

Transparence des portefeuilles financiers et maîtrise des risques de marché

**Rapport préparé à l'intention de Monsieur Dominique Strauss-Kahn
Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie**

Olivier Davanne

Avril 1999

L'auteur remercie les nombreux praticiens et experts, dans les institutions financières privées, les organismes publics et les organisations internationales, qui ont accepté de le recevoir pendant la préparation de ce rapport. Des remerciements particuliers vont à l'Agence Financière de New-York, notamment pour l'appui efficace apporté dans la recherche de correspondants dans les grandes institutions financières américaines.

SOMMAIRE

Résumé

Introduction

Transparence, risques de crédit, risques de marché

Propositions pour une meilleure transparence des portefeuilles financiers

Surveillance renforcée " et incitations à une meilleure utilisation de l'information

Conclusion

Annexe 2 : Projet d'enquête AFTE

Annexe 3 : Projet d'enquête taux de change

Annexe 4 : Les déterminants des primes de risque

Références

Résumé

Les principales propositions de ce rapport visent à améliorer l'efficience des marchés financiers par la production d'informations sur la composition des portefeuilles financiers. Il plaide notamment pour un suivi des positions de marché prises par le secteur bancaire inspiré de ce qui est déjà fait pour les crédits internationaux. Les superviseurs bancaires nationaux, la SEC aux Etats-Unis et la BRI se chargerait de l'agrégation de l'information transmise par les banques commerciales et les banques d'investissement.

Une telle démarche ne pose pas de véritables problèmes techniques et ne semble pas rencontrer l'hostilité des grandes institutions financières. Elle permettrait d'identifier les situations où la concentration de positions identiques chez les intermédiaires financiers crée un important risque de marché. Une meilleure connaissance de la composition des portefeuilles, couplée avec une " surveillance renforcée " des marchés par les autorités publiques, contribuerait à une amélioration sensible des mécanismes de valorisation utilisés par les investisseurs et à une plus grande stabilité des principaux prix d'actifs.

Ces propositions sont replacées dans le cadre plus général des débats en cours sur " l'architecture du système financier international ". Elles viennent compléter les propositions du Comité de Bâle et de l'OICV qui visent à une meilleure transparence des risques portés par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Le rapport souligne par ailleurs la nécessité d'étendre dans la mesure du possible aux autres secteurs financiers - assurance, fonds d'investissement - des standards exigeants en matière de transparence et de contrôle des risques.

Introduction

En matière de réforme du système financier international, le renforcement de la transparence sur les marchés est très souvent considéré comme une des principales priorités. Depuis le début de la crise asiatique à l'été 1997, de nombreuses initiatives ont été prises dans ce domaine. On peut cependant relever deux lacunes dans la façon dont la réflexion internationale s'organise sur ce thème.

D'une part, la recherche de la transparence s'appuie rarement sur une analyse approfondie du fonctionnement des marchés financiers et de leur façon de produire l'information ou d'utiliser celle qui est disponible. Cette absence de cadre d'ensemble contribue à un certain scepticisme de la part de nombreux observateurs sur les bénéfices concrets à attendre d'initiatives un peu dispersées visant à une transparence renforcée. D'autre part, les propositions portent quasi-exclusivement sur une seule classe d'informations : celles qui concernent la situation des débiteurs et sont de nature à permettre, en principe, un meilleur fonctionnement du marché du crédit. La réflexion internationale actuelle laisse pour l'essentiel de côté toute une classe d'informations, sur les conditions d'équilibre entre offre et demande de titres, dont l'expérience et la théorie économique indiquent qu'elles sont importantes pour permettre une valorisation correcte des actifs financiers et éviter des à-coups violents sur les marchés financiers.

Ce rapport précise ce constat et en tire plusieurs propositions concrètes en matière de transparence des portefeuilles financiers et de maîtrise des risques de marché.

La première partie du papier précise les liens qui unissent transparence, risques de crédit et risques de marché. La deuxième partie développe les propositions visant à une meilleur suivi des portefeuilles financiers pour mieux maîtriser les risques de marché. La troisième partie est consacrée au rôle des autorités publiques pour inciter les investisseurs à une meilleure utilisation de l'information. L'amélioration du fonctionnement du marché des changes semble constituer une priorité et les propositions du rapport sont replacées dans le cadre des mécanismes de " surveillance renforcée " suggérés par la France.

A/ Transparence, risques de crédit, risques de marché

En matière de transparence des marchés financiers, l'accent est généralement mis sur la maîtrise des risques de crédit. Une meilleure information sur la situation des débiteurs, qu'ils soient des banques, des entreprises non financières ou des collectivités publiques, doit en principe aider le " marché " à exercer une meilleure discipline sur ces débiteurs et contribuer ainsi à la prévention des crises de solvabilité. La discipline exercée par le " marché " peut venir soit des mandants du

débiteur (actionnaires, électeurs...), soit de ses créanciers. Par ailleurs, l'absence de transparence crée un terrain favorable aux paniques irrationnelles, car les créanciers n'ont pas les moyens de savoir si une rumeur négative repose sur de véritables fondements (argument mis en avant à plusieurs reprises dans le rapport Fisher, BRI (1994)).

Le groupe de travail international ayant étudié les questions de transparence l'année dernière a publié un rapport - G22 (1998) - qui s'inscrit dans cette démarche et décrit bien les progrès à réaliser que ce soit en matière de comptabilité privée ou d'informations de nature macroéconomique. L'accent est notamment mis sur la nécessité d'une meilleure connaissance de l'endettement extérieur des pays, notamment de sa structure par devises et par échéances.

Il est cependant clair qu'une transparence accrue sur la situation des principaux acteurs intervenant sur les marchés financiers, aussi nécessaire soit-elle, ne suffira pas à faire disparaître les crises financières. La recherche de la transparence ne constitue qu'un des nombreux axes d'une réforme de " l'architecture financière internationale ". En ce qui concerne spécifiquement le marché du crédit, il faut notamment souligner la question clef des " aléas de moralité ". Rien ne sert d'améliorer la transparence des comptes si en cas de difficultés ce sont les contribuables qui supportent les pertes du fait de garanties explicites ou implicites accordées aux actionnaires et créanciers. Ceux-ci n'ont en effet que peu d'incitations à examiner la réalité des comptes s'ils bénéficient d'un large filet de sécurité financé sur fonds publics. Un bon fonctionnement du marché du crédit exige ainsi plus que la transparence : il repose également sur une bonne définition des garanties publiques et une supervision efficace des institutions ayant accès à ces garanties, notamment celles qui bénéficient de l'assurance des dépôts. Ce sont des sujets importants qui ne sont pas traités dans ce rapport.

En ce qui concerne plus spécifiquement la transparence des institutions financières, on considère généralement que celle-ci a une double dimension. D'une part, elle porte sur le niveau des fonds propres relativement aux divers risques que ceux-ci servent à couvrir. Les informations données doivent ainsi permettre d'évaluer le risque global pesant sur la solvabilité de l'intermédiaire concerné. De ce fait, l'intérêt porte moins ici sur les positions elles-mêmes, qui sont généralement très nombreuses et difficiles à analyser, que sur des indicateurs globaux permettant de juger le degré d'adéquation entre fonds propres et risques pris. Les indicateurs de VAR (Value at Risk) constituent de tels indicateurs agrégés qui facilitent une vue globale de l'exposition d'une banque aux risques de marché. D'autre part, la transparence doit porter sur les méthodes internes de contrôle des risques. L'existence de procédures internes efficaces de mesure et de contrôle des risques constitue finalement la meilleure protection pour les actionnaires et les créanciers de l'institution concernée.

Ce rapport n'est pas principalement centré sur ces questions tournant autour de la transparence des débiteurs, qui font l'objet au plan international d'un travail de réflexion intense de la part des autorités concernées. Il semble cependant utile de discuter certaines priorités parfois un peu occultées, en distinguant les trois secteurs financiers où les problèmes se posent de façon sensiblement différente : les établissements de crédit et entreprises d'investissement, le secteur de l'assurance et les fonds d'investissement peu ou pas du tout régulés.

En ce qui concerne les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, plusieurs rapports ont défini les pratiques souhaitables en matière de transparence des comptes¹ Des

¹ Pour la comptabilité des crédits compromis voir Basle Committee on Banking Supervision (1998b). Pour l'information portant sur les risques de marché, voir BRI (1994), Basle Committee on Banking Supervision (1998a) et Basle Committee on Banking Supervision et OICV (1999).

progrès doivent à l'évidence être accomplis dans la mise en oeuvre de ces recommandations², notamment dans les pays émergents.

Un domaine qui mérite une réflexion toute particulière, nous y reviendrons à propos des fonds peu ou pas régulés, est celui de la transparence portant sur le résultat des opérations de marché. En 1997, seules 27% des grandes banques internationales ont publié dans leur rapport annuel une information détaillée sur le profil quotidien des gains et pertes sur opérations de marché (voir Basle Committee on Banking Supervision et OICV (1998)), bien qu'il s'agisse d'une des principales recommandations des rapports précédents. Au-delà de l'information publiée dans les rapports annuels, on doit par ailleurs souligner le manque d'informations très régulières portant sur ces résultats de marché. Une information annuelle ou trimestrielle n'a qu'une portée limitée dans un domaine où les positions changent très vite. La question qui se pose est celle de la publication très rapide, presque en temps réel, du profil quotidien des gains et pertes sur opérations de marché. Dans les périodes de tensions financières, cela éviterait les rumeurs et permettrait aux marchés de juger en toute connaissance de cause de la situation des différents intervenants³.

En matière de transparence des institutions financières et de risques pesant sur leur solvabilité, la principale inquiétude ne porte cependant pas sur le secteur des grandes banques commerciales et d'investissement. Dans les grands pays industrialisés, il s'agit d'un secteur bien supervisé où les techniques de gestion du risque ont considérablement progressé au cours des dernières années. La priorité semble devoir porter sur d'autres segments de l'industrie financière : le secteur de l'assurance et les fonds d'investissement peu ou non régulés, notamment les hedge funds.

Le secteur de l'assurance est souvent jugé en retard relativement au secteur bancaire en matière de contrôle des risques financiers et de transparence financière. La difficulté principale vient de la nature très particulière du passif des assureurs vie : dans de nombreux contrats, l'existence de garanties (rendement minimal, possibilités de remboursements anticipés sans pénalités...) crée pour l'assureur une situation de risque très difficile à évaluer de façon précise. Les garanties de rendement minimal mettent potentiellement l'assureur en position de risque si les taux d'intérêt chutent fortement, car les revenus sur le portefeuille peuvent devenir insuffisants pour couvrir les engagements pris. Inversement, les possibilités de rachat anticipé font peser une menace en cas de fortes remontées des taux longs car ces garanties permettent en principe aux assurés de laisser à la charge de la compagnie les moins-values qui en résulteraient sur le portefeuille de titres obligataires.

Des progrès sont certainement souhaitables en matière d'analyse et de couverture de ces risques

² Voir COB et Commission bancaire (1998) pour une analyse approfondie de la transparence financière en France. En ce qui concerne les activités de marché, l'étude souligne le retard des banques françaises pour la communication sur le risque de contrepartie lié aux opérations de marché et sur les instruments dérivés hors portefeuille de négociation.

³ Certains superviseurs bancaires craignaient certainement les effets d'une telle transparence sur la situation d'une banque en situation de fragilité. En cas de fortes pertes, ses contreparties pourraient couper leurs lignes de crédit et agraver ainsi ses difficultés. Mais en l'absence de transparence, les rumeurs jouent un rôle essentiel et, comme il a été observé à l'automne 1998, les banques fragiles sont les premières touchées.

dans les compagnies d'assurance. En tout état de cause, en ce qui concerne la France⁴ la communication des assureurs ne permet pas au " marché " (actionnaires, souscripteurs de contrats, contreparties de marché...) d'évaluer correctement ces risques de passif, ni de juger de la qualité du contrôle interne des risques. A l'image de la communication financière des banques, il serait souhaitable que les compagnie d'assurance développent l'information diffusée sur la nature de leur passif et la sensibilité de leurs résultats aux évolutions sur les marchés financiers (analyse de " stress scenarios " décrivant les conséquences de mouvements marqués sur les marchés financiers, notamment sur la courbe des taux d'intérêt).

En ce qui concerne les fonds d'investissement, il est important qu'ils soient le plus transparents possibles pour deux raisons : d'une part, les porteurs de parts doivent investir en toute connaissance de cause et, d'autre part, les contreparties éventuelles des fonds sur les marchés dérivés doivent être capable d'évaluer précisément leur degré de solvabilité. En principe, cette transparence a quatre dimensions⁵ :

- Les fonds devraient afficher leur secteur normal d'investissement, c'est-à-dire leur " benchmark " fondé sur des indices reconnus (SP 500, CAC40, etc...).
 - Le risque relatif (écart au benchmark) devrait être évalué par des modèles de VAR (Value At Risk). Le risque absolu (variation de la valeur du fonds) devrait être également être évalué.
 - Les caractéristiques du modèle utilisé pour évaluer les VARs absolues et relatives devraient être précisées.
- La série historique des gains et pertes journaliers, relativement au benchmark et dans l'absolu, devrait être rendue publique pour juger du risque effectif et de la performance du modèle VAR à décrire dans la durée ce risque effectif⁶.

La question qui se pose est celle des moyens à utiliser pour obtenir une telle transparence. Elle revêt une particulière acuité pour une famille de fonds d'investissement qualifiés de HLIs (" Highly Leveraged Institutions " ou " Fonds à Fort Effet de Levier ") dans deux rapports récents du Comité de Bâle (Basle Committee on Banking Supervision (1999a et b)). Il s'agit de hedge funds qui prennent des positions dépassant de façon considérable leur capital propre et qui sont ainsi soumis au risque de faillite, contrairement aux fonds n'engageant que leur capital ou limitant l'effet de levier à des montants " raisonnables ". Dans la famille des HLIs, LTCM mérite une mention spéciale par l'ampleur exceptionnelle des positions prises : avec des fonds propres

⁴ La situation à l'étranger n'a pas été analysée dans le cadre de ce rapport.

⁵ Il s'agit d'une adaptation des propositions du rapport Fisher, BRI (1994). Le rapport Fisher ne traite que du risque absolu (risque portant sur la valeur du fonds), c'est-à-dire qu'il se place du point de vue des contreparties du fonds. Nous intégrons ici le point de vue des porteurs de parts, c'est-à-dire la nécessité d'une transparence relative, c'est-à-dire en écart à leur " benchmark " pour les fonds ayant une gestion orientée vers des marchés spécifiques.

⁶ En principe, en bonne théorie financière, pour juger de la performance, les porteurs de parts ont de plus besoin de savoir si le risque pris est diversifiable ou non. Autrement dit, le fonds devrait en principe analyser la corrélation historique entre le risque pris - écart au " benchmark " - et l'évolution d'ensemble des marchés financiers.

inférieurs à 5 milliards de dollars, ramenés à seulement 400 millions de dollars avant sa quasi faillite de septembre, LTCM avait pour nettement plus de 100 milliards d'actifs au bilan et sensiblement plus que 1000 milliards de dollars de positions en hors bilan. La faillite de LTCM aurait créé une onde de choc considérable, provoquant potentiellement des pertes très importantes pour les autres institutions financières (directement du fait des engagements pris par LTCM et indirectement du fait de l'impact sur les marchés de la liquidation brutale des actifs détenus par LTCM).

Pour limiter le risque que ces HLIs font peser sur le système financier international, les rapports du Comité de Bâle recommandent d'agir en amont, c'est-à-dire sur le comportement des contreparties de ces fonds. Les grandes banques internationales devraient d'une part exiger une information beaucoup plus détaillée sur les activités de ces fonds et leurs méthodes de gestion interne des risques avant d'accepter de traiter avec eux. D'autre part, les garanties exigées devraient être beaucoup mieux calibrées et ne pas se limiter à la couverture des engagements pris par un collatéral évalué en valeur de marché⁷. Suite à l'accident LTCM, des progrès ont déjà été réalisés dans ces deux directions. Le Comité de Bâle insiste pour que les superviseurs s'assurent du maintien de ces bonnes pratiques dans la durée.

Comme le soulignent les rapports déjà mentionnés, il n'est pas sûr que cette approche indirecte soit suffisante pour garantir la transparence de ces fonds et, plus généralement, pour réduire de façon appropriée le risque d'un nouvel accident de type LTCM. La question d'une régulation directe de l'information donnée par ces fonds, voire de leur activité, est ainsi posée. Certes, comme le soulignent les adversaires d'un effort accrû de régulation et supervision, ces fonds ne bénéficient pas de garanties publiques de passif et s'adressent à des investisseurs expérimentés. Mais, l'existence d'un risque systémique mis en évidence par l'affaire LTCM traduit la présence d'une externalité qui justifie à elle seule une intervention publique.

Celle-ci peut prendre plusieurs formes. Au minimum, deux orientations semblent souhaitables. D'une part, les éléments d'information à transmettre aux contreparties devraient être précisés de façon claire et ne pas être laissés à la discrétion de la négociation bilatérale⁸. Il s'agit notamment, nous l'avons déjà souligné, de la chronique quotidienne des gains et pertes sur les opérations de marché. D'une part, pour les plus gros des HLIs, les méthodes internes de contrôle des risques devraient être régulièrement évaluées par un superviseur appartenant au Comité de Bâle. Celui-ci devrait aussi disposer de l'information donnée aux contreparties. On peut envisager plusieurs façons de rendre plus difficile l'accès au refinancement pour des HLIs de grande taille, notamment off-shore, qui refuseraient de se prêter à cet exercice de surveillance ou dont l'examen révèlerait des lacunes importantes dans leurs processus internes⁹.

⁷ La principale question qui se pose est celle de la couverture des pertes potentielles secondaires, c'est-à-dire des coûts liés à la liquidation du collatéral saisi dans des conditions de marché défavorables.

⁸ Dans ce domaine, il faut cependant noter qu'une forme d'auto-régulation de la profession peut se substituer à une régulation officielle. Il existe notamment depuis le début de l'année 1999 un groupe de réflexion rassemblant les principales institutions financières mondiales afin d'établir des standards dans la relation entre contreparties sur les marchés (Counterparty Risk Management Policy Group, voir Meyer (1999)).

⁹ En appui à ces propositions, notons que sur la plan de l'analyse économique, l'existence d'un risque systémique ou de garanties mettant en jeu des fonds publics ne constituent pas les seules justifications pour une supervision des institutions financières. L'absence de supervision nécessite de la part des actionnaires et créanciers un effort

Les réflexions qui précèdent s'inscrivent dans le cadre de la réflexion internationale traditionnelle : la transparence est vue comme une des conditions de l'efficacité du marché du crédit. Cette approche est indispensable mais pas suffisante : une insuffisante maîtrise des risques de crédit est un puissant facteur d'instabilité financière, mais il est clair que d'autres mécanismes contribuent de façon significative à cette instabilité. Certaines crises ont, au moins initialement, la nature d'une crise de marché, plutôt que d'une crise de crédit. On peut notamment décrire dans ses grandes lignes un des scénarios qui se répètent de façon régulière.

Dans un premier temps, quelles qu'en soient les raisons, de nombreux intervenants prennent de façon simultanée une position importante, à l'achat ou à la vente, sur un marché donné. A un certain moment, par exemple parce que le marché va contre eux ou que le bénéfice attendu tarde à se concrétiser, certains décident de ne plus garder ces positions et de revenir à l'exposition jugée normale, c'est-à-dire d'avoir une structure de portefeuille alignée sur leur " benchmark ". Ce rééquilibrage de portefeuille initie ou accélère le mouvement de correction sur le marché, ce qui pousse les autres intervenants, pris à contrepied, à adopter le même comportement de précaution et à réduire à leur tour leur exposition. Le débouclage simultané de positions similaires peut alors conduire à un violent choc de marché et à un surajustement à la baisse - débouclage de positions acheteuses - ou à la hausse - débouclage de positions vendeuses - du prix de l'actif considéré. De telles dynamiques de marché sont fréquentes : on peut citer par exemple le cas du dollar et des obligations américaines au début de 1994 (achats excessifs en début d'année, suivis d'une violente correction dans le courant du 1^{er} semestre) ou, sur la période 1997-1998, celui des obligations à haut rendement et du dollar contre yen.

Ce dernier cas fut assez spectaculaire. De très nombreux intervenants ont mis en place au cours des dernières années la position dite de " yen carry trade ", c'est-à-dire qu'ils se sont endettés en yens pour acheter des dollars et profiter ainsi de l'écart de taux d'intérêt et de l'affaiblissement attendu du yen. Quand le yen s'apprécie contrairement aux attentes, de nombreux intervenants doivent déboucler ces positions pour limiter leurs pertes ce qui conduit à des ventes de dollars contre yen et accélère la hausse de ce dernier. C'est par un tel mécanisme de marché que l'on explique généralement l'appréciation spectaculaire du yen de 12% les 7 et 8 octobre 1998 en l'absence de toute véritable nouvelle économique¹⁰.

La récurrence de tels scénarios pose trois types de questions : quelles en sont les conséquences économiques ? Peut-on espérer en limiter la fréquence en disposant de meilleures informations sur les portefeuilles financiers des investisseurs ? Si c'est le cas, comment organiser la collecte de cette information ?

En ce qui concerne la première question, on peut soutenir que cette instabilité a un coût économique important car il y a toujours des agents qui supportent les conséquences négatives d'un fort mouvement de marché. De plus, dans des cas limites, l'instabilité du prix des actifs peut provoquer la faillite de certains d'entre eux - banques, fonds d'investissement, entreprises -

beaucoup plus intense de contrôle des comptes et des activités de leurs contreparties. Le coût d'un tel contrôle décentralisé, avec l'appui éventuel des agences de notation, peut être beaucoup plus élevé que celui d'un contrôle partiellement délégué aux autorités publiques. On retrouve ici une logique voisine de celle conduisant à protéger les consommateurs : il apparaît souvent économiquement efficace que le contrôle de la qualité des produits soit en partie délégué à des autorités publiques.

¹⁰ Voir " The yen carry trade and recent foreign exchange market volatility ", partie V de BRI (1999).

ayant pris position sur le marché concerné (pensons par exemple au cas des banques et entreprises asiatiques excessivement exposées à l'été 1997 au risque de change entre leurs devises nationales et le dollar). De ce point de vue, il n'y a pas indépendance entre risques de crédit et risques de marché, mais une forte imbrication entre les deux.

En ce qui concerne la deuxième question, certains observateurs doutent toujours qu'une information plus abondante sur les positions prises par les intervenants puisse contribuer à la stabilisation des marchés financiers. On met parfois en avant la crainte de comportements moutonniers qui conduiraient certains investisseurs à accroître encore leur exposition à un marché s'ils apprennent que les autres y sont très investis. Dans ce cadre d'analyse, une information plus riche serait de nature à aggraver les excès observés sur les marchés.

Pour analyser si cette crainte est fondée ou non, il est essentiel de bien distinguer deux types d'informations :

- D'une part, il y a l'information portant sur les positions individuelles des investisseurs. Dans ce domaine, la crainte d'effets boomerang est probablement justifiée : certains investisseurs ont une réputation très positive et il ne fait guère de doutes que beaucoup d'intervenants adopteraient parfois un comportement d'imitation s'ils connaissaient en temps presque réel les positions prises par ces derniers. Les effets de tels comportements d'imitation seraient complexes car ils modifieraient en retour les comportements des "leaders" de marché qui pourraient modifier leur structure de portefeuille aux dates où celui-ci est rendu public en fonction du message qu'ils souhaitent envoyer au reste du marché. En tout état de cause, il est important de souligner que cette crainte de l'imitation ne constitue aucunement la raison de fond expliquant l'hostilité des institutions financières à la transparence de leurs positions.

Les comportements éventuels d'imitation peuvent en effet se révéler bénéfiques pour les institutions les plus transparentes¹¹. Le refus de la transparence parfaite reflète surtout la peur d'être incapable de déboucler facilement une grosse position si les autres intervenants en ont connaissance et que la liquidité du marché disparaît. En d'autres termes, le risque perçu n'est pas celui de l'imitation, mais, bien au contraire, celui de voir le marché jouer contre les institutions ayant de grosses positions très concentrées. Au total, la transparence des positions individuelles ne semble pas être d'actualité, mais la réflexion mériterait d'être approfondie¹².

¹¹ D'éventuels comportements d'imitation peuvent contribuer à faire évoluer les cours dans le sens souhaité par l'institutions financières concernées une fois que ses positions ont été mises en place. De ce fait, certains arguments traditionnels contre la transparence absolue semblent très fragiles. On défend par exemple l'idée selon laquelle la divulgation d'informations individuelles diminuerait l'incitation des investisseurs à se livrer à un travail de recherche approfondi sur la valeur fondamentale des différents actifs financiers. Une transparence absolue conduirait à rendre public gratuitement le résultat d'un travail de recherche qui a un coût. On pourrait ainsi craindre un recul du travail d'analyse. Cette observation fournit souvent sur le plan théorique une justification pour une entorse au sacro-saint principe de transparence. Mais l'existence d'un décalage temporel entre la prise de position et sa révélation au public limite considérablement la portée de l'argument : l'imitation éventuelle ne pénalise pas, bien au contraire, l'investisseur qui a accompli l'effort de recherche s'il a eu le temps de réaliser la totalité de son programme d'achat avant que ses positions ne soient rendues publiques.

¹² On peut ainsi défendre que cette transparence aurait des effets positifs du point de vue de la collectivité si elle poussait les institutions financières à se montrer prudentes dans l'accumulation de très grosses positions concentrées. Par ailleurs, la transparence des portefeuilles individuels aurait le mérite de permettre une bien meilleure évaluation du risque porté par les institutions concernées. Enfin, d'autres éléments devraient être pris en compte, comme par exemple la question d'éventuelles pressions des gouvernements sur des institutions financières prenant des positions

- D'autre part, l'analyse semble beaucoup plus simple pour l'information de nature agrégée qui donne les positions de l'ensemble des intervenants. Dans ce domaine, la crainte de comportements d'imitation est très peu fondée. Les intervenants expérimentés connaissent tous les dangers d'un mimétisme excessif qui conduit à prendre les mêmes positions que les autres investisseurs : ils ont gardé en mémoire les épisodes précédents et n'ignorent pas les risques d'un ajustement brutal d'un marché caractérisé par des positions importantes et à sens unique. De fait, les investisseurs les plus expérimentés - dans certains hedge funds et banques d'investissement - cherchent déjà à collecter une information sur les positions afin d'éviter ce risque. Leur méthode d'investissement est plutôt du type " contrarian " que " suiviste ", c'est-à-dire qu'ils préfèrent investir à contre-courant du consensus. Dans le même esprit, plusieurs responsables de la gestion des risques dans de grandes banques internationales, rencontrés dans le cadre de la préparation de ce rapport, ont confirmé leur intérêt pour des informations sur les positions agrégées de façon à pouvoir mieux identifier le risque de correction violente sur certains marchés. Clairement, ces spécialistes étaient parfaitement conscients des risques que prendraient un trader de leur banque en accumulant de façon mimétique les mêmes positions que le reste du marché.

La publication d'informations agrégées sur les positions aurait ainsi probablement un effet stabilisateur car elle permettrait de mieux repérer les bulles spéculatives bâties sur l'accumulation excessive de positions. Cette publication pourrait permettre à de nombreux investisseurs de réduire leur exposition avant qu'il ne soit trop tard. Nous reviendrons dans la troisième partie sur la question de l'utilisation de l'information et le rôle que pourraient jouer les autorités publiques pour encourager son utilisation optimale par les intervenants privés. Mais l'utilité de telles informations agrégées ne fait pas de doute et la question qui se pose est celle de son mode optimal de production.

B/ Propositions pour une meilleure transparence des portefeuilles financiers

En matière de suivi des portefeuilles financiers pris globalement, les difficultés sont au moins de trois ordres :

Les actifs financiers sont très nombreux et, pour être interprétables, les positions doivent être agrégées par grandes classes d'actifs. Les systèmes informatiques des institutions soumises à déclaration doivent permettre de reconstituer la sensibilité du portefeuille au mouvement des indices représentatifs de ces grandes classes d'actifs. Par exemple, on doit pouvoir calculer la sensibilité aux variations du taux à 10 ans d'un portefeuille complexe constitué d'obligations de maturités différentes et de produits dérivés sur produits de taux. En d'autres termes, ce portefeuille complexe doit pouvoir être approximé par un équivalent simple constitué de produits monétaires et d'obligations à dix ans. Dans ce domaine, les banques semblent beaucoup plus avancées que les autres institutions financières.

Pour faire sens et aider à l'identification précoce des crises potentielles, les positions doivent être exprimées en écart à une situation de référence qui constitue le " benchmark " de l'institution concernée. Comme nous l'avons rappelé dans la partie précédente, pour de nombreux investisseurs la position sans risque n'est pas un investissement à 100% en produits monétaires. Par exemple, pour une SICAV spécialisée en produits actions, la position sans risque est d'être totalement investie sur un indice représentatif du marché (type CAC40 en France). Etre

jugées pénalisantes pour leurs intérêts.

totalement investi en produits monétaires soumet au risque considérable de s'écarte fortement de la performance des autres SICAVs. De même, pour une compagnie d'assurance sur la vie qui a un passif assez stable, l'achat d'obligations apparaît naturel et c'est un investissement à 100% en produits monétaires qui constituerait une position risquée. Ainsi, la connaissance des seules positions ne permet pas de savoir si une bulle spéculative est en train de se former : il faut être capable de comparer les positions prises au benchmark de l'investisseur, c'est-à-dire à un portefeuille neutre jugé sans risque compte-tenu de la nature de son passif, c'est-à-dire compte-tenu des attentes exprimées par ses mandants (souscripteurs d'assurance-vie ou acheteur de fonds mutuels). Pour certains investisseurs, la définition d'un tel benchmark est un exercice particulièrement difficile (voir ce qui a été dit précédemment sur les compagnies d'assurance sur la vie).

Il faut disposer d'un système de collecte qui garantisse à la fois la fiabilité des informations et la confidentialité des données individuelles.

Au total, dans l'état actuel des choses, ces trois difficultés majeures ne semblent véritablement pouvoir être surmontées que dans le système bancaire :

- C'est un secteur où un système de collecte efficace existe déjà. En matière de crédits, les banques transmettent l'information sur leurs crédits internationaux à leurs superviseurs nationaux qui transmettent les données agrégées pour chaque pays à la BRI. Celle-ci réalise ensuite l'agrégation " mondiale " au niveau de l'ensemble des banques¹³ Cette procédure de collecte pourrait être aisément étendue aux positions prises par les banques sur les marchés financiers.
- Les banques ont des systèmes de suivi des positions qui permettent une mesure des risques pris par grandes classes d'actifs (devises, obligations à long terme, actions) et pays concernés. Dans les grands pays, un haut niveau d'harmonisation a été atteint, de sorte que l'agrégation des réponses individuelles ne poserait pas de véritable problème. La seule exception concerne la mesure du risque de spread, c'est-à-dire le suivi de l'exposition des banques à un élargissement des écarts de taux d'intérêt entre émetteurs souverains et débiteurs soumis au risque de défaut. Dans ce domaine, les méthodologies sont assez variées et certaines banques mesurent d'ailleurs assez mal ce risque¹⁴.
- En matière de risque de marché, le " benchmark " des banques est plus facile à identifier que pour la plupart des autres institutions financières : en première approximation, la position sans risque est une position où les résultats de la banque ne dépendent pas des mouvements de prix (taux de change, taux d'intérêt, cours de bourse). C'est la position que devrait avoir une banque quand elle n'a pas de vues particulières sur l'évolution future des cours. A nouveau, la question de l'exposition aux risques de spread pose cependant des problèmes spécifiques. On peut

¹³ Les pays suivants participent à cette collecte : Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Canada, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Suède, Suisse, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, Iles Caïman, Région automone de Hong-Kong, Singapour.

¹⁴ La notion même de risque de spread peut faire l'objet d'interprétations différentes. Doit-on se limiter au risque de spread sur les titres cotés placés dans le portefeuille de trading, et valorisés aux prix de marché (mark to market), ou doit-on essayer d'évaluer le risque de spread caché pesant sur le portefeuille de prêt, là où l'essentiel des crédits sont localisés ? Peu de banques semblent capables de mesurer le risque de spread pesant sur le portefeuille de prêts, voir Fed (1998) pour une analyse des modèles portant sur le risque de crédit dans les plus importantes institutions financières américaines.

soutenir que le métier d'une banque étant de faire des crédits, il n'est pas anormal que la banque soit soumise de façon structurelle à un risque de spread¹⁵. Cette observation renforce les arguments en faveur d'une collecte d'information sur les positions laissant de côté, au moins dans un premier temps, l'exposition des banques aux risques de spread.

Au total, ce rapport recommande de commencer par une collecte d'information centrée sur le secteur bancaire. Il s'agirait d'étendre le processus existant en matière de risque de crédit à la mesure des risques de marché.

- Les banques devraient communiquer à leurs superviseurs la sensibilité de leurs résultats à des variations de prix de marché (mouvements de 1% sur les différents taux de change ou les cours boursiers dans différents pays, hausse de 10 points de base des taux longs sur les grands marchés obligataires). Le nombre de paramètres demandés serait ainsi important (sensibilité sur toutes les devises et les grands marchés d'actions et d'obligations) et la proposition va au-delà de ce qui était suggéré dans un précédent rapport. Mais, les contacts pris au cours des derniers mois semblent indiquer que la crise financière des deux dernières années a fait évoluer les esprits et qu'il est possible d'être assez ambitieux en matière d'informations demandées¹⁶.

- La périodicité de l'enquête serait mensuelle. Il faut noter que la charge de travail supplémentaire résultant d'une telle collecte d'information pour les banques et leurs superviseurs serait très limitée. L'information demandée existe déjà dans les systèmes d'information internes et sa production peut être très facilement automatisée. Il est probable que le délai entre la date de mesure des positions et celle de leur publication (agrégée) par la BRI pourrait être très réduit, car les banques sont capables de donner cette information quasiment en temps réel et le processus d'agrégation ne semble pas devoir être très long. Une publication dans le courant du mois suivant la date de "photographie" des portefeuilles semble être un objectif raisonnable.

De nombreux spécialistes des marchés financiers insistent sur la vitesse à laquelle les positions prises par les banques peuvent changer et s'interrogent ainsi sur l'utilisation qui pourra être faite de cette information, même si les délais de publication sont réduits au minimum. Il est cependant probable que les positions agrégées bougent beaucoup moins vite que les positions individuelles des différentes institutions. Pour chaque vendeur il faut un acheteur et, dans une certaine mesure, les mouvements de marché devraient peu modifier la position agrégée des intervenants.

Bien évidemment, le secteur bancaire est loin d'être le seul à intervenir sur les marchés et la position agrégée du secteur bancaire peut en principe évoluer grâce à des contreparties trouvées dans d'autres secteurs. On peut cependant penser que quand le secteur bancaire pris globalement a une grosse position, il lui est difficile de s'en dégager rapidement et donc qu'une photographie vieille de quelques jours ou semaines reste utile pour identifier des positions agrégées excessives. En tout état de cause, il s'agit de sujets sur lesquels les experts sont réduits aux conjectures et un des intérêts de la collecte d'information telle que suggérée ici sera de permettre d'avoir une

¹⁵ Elles ont toujours été exposées au risque de spread, mais cela était moins directement apparent quand l'essentiel des financements était réalisé par des crédits non directement valorisés sur les marchés. Le développement des émissions de titre au détriment des crédits syndiqués fait apparaître plus directement l'existence de ce risque.

¹⁶ Dans le rapport remis au Premier Ministre sur "l'instabilité du système financier international", il était suggéré de commencer par un suivi des positions prises par le secteur bancaire sur la seule parité dollar/euro.

meilleure connaissance des dynamiques à l'oeuvre dans les banques en matière de risques de marché.

Une autre question qui se pose est celle de la gestion d'éventuels problèmes de transition. Ne risque-t-on pas de créer une éventuelle instabilité sur les marchés en publant une information pour la première fois sans que les investisseurs n'aient le recul suffisant pour savoir comment l'utiliser ? Par exemple, que se passera-t-il s'il apparaît que de très larges positions de " yen carry trade " subsistent ? Le yen pourrait alors connaître une très forte pression à la hausse si ce constat effraie les opérateurs et les pousse à déboucler leurs positions de façon précipitée. Une solution qui a été suggérée consisterait à garder dans un premier temps cette information confidentielle. Cela permettrait aux banquiers centraux de juger sur une période de plusieurs mois l'information apportée par ce suivi des positions et de réfléchir à la meilleure façon de préparer à terme la publication des résultats. On peut imaginer que la première publication porte ainsi sur une période de 6 mois et soit accompagnée d'un " mode d'emploi " préparé par les experts de la BRI. Ce choix n'est cependant pas sans risques, notamment celui de fuites si le suivi des positions fait apparaître des phénomènes marquants et que les résultats sont diffusés dans un grand nombre de Trésors et banques centrales. Au total, il semble préférable de prendre le risque de la transparence et de publier les premiers résultats agrégés quels qu'ils soient.

Par ailleurs, certains experts se sont inquiétés des risques de mettre les banques en position défavorable vis-à-vis d'autres intermédiaires financiers non concernés par cette collecte d'information. Il est cependant difficile de voir pourquoi cela serait le cas. Les banques elles-mêmes seraient les principales bénéficiaires d'une information qui pourraient leur permettre de ne pas accumuler collectivement de positions dangereuses. De fait, les gestionnaires de risque rencontrés n'ont pas mentionné une telle inquiétude qui semble plutôt exister chez certains superviseurs publics¹⁷

En tout état de cause, il est clair que le champ couvert par cette collecte d'information doit être le plus large possible. De ce point de vue, certaines banques d'investissement américaines ayant le statut de " broker-dealer " et supervisées par la SEC (Securities and Exchange Commission) devraient être également concernées dans la mesure où leur système de suivi des risques est tout à fait comparable à celui des autres banques. La participation de la SEC à ce processus de collecte de l'information sous l'égide de la BRI n'a pas fait l'objet d'une analyse approfondie dans le cadre de la préparation de ce rapport, mais il ne semble pas poser de problèmes insurmontables.

Par ailleurs, le souci d'aller vers une meilleure transparence des positions prises sur les marchés constitue un argument supplémentaire pour organiser un certain degré de contrôle des principaux HLIs par les superviseurs bancaires. Un dialogue fréquent et un examen régulier des modèles internes de suivi des risques dans ces institutions rendraient à terme possible une collecte d'information comparable à celle réalisée auprès du secteur bancaire stricto-sensu.

De façon générale, il est cependant raisonnable de penser que le comportement des banques reflète assez correctement en moyenne le comportement de l'ensemble des intervenants. Autant qu'il soit possible de le savoir, il y avait une assez grande convergence des comportements entre

¹⁷ Un élément à prendre en compte est le risque de pressions politiques sur des institutions qui prennent des positions jugées pénalisantes pour certains gouvernements. En principe, les banques concernées sont protégées par le secret auquel les superviseurs sont tenus. Certains d'entre eux redoutent peut-être d'avoir des difficultés à préserver ce secret si la pression de certains gouvernements devient très forte.

banques et autres institutions financières dans les périodes d'instabilité déjà mentionnées (dollar et obligations en 1994, yen en 1998...).

Il existe par ailleurs une méthode complémentaire pour essayer d'estimer les positions prises par l'ensemble des intervenants sur les marchés financiers : l'utilisation d'enquêtes. Les enquêtes peuvent soit porter sur les positions elles-mêmes, soit porter sur les anticipations des intervenants en ce qui concerne les évolutions probables sur les marchés financiers. On peut en principe penser que des investisseurs très optimistes sur l'évolution des prix d'un actif financier adoptent un comportement en cohérence avec ses anticipations et se portent donc acheteurs.

De nombreuses enquêtes suivant l'une de ces deux approches existent déjà, ce qui illustre d'ailleurs le besoin d'informations sur les positions et les anticipations. De nombreuses banques d'affaires utilisent leur réseau de commerciaux (" les sales ") pour interroger leurs clients sur leurs positions : les résultats sont en général partagés avec leurs meilleurs clients, notamment les principaux hedge funds.

De façon plus systématique, la banque Merrill Lynch est à l'origine d'une enquête mensuelle portant sur les positions prises et les anticipations des principaux gestionnaires de portefeuille¹⁸. Les résultats sont diffusés et très largement utilisés sur les marchés financiers. Enfin, de nombreuses enquêtes portant sur les prévisions de taux de change et taux d'intérêt existent. Les économistes sont notamment interrogés tous les mois par la revue " Consensus forecasts ".

Ces enquêtes ont cependant, à des degrés divers, plusieurs défauts. Les enquêtes portant sur les prévisions concernent généralement les économistes plus que les véritables investisseurs, ce qui limite leur capacité à révéler les positions réellement prises sur les marchés. Il est fréquent d'assister à un divorce entre les conseils des économistes et les décisions des opérateurs de marché. Par ailleurs, les questions ne portent généralement que sur le scénario jugé le plus probable alors que les comportements d'investissement intègrent l'existence de risques et qu'il serait très utile de savoir comment les intervenants appréhendent ces risques. Enfin, de façon plus générale, ces enquêtes relèvent d'initiatives purement privées, et à ce titre présentent plusieurs imperfections : la continuité des séries n'est pas assurée et la qualité des traitements statistiques n'est pas garantie.

Pour répondre à ces problèmes, le rapport remis à la fin de l'année dernière au Premier Ministre recommandait la mise en place par des organismes publics ou para-publics d'enquêtes régulières sur les anticipations portant sur un champ large d'intervenants, interrogés à la fois sur leurs prévisions centrales et les risques perçus autour du scénario central. A titre expérimental, une enquête de ce type a été réalisée en juillet dernier auprès de plus de 3000 intervenants de marché (645 réponses) et les résultats étaient présentés dans le rapport. A posteriori, il semble que cette enquête pouvait alerter à l'été dernier sur les risques d'une correction à la baisse du dollar contre yen, la situation plus favorable du dollar face aux devises européennes et le potentiel pour une nouvelle baisse des taux longs en Europe (voir annexe 3, pages 106 à 112 du rapport).

La plupart des experts rencontrés, intervenants de marché ou économistes, ont de fait manifesté leur intérêt pour une information régulière de ce type. Dans le cadre de la préparation de ce rapport, des contacts préliminaires ont ainsi été pris avec les différents institutions susceptibles de prendre en charge la réalisation de telles enquêtes.

¹⁸ En ce qui concerne les taux de change, les résultats de l'enquête sur plusieurs années sont disponibles dans FMI (1997), tableau A1, " Merrill Lynch Global Investor Survey ".

Suite à ces entretiens, l'AFTE, Association Française des Trésoriers d'Entreprise, a décidé de réaliser une enquête bi-annuelle (printemps/automne) auprès de ses adhérents. L'AFTE a considéré que c'est dans le domaine des produits de taux plus que dans celui du change que les trésoriers d'entreprise avaient de par leurs positions un impact significatif sur l'évolution des marchés et l'enquête sera ainsi centrée sur les perspectives en matière de taux courts et longs. Le questionnaire retenu est une version simplifiée du questionnaire utilisé pour l'enquête expérimentale de juillet (voir l'annexe 2). Il tient compte des leçons acquises à cette occasion et pourrait servir de modèle pour des enquêtes similaires menées auprès d'autres intervenants de marché (voir plus loin).

Les contacts avec les autres institutions publiques ou para-publiques (organisations professionnelles) ont eu un caractère plus exploratoire. L'idée d'enquêtes auprès des gérants de portefeuille est soutenue par la COB et l'AFG-ASFFI (Association Française de la Gestion Financière) qui se sont déclarés prêts à y participer sous une forme à définir. L'INSEE considère également possible d'apporter un soutien au plan des méthodes statistiques.

De par leur connaissance des intervenants sur les marchés et leur expérience en matière de productions statistiques, les services de la Banque de France semblent les mieux placés pour piloter ou co-piloter de telles enquêtes régulières. Cette suggestion s'est cependant heurtée à un certain scepticisme exprimé par plusieurs cadres rencontrés à la Banque de France.

A ce stade, une démarche officielle du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie pourrait contribuer à convaincre la Banque de France d'étudier de façon plus approfondie la contribution d'enquêtes sur les anticipations à une meilleure transparence des marchés financiers. En cohérence avec les positions tenues par le Ministre dans les discussions internationales, la priorité semble être d'assurer un meilleur suivi des comportements des intervenants financiers en matière de taux de change, notamment pour suivre les conséquences progressives de l'introduction de l'euro sur les relations entre grandes devises. L'annexe 3 à ce rapport présente ce que pourrait être une enquête centrée sur les évolutions probables des parités entre euro, dollar et yen. Le Ministre pourrait demander à la Banque de France de réagir officiellement sur cette proposition.

C/ " Surveillance renforcée " et incitations à une meilleure utilisation de l'information.

Une question qui se pose est celle de l'utilisation par les intervenants sur les marchés financiers d'une information renforcée sur la structure des portefeuilles. On peut en principe espérer de telles enquêtes qu'elles fournissent plus que de simples clignotants avertisseur de l'existence de positions excessives et d'un déséquilibre sous-jacent entre offre et demande de certaines catégories de titres. Elles peuvent encourager un changement assez radical dans le mode de fonctionnement des marchés financiers et la valorisation de ce que l'on appelle le risque de marché.

Tout actif financier dont le prix est instable doit généralement rémunérer ses détenteurs par une prime de risque. Une question difficile pour les investisseurs est d'évaluer où se situe cette prime de risque, c'est-à-dire d'analyser les exigences de rendement de la part des détenteurs de ces titres. Les intervenants sur les marchés financiers ont très peu, voire aucune, information directe sur ces exigences de rendement. Ils en sont souvent réduits à estimer les primes de risque requises par une simple analyse rétrospective (analyse des écarts de rendements entre actifs sur de très longues périodes).

Pourtant, la théorie économique comme certaines évidences empiriques indirectes indiquent que

ces primes de risque varient au cours du temps¹⁹. Par exemple, la taille des déficits publics ou le degré d'instabilité des prix peuvent avoir un impact majeur sur le surcroît de rendement exigé par les investisseurs pour détenir des obligations de préférence à des placements monétaires.

Le développement d'enquêtes sur la structure des portefeuilles et les anticipations pourrait apporter les premiers indicateurs quantitatifs directement reliés à la question des primes de risque. Les enquêtes fines sur les anticipations telles que celle envisagée par l'AFTE ou celle recommandée en matière d'anticipations de change permettent en principe une mesure directe des primes de risque requises puisqu'elles visent à estimer les rendements attendus par les investisseurs. Le suivi des positions prises dans le secteur bancaire apporterait un indicateur plus indirect et qualitatif des primes de risque requises : l'existence de positions importantes révèle des attentes de rendement élevées et donc, par définition, l'existence de primes de risque importantes sur les actifs considérés.

Ainsi, dans des marchés financiers efficents, la mise en lumière de positions excessives ou d'anticipations anormalement favorables sur le rendement de certains actifs devrait conduire à une augmentation des primes de risque prises en compte dans les modèles de valorisation utilisés par les investisseurs et donc à une baisse du prix des actifs concernés. Cette baisse serait modérée et résulterait d'une analyse raisonnée de l'équilibre entre offre et demande de titres. L'absence de visibilité actuelle sur cet équilibre et le niveau requis des primes de risque conduit à des ajustements beaucoup plus tardifs, violents et au total excessifs. Le cas du yen à l'automne 1998 en fournit un bon exemple²⁰

Notons cependant que des informations sur la structure des portefeuilles ou les anticipations ne donnent qu'une vision instantanée des primes de risque. Or, pour valoriser correctement des actifs ayant une durée de vie très longue comme des obligations, des actions ou des taux de change, il faut estimer où se situeront les primes de risque dans le futur, c'est-à-dire évaluer comment évolueront les exigences de rendement de la part des détenteurs compte-tenu des caractéristiques de risque, éventuellement évolutives, de l'actif considéré. Ainsi, l'analyse doit être également prospective et, au-delà de l'information instantanée sur la structure des portefeuilles, tenir compte des déterminants complexes des primes de risque (voir annexe 4).

Comment s'assurer d'une telle évolution dans les méthodes de valorisation ? Est-on sûr que sans intervention publique toute l'information disponible sur les portefeuilles financiers serait utilisée au maximum de son potentiel ?

La réponse à la seconde question est probablement négative, au moins sur le court-moyen terme. Les investisseurs, quels qu'ils soient, n'ont un véritable intérêt à utiliser la totalité de l'information disponible ou à effectuer un travail approfondi de valorisation que si les autres le font. Rien ne garantit que s'amorce spontanément un cercle vertueux conduisant à une large utilisation de l'information disponible.

En effet, du point de vue des intervenants sur les marchés financiers, rien ne sert d'avoir raison contre les autres : l'objectif des investisseurs n'est pas de découvrir la " vraie " valeur des actifs

¹⁹ Voir Campbell (1997) pour un rappel des évidences empiriques.

²⁰ Ce thème est largement développé dans le rapport du Conseil d'Analyse Economique " Instabilité du Système Financier International " qui y voit une des causes importantes de la volatilité sur les marchés financiers.

financiers, mais la tendance effective des prix financiers. Celle-ci est dictée par le comportement des autres investisseurs et si ceux-ci se limitent à un travail superficiel en matière de valorisation, les incitations à aller très au-delà seront assez limitées²¹

Keynes (1936) a été d'un premiers à souligner, au travers de la fameuse métaphore du " concours de beauté ", cette logique un peu perverse des marchés financiers où l'imitation intelligente²² est mieux récompensée que l'analyse approfondie et généralement très coûteuse des " fondamentaux économiques ". Dans ce contexte, la sphère publique prise au sens large (autorités nationales et organismes internationaux) a certainement un rôle à jouer pour initier des dynamiques vertueuses en matière de méthodes de valorisation. Sans entrer dans une discussion trop approfondie qui sortirait du champ de ce rapport, plusieurs observations générales semblent utiles :

- De façon générale, une surveillance des marchés semble absolument nécessaire, c'est-à-dire que les autorités publiques nationales et internationales doivent mener en continu un travail de valorisation des principales classes d'actifs. Cette surveillance doit permettre de réagir de façon " appropriée " en cas d'écart manifeste entre les prix de marché et leurs fondamentaux économiques. La réaction peut être purement verbale, à l'image des commentaires d'Alan Greenspan sur "l'exubérance irrationnelle " des marchés boursiers, ou, dans des cas extrêmes, mettre en jeu une intervention directe sur les marchés²³. Cette vigilance des autorités publiques peut inciter les intervenants privés à mieux prendre en compte l'information disponible sur les fondamentaux économiques et financiers²⁴

- Sur la plupart des marchés financiers, cette surveillance existe déjà, mais elle mériterait d'être beaucoup mieux formalisée. La méthodologie utilisée devrait être précisée et connue des investisseurs privés. C'est notamment le cas en matière d'évaluation des primes de risque et de suivi de la structure des portefeuilles financiers.

²¹ Voir Devenow et Welch (1996) pour une revue des travaux théoriques modernes portant sur la rationalité économique de comportements moutonniers (" rational herding ").

²² Par imitation intelligente, nous parlons de comportements qui ne se limitent pas à un simple alignement sur les positions prises par les autres investisseurs. L'investisseur rationnel décide de ses investissements en fonction du comportement futur anticipé des autres investisseurs car ce sont ceux-ci qui détermineront l'évolution des prix financiers. Ainsi, le terme d'imitation n'est employé que par simple commodité, alors que le fonctionnement des marchés financiers incite plus à l'anticipation des comportements qu'à une simple imitation passive.

²³ A titre d'exemples, nous pouvons rappeler les interventions sur le marché des changes coordonnées dans le cadre du G7 ou certaines inflexions de nature exceptionnelle dans la gestion de la dette publique (Etats-Unis, France...).

²⁴ En amont du processus de surveillance, la sphère publique doit par ailleurs s'assurer que les marchés financiers sont correctement alimentés en analyses économiques approfondies sur les questions de rendements et primes de risque. Les organismes internationaux ont un rôle à jouer à la fois directement comme producteurs d'études et indirectement en animant la réflexion économique appliquée (organisation de conférences, financement d'études....). De façon générale, " l'efficience des marchés " n'est pas un acquis spontané, mais dépend assez largement de la présence d'institutions publiques et privées, par exemple les agences de notation ou les services de recherche des banques, qui traitent les données statistiques de base et en tirent les conclusions directement utilisables en termes de rendements et risques des différents actifs.

- Le marché des changes semble constituer la cible prioritaire pour tel effort de " surveillance renforcée ". De l'avis général la capacité des taux de change à refléter de façon stable les fondamentaux économiques est particulièrement limitée. Ceci est vrai aussi bien pour les devises des grands pays industrialisés que pour celles des pays dits émergents. L'instabilité des parités affecte directement la sphère réelle en créant parfois d'importantes distorsions en matière de concurrence internationale. Au-delà de ces questions de commerce international, des mouvements excessifs sur les parités peuvent contribuer à l'apparition de véritables crises financières quand ils provoquent, comme en Asie, la faillite d'entreprises ou de banques ayant pris une importante position de change.

Dans le cadre d'un processus de " surveillance renforcée " sur le marché des changes, le FMI et le pays du G7 devraient notamment afficher clairement l'importance qu'ils attachent au suivi des flux financiers et à la structure des portefeuilles financiers. Le FMI devrait notamment analyser en détail les déterminants des primes de risque sur les différentes devises, voire s'efforcer à un exercice de quantification à partir de l'information disponible. Un tel travail faciliterait beaucoup l'analyse des intervenants privés et constituerait une incitation très forte à mener un véritable travail de valorisation²⁵

Conclusion

Les crises financières des dernières années ont mis en pleine lumière la nécessité d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers. En simplifiant, on peut distinguer deux grandes priorités. La première porte sur le renforcement des marchés du crédit. Comment rendre ce marché plus robuste, c'est-à-dire éviter une offre excessive de crédits dans les périodes d'euphorie suivie d'un assèchement brutal quand les prêteurs réalisent la vulnérabilité de leurs débiteurs ? Sur le plan des principes, les grands axes de réforme sont bien connus, même si beaucoup de travail pratique reste à faire. Il faut accroître la transparence portant sur les comptes des débiteurs, renforcer la supervision prudentielle des institutions financières et limiter les phénomènes d'aléas de moralité par une limitation stricte des filets de sécurité tendus par les autorités publiques. Ce dernier point pose la question difficile de la pénalisation des créanciers ayant prêté de façon excessive à un débiteur quand celui-ci, en difficulté, fait appel au soutien public, que celui-ci soit accordé par les autorités nationales ou les organismes internationaux.

La deuxième priorité porte sur le renforcement des mécanismes de valorisation. On ne peut qu'être frappé par l'instabilité des prix d'actifs (actions, obligations, taux de change). La volatilité de ces prix semble aller bien au-delà de ce que justifie la variabilité des fondamentaux économiques sous-jacents. L'instabilité des prix financiers ne trouve pas toujours son origine dans la " sphère réelle ", c'est-à-dire qu'elle ne s'explique pas toujours par des informations nouvelles sur le rendement probable des actifs. Elle a souvent une origine purement financière et résulte d'ajustements de portefeuille de la part de certains investisseurs.

Ce rapport défend l'idée selon laquelle une meilleure connaissance de la composition des portefeuilles pourrait permettre une amélioration sensible des mécanismes de valorisation employés sur les marchés financiers. Il plaide pour la mise en place sous l'égide de la BRI d'un système de suivi des positions prises par le système bancaire international. Les contacts pris pendant la préparation de ce rapport semblent indiquer que cette suggestion ne rencontrerait pas de franche hostilité de la part des grandes institutions financières. Certains responsables de la gestion des risques, notamment aux Etats-Unis, ont même manifesté de l'intérêt pour une

²⁵ Voir Davanne et Jacquet (1999) pour une analyse approfondie du processus de " surveillance renforcée ".

initiative qui peut les aider à mieux identifier l'existence de déséquilibres sous-jacents sur certains marchés d'actifs.

Une meilleure connaissance de la structure des portefeuilles privés contribuerait sans doute à la prévention de certaines crises de marché. La mise en place de procédures de " surveillance renforcée " par les autorités publiques pourrait d'ailleurs permettre de tirer le bénéfice maximal d'un tel effort de transparence. Le marché des changes constitue probablement la cible naturelle pour de telles initiatives.

Annexe 1 : Lettre de mission de Monsieur Dominique Strauss-Kahn, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Annexe 2 : Projet d'enquête AFTE.

Taux à 10 ans

Taux OAT à 10 ans quand vous remplissezle questionnaire :	Valeur la plus probable du taux sur l'OAT à 10 ans dans 3 mois :	Valeur la plus probable du taux sur l'OAT à 10 ans dans un an :
--	---	--

Analyse des risques à divers horizons	
3 mois	un an
Probabilité de taux à 10 ans inférieurs à 3,50 %dans 3 mois :	Probabilité de taux à 10 ans inférieurs à 3,50 %dans un an :
Probabilité de taux à 10 ans supérieurs à 4,50 %dans 3 mois :	Probabilité de taux à 10 ans supérieurs à 4,50 %dans un an :

Taux à 3 mois

Taux à 3 mois quand vous remplissezle questionnaire :	Valeur la plus probable du taux à 3 mois dans 3 mois :	Valeur la plus probable du taux à 3 mois dans un an :
--	---	--

Analyse des risques à divers horizons	
3 mois	un an
Probabilité de taux à 3 mois inférieurs à 2,50%dans 3 mois :	Probabilité de taux à 3 mois inférieurs à 2,50 %dans un an :
Probabilité de taux à 3 mois supérieurs à 3,50 %dans 3 mois :	Probabilité de taux à 3 mois supérieurs à 3,50 %dans un an :

NB : Les probabilités sont à exprimer en % (" une chance sur quatre " : 25%)

Annexe 3 : Projet d'enquête taux de change.

Parité euro/dollar

Taux de change euro/dollar quand vous remplissez le questionnaire (1 euro =\$) :		
---	--	--

ANALYSE DES RISQUES À DIVERS HORIZONS	
3 mois	un an
Probabilité d'un euro valant moins de un dollar dans 3 mois :	Probabilité d'un euro valant moins de un dollar dans un an :
Probabilité d'un euro valant plus de 1,20 dollars dans 3 mois :	Probabilité d'un euro valant plus de 1,20 dollars dans un an :

Parité \$/yen

Taux de change \$/yen quand vous remplissez le questionnaire (1 \$ =yens) :	Valeur la plus probable du taux de change \$/yen dans 3 mois :	Valeur la plus probable du taux de change \$/yen dans un an :
--	--	---

Analyse des risques à divers horizons	
3 mois	un an
Probabilité d'un dollar valant moins de 105 yens dans 3 mois :	Probabilité d'un dollar valant moins de 105 yens dans un an :
Probabilité d'un dollar valant plus de 135 yens dans 3 mois :	Probabilité d'un dollar valant plus de 135 yens dans un an :

NB : Les probabilités sont à exprimer en % ("une chance sur quatre" : 25%).

Annexe 4 : Les déterminants des primes de risque.

Les déterminants des primes de risque sont particulièrement complexes. La théorie financière moderne indique notamment que risque et volatilité constituent deux concepts distincts. Le rendement d'un actif peut être très volatil et incertain sans qu'il soit considéré comme très risqué. C'est le cas si en moyenne le rendement est corrélé négativement au rendement moyen des autres actifs financiers (β négatif dans le langage de la théorie moderne des choix de portefeuille, voir Lintner (1965) et Sharpe (1964)). Dans ce cas, détenir l'actif considéré constitue une protection contre les aléas qui pèsent sur le reste du portefeuille. Loin d'être un facteur de risque, la détention d'un tel actif financier offre en principe une protection à l'investisseur car, du fait du jeu des corrélations négatives, le rendement du portefeuille pris globalement est moins volatil quand l'actif considéré en fait partie. Ce raisonnement de base de la théorie financière est souvent oublié par les intervenants sur les marchés financiers. Par exemple, les obligations sont souvent considérées par principe comme plus risquées que les placements monétaires parce que leur prix est volatil, sans que ce ne soit généralement considérée la question de la corrélation du prix des obligations avec celui des autres actifs détenus par les ménages, voir Davanne (1998).

En ce qui concerne plus précisément les instruments de dette, il est important de voir que la

marge d'intérêt exigée sur des prêts soumis à un risque de défaut se décompose en principe en deux parties. La première compense le risque de défaut stricto-sensu : elle vise à égaliser le rendement moyen attendu sur un prêt risqué relativement à un prêt sans risque. Si un débiteur a tous les ans une chance sur cent de faire faillite, il est normal qu'il paye 1% de plus par an sur ses prêts qu'un débiteur sans risque. Cette marge de taux d'intérêt n'est pas stricto sensu une prime de risque : elle permet juste d'égaliser les rendements moyens attendus sur différents titres de dette.

Par ailleurs, le créancier peut exiger un rendement moyen plus élevé sur le prêt risqué, c'est-à-dire un écart de taux allant au-delà de la simple couverture du risque de défaut. Comme nous venons de le souligner, cette véritable prime de risque ne dépend pas uniquement de l'incertitude sur le rendement, c'est-à-dire de la probabilité de défaut. Elle doit être particulièrement importante si le risque de défaut n'est pas diversifiable, c'est-à-dire si un défaut du débiteur considéré est associé à un mauvais scénario économique où beaucoup d'autres débiteurs font faillite et où le marché boursier pris dans son ensemble baisse fortement. Prenons le cas du Brésil à l'automne de l'année 1998, après la crise russe. Son défaut de paiement aurait probablement enclenché une crise boursière internationale, c'est-à-dire que le rendement sur des obligations brésiliennes était considéré comme étant très nettement corrélé au rendement moyen de l'ensemble des actifs financiers. Cette corrélation justifiait une prime de risque élevée.

Références :

- Basle Committee on Banking Supervision (1998a) : " Enhancing Bank Transparency ".
- Basle Committee on Banking Supervision (1998b) : " Sound Practices for Loan Accounting, Credit Risk Disclosure and Related Matters ".
- Basle Committee on Banking Supervision (1999a) : " Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions ".
- Basle Committee on Banking Supervision (1999b) : " Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions ".
- Basle Committee on Banking Supervision & OICV (1998) : " Trading and Derivatives Disclosures of Bank and Securities Firms : Results of the Survey of 1997 Disclosures ".
- Basle Committee on Banking Supervision & OICV (1999) : " Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms ".
- BRI (1994) : " Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries ", Discussion paper préparé par un groupe de travail du Euro-currency Standing Committee.
- BRI (1999) : " International Banking and Financial Market Developments ", March 1999.
- Campbell J. (1997) : " The Econometrics of Financial Markets ", Princeton University Press.
- COB et Commission bancaire (1998) : " La transparence financière ".
- Davanne O. et Jacquet P. (1999) : " The case for a joint management of exchange rate flexibility ", Projet de rapport du Conseil d'Analyse Economique, non publié.
- Davanne O. (1998) : " Instabilité du Système Financier International ", Collection des rapports du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française.
- Devenow, A. et Welch, I. (1996) : " Rational Herding in Financial Economics ", European

Economic Review, Vol 40.

Fed (1998) : " Credit Risk Models at Major U.S. Banking Institutions : Current State of the Art and Implications for Assessments of Capital Adequacy ", Federal Reserve System Task Force on Internal Credit Risk Models.

FMI (1997) : " International Capital Markets : Developments, Prospects, and Key Policy Issues ".

G22 (1998) : " Report of the Working Group on Transparency and Accountability ", octobre.

Keynes JM. (1936) : " The General Theory of Employment, Interest and Money ", Macmillan.

Lintner J. (1965) : " The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets ", Review of Economics and Statistics 47, 13-37.

Meyer L. (1999) : " Testimony on the Federal Reserve's policy guidance to banks regarding hedge funds ", disponible sur le site internet de la BRI - www.bis.org.

Sharpe W. (1964) : " Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk ", Journal of Finance 19, 425-442.
