissant d'une réputation de prudence bien établie; un passé prestigieux mais déjà lointain de grand centre financier mondial à l'époque où la France était, avant la Première Guerre mondiale, l'un des principaux exportateurs de capitaux; une volonté, affichée enfin depuis quelques années par l'ensemble des responsables politiques actuels ou potentiels, de recréer les conditions d'une économie de marché et d'appuyer la modernisation des structures entreprise par les professionnels. Les handicaps tiennent à la relative étroitesse de notre marché d'actions, malgré son renouveau récent, étroitesse qui ne peut être corrigée fondamentalement que si le mouvement de privatisation des grandes entreprises françaises, industrielles ou financières, est poursuivi; ils tiennent aussi à la trop lente adaptation de nos procédures au niveau, en particulier, de l'enregistrement des transactions, du processus de règlement-livraison et à quelques autres facteurs que les réformes récentes devraient permettre de corriger rapidement. Il est clair que l'interdiction d'ouvrir des marchés organisés de contrats sur indices boursiers à Paris nous exposerait au risque de voir s'ouvrir des marchés concurrents à Londres ou ailleurs. Ceci étant dit, ce n'est pas à l'État mais aux professionnels eux-mêmes de prendre l'initiative et le risque de créer ces marchés. Une organisation de marché est une entreprise comme une autre. Elle ne fonctionne bien que si elle assume pleinement sa responsabilité d'investisseur et de prestataire de services et si elle s'efforce de promouvoir des produits qui répondent à des besoins réels.

REF : Quelle peut être l'ambition de la politique monétaire nationale dans le nouveau contexte financier ?

D. D. : L'ambition de la politique monétaire n'est pas modifiée par le nouveau contexte financier. Elle doit toujours tendre à trouver le meilleur équilibre possible entre le maintien de la valeur de la monnaie et les autres objectifs de la politique économique. Les moyens de cette politique doivent évidemment être adaptés à un environnement très profondément différent de celui d'il y a vingt ans. La banque centrale doit suivre l'évolution de tous les marchés, qu'ils soient monétaires ou financiers ; elle doit être en mesure d'intervenir sur toutes les durées de créances à taux fixe et à taux variable ; elle ne peut ignorer les répercussions éventuelles de l'évolution des marchés d'actions sur les marchés de taux et sur le système bancaire. En un mot, comme je l'ai déjà souligné tout à l'heure, elle doit pouvoir agir directement ou indirectement sur tous les éléments qui concourent à la liquidité de l'économie, en liaison étroite avec le Trésor qui conserve, en France, la haute main sur la gestion de la dette publique.

REF : L'instabilité financière appelle-t-elle, à vos yeux, un mouvement de nouvelle « reréglementation » ?

D. D. : Il serait vain de vouloir corriger l'instabilité financière par des réglementations. C'est seulement en s'attaquant aux déséquilibres fondamentaux, au niveau national et au niveau international, que l'on peut espérer combattre cette instabilité. Quant à la nécessité de soumettre les marchés organisés et leurs acteurs à des règles strictes, elle ne fait pas de doute. Mais ces règles ont pour objet d'assurer la transparence, l'intégrité et la sécurité de marchés, en large communication les uns avec les autres. Elles ne visent pas, comme celles auxquelles elle se substituent, à compartimenter les activités en autant de caissons étanches. La déréglementation à laquelle on assiste depuis quelques années est, en réalité, une action de décloisonnement. Elle implique l'adoption de nouvelles règles du jeu qui seront, sur bien des points, tout aussi contraignantes que les anciennes. L'essentiel n'est pas de faire disparaître toute contrainte mais de choisir celles qui favorisent l'efficacité et la productivité générale de l'économie et de faire disparaître celles qui entretiennent des rentes de situation.

REF : Que faut-il attendre de la coordination, dans chaque pays et au plan international, des mesures de surveillance des marchés et du contrôle prudentiel ?

D. D. : J'ai déjà souligné l'importance de la coordination de ces mesures au plan national. Plus délicate est la coordination à engager au plan international. Les différentes places financières du monde sont en effet à la fois interdépendantes et concurrentes. L'équilibre sera difficile à trouver, dans ce domaine comme dans bien d'autres, entre les avantages collectifs d'une bonne coopération et les intérêts individuels qui peuvent conduire à tenter de détourner un flux de transactions vers une place plus libérale ou moins surveillée. Il existe toutefois, dans le long terme du moins, un régulateur efficace : c'est la réputation d'une place à travers les crises ou les accidents auxquels sont exposés tous les marchés. Seuls les marchés qui sauront acquérir et maintenir cette réputation pourront compter sur un fonds de commerce solide. Je pense qu'aucun d'entre eux ne peut plus envisager sérieusement d'y parvenir sans un minimum de coordination avec ses principaux rivaux. □