

Gérer les finances et le risque à l'échelle mondiale

Les turbulences qui ont agité les marchés financiers à l'automne 1998 ont donné l'alerte. Elles ont révélé que les pratiques de gestion du risque et les cadres de réglementation et de contrôle n'avaient pas pleinement pris en compte le changement de nature de la prise de risque financier privée, de la dynamique des marchés et du risque systémique.

*Garry J. Schinasi, Burkhard Drees
et William Lee*

LA RESTRUCTURATION unilatérale de la dette de la Russie en août 1998 et la dévaluation du rouble qui en a résulté ont eu des répercussions sur les marchés financiers arrivés à maturité. Nombre d'investisseurs ont subi des pertes spectaculaires. L'un des plus gros fonds d'arbitrage du monde, le Long-Term Capital Management (LTCM), était au bord de la débâcle en septembre 1998. En dépit d'un sauvetage privé de la société organisé par les autorités américaines, les marchés sont restés sur le qui-vive, provoquant un repli des prêts et faisant surgir le spectre d'une crise du crédit.

Les turbulences ont révélé les faiblesses du système financier international et jeté le doute sur les remparts existants contre le risque systémique face aux changements qui ont transformé le monde de la finance. Premièrement, la discipline de marché a pu être sapée par les filets de sécurité tels que l'assurance fédérale des dépôts bancaires et les prêteurs en dernier ressort, et de nombreuses institutions financières peuvent désormais être considérées comme trop importantes pour faire faillite. Deuxièmement, les pratiques modernes de gestion du risque permettent aux institutions d'effectuer des ajustements rapides en réponse à de nouvelles informations et à des réappréciations du risque. Quand ces ajustements sont le fait de grandes institutions opérant à l'échelle internationale, un effet de contagion peut survenir entre des marchés apparemment sans rapport. Troisièmement, l'utilisation croissante des opérations hors bilan a rendu plus facile pour les institutions d'utiliser leur base de capitaux avec effet de

levier. Pendant les périodes d'essor économique, la faculté d'endettement peut encourager les institutions à entreprendre des activités qui se révèlent non rentables et non durables une fois que les marchés changent d'orientation — comme ce fut le cas avec le LTCM —, et un endettement élevé amplifie les conséquences des chocs négatifs.

Les institutions financières privées et les responsables de l'action publique sont confrontés à une tâche complexe. Ils doivent trouver des façons de limiter et de gérer la prise de risque, et de contenir les excès financiers qui peuvent mener à la contagion des marchés, mais sans sacrifier les possibilités d'accroissement de l'efficacité qu'offrent des techniques et des instruments financiers innovants. Les éléments suivants sont d'une importance capitale pour éviter les turbulences et les crises futures : l'amélioration de la communication et de la transparence financières; une plus grande connaissance et une meilleure coordination des structures des incitations privées, réglementaires et de marché; une meilleure compréhension de la nature changeante du risque systémique et une réduction du risque subjectif.

Communication et transparence financières

La communication d'informations adéquates dans de bons délais par les institutions financières et la transparence de leurs profils de risque sont essentielles à la discipline des marchés et à l'exercice efficace de la surveillance par les autorités de contrôle et de réglementation. Cependant, des informations

exactes sur les risques peuvent être difficiles à obtenir dans un environnement où ils peuvent être recomposés, reformulés et intégrés à des titres. Les gestionnaires de risque peuvent estimer le capital exposé d'après les modèles de gestion du risque et des simulations de crise. Bien que cela donne une idée de la vulnérabilité d'une entreprise et des performances de son portefeuille hors des scénarios de crise et de turbulence établis sur l'expérience passée, cela peut ne pas être suffisant. L'industrie financière a commencé à élaborer des techniques permettant une estimation plus exacte des risques potentiels et l'évaluation de l'impact possible des perturbations systémiques sur les capitaux exposés.

Les parties prenantes extérieures d'une institution financière — investisseurs, déposants, créanciers et contreparties — doivent également faire face au manque de transparence. Souvent les seules informations mises à leur disposition concernant l'activité hors bilan à risque figurent en bas de page du rapport annuel de l'entreprise.

L'absence de transparence engendre des inquiétudes systémiques liées à la concentration des risques au sein de marchés spécifiques et aux interactions entre les marchés. En l'absence d'informations suffisantes, il est difficile pour les responsables de savoir où peuvent être concentrés les risques et les vulnérabilités dans le système financier international.

Le fait que les turbulences de l'automne dernier aient été largement inattendues indique que les systèmes de gestion du risque et les méthodes de simulation de crise ont pu reposer sur des informations insuffisantes quant à la dynamique des marchés et aux répercussions possibles des chocs économiques et financiers. Il se peut que les systèmes d'information et de contrôle de gestion n'aient pas totalement pris en compte le rythme de l'innovation financière et l'impact de l'utilisation croissante des produits dérivés sur la dynamique des marchés et sur les interactions entre marchés.

Structures des incitations

La structure des incitations crée la discipline interne des entreprises dont le respect est assuré par la direction. Pour que la discipline interne soit effective, il faut que les incitations des différentes unités et des décideurs coïncident avec les objectifs globaux de l'institution et soient soutenues par les parties prenantes extérieures (et, dans une certaine mesure, par les autorités de contrôle officielles). Cependant, les structures des incitations privées n'ont pas encore été pleinement adaptées en fonction de la modernisation, de la titrisation et de la mondialisation financières et peuvent n'être ni compatibles avec la discipline des marchés ni la favoriser. En conséquence, il se peut que l'action publique doive jouer un plus grand rôle pour faire en sorte que les systèmes d'incitations privés assurent le niveau approprié de discipline des marchés.

Il est possible d'améliorer la gestion du risque privée et le contrôle prudentiel des institutions financières et de renforcer les incitations pour amener les déposants, créanciers, contreparties et investisseurs à contrôler plus étroitement les activités des institutions financières auxquelles ils ont affaire. En outre, les incitations privées et réglementaires affectant conjointement les décisions financières privées, il convient de réexaminer les réglementations existantes pour veiller à ce qu'elles ne faussent pas les incitations privées.

Réduction du risque subjectif

Le risque subjectif, qui peut induire d'importantes distorsions des incitations privées, est une conséquence inévitable de la garantie de la stabilité financière. Cette dernière étant un bien public, le secteur public doit fournir une garantie de protection contre les problèmes systémiques, sans quoi les intervenants sur les marchés privés peuvent ne pas être collectivement disposés ou aptes à prendre des risques même acceptables, ce qui pourrait freiner l'intermédiation financière. Le contrôle prudentiel ainsi que d'autres actions des pouvoirs publics constituent des mécanismes préventifs et correctifs qui offrent une certaine assurance de stabilité des systèmes financiers, nationaux et internationaux, tant que l'engagement officiel demeure dans des limites raisonnables et qu'il n'amène pas les intervenants à penser qu'ils peuvent prendre des risques inconsidérés sans en subir les conséquences.

Pour limiter le risque subjectif et maintenir l'équilibre favorable au bien-être qu'offre cette assurance, le secteur public doit également surveiller et réfréner les comportements de prise de risque susceptibles de nuire à l'intérêt public — notamment il doit limiter la prise de risque inconsidérée par les institutions qui sont les plus à même d'exploiter le filet de sécurité du secteur public. Les responsables sont donc confrontés à la tâche délicate qui est de concilier les actions visant à gérer les risques systémiques et celles destinées à garantir que les intervenants supportent les coûts des risques inconsidérés qu'ils prennent et soient encouragés à se comporter prudemment.

Comprendre le risque systémique

La nature du risque systémique a évolué à mesure que les systèmes financiers nationaux reposant sur les banques ont cédé le pas aux systèmes actuels intégrés au marché mondial et obéissant à ses lois. Les remparts les plus courants contre le risque sont fondés sur une définition limitée des perturbations systémiques en tant qu'épisode dans lequel des problèmes affectant une institution peuvent se répercuter en cascade sur les systèmes de paiement, perturber les relations entre banques, conduire à la fuite des déposants, ou se propager à d'autres institutions au point de mettre en péril le système financier lui-même. Eu égard à l'expansion des possibilités de prise de risque et au recours croissant aux marchés pour le financement, ces défenses peuvent ne plus être suffisantes. En outre, les dispositifs de contrôle et de réglementation ne s'adaptent pas assez vite à l'évolution rapide des pratiques financières, et le secteur privé est peut-être plus capable de tirer parti des progrès technologiques que les pouvoirs publics ne sont aptes à se servir des nouvelles technologies pour mesurer et gérer le risque systémique.

Les filets de sécurité financiers sont généralement soutenus par des règles prudentielles qui exigent des banques qu'elles détiennent assez de capitaux pour absorber les pertes, et par des normes de déclaration, des normes comptables et des pratiques commerciales optimales qui garantissent l'inscription des pertes dans les comptes d'exploitation. Bien que cette méthode ait fonctionné de façon relativement satisfaisante pour limiter les dégâts systémiques causés par les excès financiers, elle peut mettre en conflit les objectifs des autorités de contrôle — qui, en fournissant une assurance, cherchent à réduire les risques systémiques — avec ceux des institutions réglementées, qui

sont incitées à prendre plus de risques dans les limites définies par les contraintes internes et les règles en matière de fonds propres. Une réglementation excessivement contraignante, susceptible de freiner la prise de risques accroissant l'efficacité, et une application laxiste, qui peut encourager les institutions financières à prendre des risques qui ne vaudraient pas la peine d'être pris autrement, comportent toutes deux des dangers. Il n'existe pas de solution définitive à ce problème, et il n'est ni possible ni souhaitable que les autorités chargées de contrôle en sachent autant sur une institution financière et ses activités de prise de risque que la direction de l'institution. Néanmoins, elles doivent réévaluer en permanence les instruments pour encourager la prudence, en reconnaissant que certains instruments sont susceptibles d'être imparfaits.

Les problèmes à résoudre

Avant même que les turbulences de l'automne 1998 ne se soient totalement dissipées, les acteurs du marché, les autorités nationales et les instances internationales avaient commencé à envisager des réformes visant à s'attaquer aux faiblesses révélées par l'épisode. Jusqu'ici, les propositions se sont axées sur le raffermissement de la discipline des marchés et sur la gestion du risque bancaire, avec une plus grande transparence des institutions financières. Les mesures proposées pour améliorer la gestion du risque sont généralement appropriées, mais plusieurs domaines importants n'ont pas encore été traités à fond.

Amélioration des systèmes d'incitations. Les propositions actuelles ne traitent pas directement du rôle des systèmes d'incitations pour empêcher l'apparition de vulnérabilités financières. Les systèmes d'incitations internes pourraient être améliorés par une approche intégrée, globale, à l'échelle de l'entreprise, de la gestion et du contrôle du risque, qui concilie les incitations de tous les acteurs — des services de post-marché aux opérateurs et aux gestionnaires de risque — avec les incitations et les préférences en matière de risque de la direction générale et des actionnaires. La procédure de sélection et le suivi par les parties prenantes pourraient être renforcés si les intervenants recevaient des incitations supplémentaires fondées sur le marché qui soient plus conformes aux objectifs de l'action publique.

Les propositions publiques ne reconnaissent pas explicitement les possibilités d'amélioration des systèmes d'incitations réglementaires. Une proposition actuelle de révision de l'Accord de Bâle laisse entrevoir une plus grande souplesse d'adaptation des règles (y compris des exigences en matière de fonds propres) en fonction de l'efficacité de la gestion du risque d'une entreprise et des systèmes de contrôle, mais il faudra juger sur pièces. D'autres ajustements possibles des réglementations prudentielles et de la surveillance par les autorités de contrôle sont encore à l'étude. Cette action doit comprendre une évaluation du mode d'interaction entre incitations privées et incitations d'ordre réglementaire, et de la distorsion éventuellement exercée par les incitations publiques sur les incitations privées.

Accroître la diffusion d'informations et la transparence. Les informations étaient très incomplètes pendant la période qui a précédé les turbulences financières de l'automne 1998. Les propositions officielles ne disent pas clairement quelles informations devraient être divulguées, à quelle fréquence et à qui.

S'il est clairement nécessaire d'en savoir plus sur l'exposition au risque, sur les activités hors bilan et sur les marchés des dérivés de gré à gré, la forme que doivent prendre les informations reste mal définie.

Il pourrait être utile d'améliorer des informations relatives aux activités hors bilan des institutions financières. À mesure que les autorités de contrôle intensifient leurs efforts de collecte des informations et affinent leurs méthodes d'évaluation des engagements des institutions sur produits dérivés échangés de gré à gré, un réseau plus fin de communication des informations pourrait être établi à des fins de surveillance. Les responsables de la surveillance seraient à même d'obtenir des informations plus rapides et plus détaillées sur les activités hors bilan, et ces informations aideraient les autorités de contrôle à déceler les risques.

Comprendre les systèmes financiers modernes. Nombre de cadres analytiques actuellement utilisés étaient conçus pour évaluer et suivre les risques et leur concentration, l'endettement, la fragilité financière et le risque systémique associé aux activités bancaires traditionnelles. Le risque de crédit doit être mieux compris et mieux modélisé, notamment parce qu'il a commencé à prendre des formes différentes — et qu'il est souvent hors bilan. Il est également nécessaire d'avoir des cadres d'analyse permettant de mieux comprendre les avantages — et les risques — de l'endettement, les écarts et les incompatibilités entre systèmes d'incitations privés et publics et l'évolution de la dynamique des marchés. Le secteur public — notamment les banques centrales — pourrait jouer un rôle directeur dans l'élaboration d'un cadre d'analyse, qui serait utile pour définir les règles de diffusion de l'information.

Autres défis pour le secteur public

La stabilité des systèmes financiers dépend de la solidité de chaque institution financière. Il peut exister des synergies inexploitées entre la surveillance macroprudentielle, axée sur les systèmes, et la surveillance microprudentielle, qui s'intéresse aux institutions. Par exemple, dans le cas du LTCM, des discussions plus poussées entre les autorités de contrôle des banques opérant à l'échelle internationale auraient pu révéler l'exposition considérable des créanciers et des contreparties. Les autorités de contrôle pourraient bénéficier des renseignements du marché concernant l'exposition au risque des entreprises, tandis que les responsables de la surveillance du marché pourraient gagner à être informés des activités des institutions financières en rapport avec les marchés.

Deuxièmement, étant donné la façon dont elles utilisent les informations et la technologie et la maîtrise qu'elles ont des ressources, les institutions financières sont avantagées par rapport aux autorités de contrôle en matière d'information. Il y a un écart grandissant entre les capacités dont disposent les autorités publiques pour évaluer les implications des innovations financières et l'exploitation de ces innovations par le secteur privé. Ce décalage limite l'aptitude des autorités publiques à suivre les marchés mondiaux, à contrôler les institutions financières et leurs activités, et à faire respecter les réglementations. En outre, étant donné l'orientation nationale des structures de contrôle, de réglementation et de surveillance, la mondialisation des marchés financiers et la montée en puissance des conglomérats financiers ont également accentué les

conflits de juridiction. Il faut donc poursuivre les efforts d'actualisation des instruments de contrôle et des cadres de réglementation.

Troisièmement, stabilité monétaire et stabilité financière sont étroitement liées. Bien que les politiques monétaires des principaux pays n'aient sans doute pas contribué directement à l'apparition des vulnérabilités qui ont abouti aux turbulences des marchés à l'automne 1998, elles ont peut-être eu un effet involontaire sur la liquidité mondiale. Par exemple, tandis que les faibles taux d'intérêt japonais de 0,5 % étaient sans doute appropriés pour favoriser la demande globale au Japon en 1997-98, ils ont été associés au recours massif à la position spéculative à court terme sur le yen, qui a fourni des liquidités à plusieurs régions au moyen de swaps sur les marchés internationaux des capitaux. Les politiques monétaires nationales peuvent aussi parfois soutenir — voire encourager — l'augmentation de l'endettement et la prise de position sur les marchés internationaux au-delà d'un niveau prudent.

La marche à suivre

L'approche initiale devrait consister à identifier des façons concrètes de soutenir — et de réformer, le cas échéant — les lignes de défense existantes contre les problèmes systémiques. Plus d'informations permettraient aux institutions financières de renforcer leurs instruments de gestion des risques, aux parties prenantes d'évaluer les risques avec plus d'exactitude, et aux autorités de contrôle et aux responsables de la surveillance d'exercer un suivi adapté. La faculté de comprendre, de mesurer, de suivre et de contrôler l'augmentation de l'endettement et d'autres activités impliquant une prise de risque doit représenter une part importante de cette approche. Des réformes des réglementations seront certainement nécessaires, mais il faut d'abord réexaminer les règles du jeu existantes pour identifier celles qui restent applicables. Il serait également utile de mieux comprendre les interactions entre les incitations, la prise de risque, la structure des marchés et leur dynamique dans les systèmes financiers modernes.

Il convient aussi, sans nul doute, de réduire le risque subjectif. Le juste équilibre entre la discipline des marchés et l'intervention publique implique de difficiles arbitrages entre les différents objectifs. D'un côté, il apparaît que les filets de sécurité financiers ont considérablement réduit les pertes sèches et les préjudices infligés à l'économie réelle par rapport aux dégâts causés par les crises finan-

cières antérieures de ce siècle. De l'autre côté, ces mêmes filets de sécurité peuvent contribuer à induire des comportements extrêmement risqués et impliquer des coûts potentiellement importants pour les contribuables. L'éventuelle intensification du contrôle et des réglementations est compliquée par le fait que les grandes institutions financières opérant à l'échelle internationale sont parfois capables de contourner les réglementations en profitant des disparités des informations dont disposent respectivement ces institutions et les autorités de contrôle. L'accumulation de vulnérabilités financières qui ne sont devenues évidentes que lorsque les turbulences de l'automne 1998 sont survenues était un avertissement : les cadres actuels du contrôle bancaire, de la surveillance officielle des marchés et de la gestion du risque systémique peuvent ne pas imposer un suivi suffisant ou fournir des mesures de sauvegarde adéquates contre les événements systémiques.

En définitive, à chaque fois que le secteur public intervient pour sauver des institutions, il crée un dangereux précédent en donnant à croire que l'on pourra encore compter sur son intervention. Le risque subjectif en est le résultat patent. Une façon de le limiter est de prendre plus souvent des décisions qui atténuent le sentiment que les interventions sont la règle et les faillites l'exception — par exemple en réduisant la portée du filet de sécurité. L'objectif plus général serait de faire participer davantage les institutions privées à la prévention des problèmes systémiques, pas uniquement en les incitant à améliorer leur gestion du risque privée pour se protéger elles-mêmes, mais aussi en les sensibilisant davantage au fait que leurs actions ont des conséquences systémiques et qu'elles sont de même affectées par les problèmes créés par d'autres. Étant donné qu'il est peu probable qu'on réduise rapidement ou de manière radicale la portée des filets de sécurité financiers officiels, il reste indispensable d'être en mesure d'assurer le suivi et le contrôle des systèmes financiers modernes. Vigilance et souplesse seront nécessaires pour se préparer aux problèmes financiers futurs, qui prendront sans doute des formes différentes de celles que l'on a connues par le passé. **F&D**

Cet article est tiré du chapitre 4 de l'étude intitulée International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues (Washington, FMI, septembre 1999). On trouvera une analyse détaillée des turbulences des marchés financiers et de leurs effets immédiats dans World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment (Washington, FMI, décembre 1998).



Garry J. Schinasi est Chef de la Division des marchés de capitaux et des études financières du Département des études du FMI.



Burkhard Drees est économiste principal à la Division des marchés de capitaux et des études financières du Département des études du FMI.



William Lee est Chef adjoint de la Division des marchés de capitaux et des études financières du Département des études du FMI.