



Aspects systémiques des récents remous sur les marchés établis

Garry Schinasi

Les remous qu'ont connus récemment les marchés de capitaux établis semblent sans commune mesure avec leurs causes. Les institutions financières, aussi bien privées que publiques, devraient donc être beaucoup plus vigilantes à l'égard des risques de vulnérabilité et de perturbation financières.

JUSQU'EN JUILLET 1998, les marchés de capitaux établis (c'est-à-dire parvenus à maturité) d'Europe et des États-Unis avaient échappé pour l'essentiel aux retombées de la crise asiatique et restaient dynamiques. Le recul des rendements des obligations d'État se poursuivait et les cours des actions augmentaient de manière régulière. À la mi-juillet, toutefois, la baisse des actions s'est amorcée, des sociétés ayant annoncé de mauvais chiffres de bénéfices, tandis que le ralentissement de l'expansion aux États-Unis suscitait des préoccupations. Les écarts entre les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs de premier et de dernier rang ont aussi commencé à se creuser sur les marchés établis. Puis, fin août, les écarts se sont élargis de manière spectaculaire et de graves perturbations ont secoué les marchés internationaux établis, sous l'effet de la restructuration unilatérale par la Russie de ses GKO (bons du Trésor), du reflux d'autres marchés émergents et de la quasi-faillite à la mi-septembre de Long-Term Capital Management (LTCM), fonds spéculatif à très fort effet multiplicateur.

L'ajustement dynamique des marchés émergents ne pouvait se faire sans un ajustement des marchés établis, en raison du rôle important que jouent ces derniers dans le financement, notamment par voie d'emprunt, des investissements en Russie et sur d'autres marchés

émergents. Pourtant, il était normal de penser que de tels ajustements entraîneraient relativement peu de heurts et ne déclencheraient pas les graves remous financiers observés en septembre-octobre 1998 sur quelques-uns des marchés les plus développés et les plus liquides.

L'agitation financière qui a suivi sur les marchés établis n'en semble pas moins disproportionnée eu égard aux facteurs qui l'ont provoquée. La restructuration russe a entraîné de fortes pertes et elle a modifié l'idée qu'on se faisait des risques de défaut de paiement et de convertibilité, de même que l'arbitrage entre les risques et la rentabilité des portefeuilles internationaux. En raison des calculs financiers nouveaux qui en ont résulté, des institutions financières actives au plan international semblent avoir réévalué l'ensemble des risques financiers, dont les prix ont été recalculés, processus doublé promptement d'un rééquilibrage des portefeuilles internationaux et d'une réduction de leur effet multiplicateur qu'ont renforcés divers facteurs — volonté d'éviter les risques, caractère illiquide des marchés et variations extrêmes des cours. Bien que ces turbulences semblent avoir touché surtout les marchés des États-Unis, les institutions financières européennes et japonaises actives au plan international se sont livrées à des prises de risques identiques avec effet multiplicateur, opérations dont l'ampleur a été parfois très

grande. De la mi-septembre à la mi-octobre, période la plus agitée, l'impact négatif sur la valeur des actifs a été suffisamment grave pour faire craindre des retombées négatives importantes sur la croissance économique mondiale.

Ces graves remous amènent à s'interroger sur la gestion privée des risques et des portefeuilles, sur la supervision des banques et des marchés de capitaux et sur le fonctionnement du système financier international. Surtout, la question se pose de savoir comment des positions d'un très gros montant et faisant appel à l'effet multiplicateur ont pu s'accumuler dans un grand nombre d'institutions financières au point de porter le risque systémique à des niveaux extraordinaires.

Plusieurs facteurs expliquent en partie la réévaluation et le rééquilibrage de portefeuilles sur les marchés établis, mais ils ne rendent pas compte de la gravité des remous.

- La restructuration unilatérale de la dette opérée par la Russie a remis en question les hypothèses des investisseurs quant aux risques souverains et au soutien international.
- Les marchés établis ont financé une partie importante de l'exposition des marchés émergents.
- De nombreuses institutions de divers types, et pas seulement les fonds spéculatifs, avaient pris des risques analogues, exposition qui les a rendus vulnérables à l'élargissement des écarts de taux d'intérêt.
- Les modèles de gestion des risques n'ont pas empêché les fragilités de s'accroître et la liquidation de portefeuilles a été aggravée par leur gestion.
- Si l'on avait laissé se poursuivre sur leur lancée les opérations désordonnées de dénouement et de réduction de l'effet multiplicateur, les marchés de capitaux internationaux auraient été confrontés à des risques systémiques.

Les effets de la crise russe

Pourquoi la crise russe a-t-elle provoqué plus de remous sur les marchés établis que ne l'avait fait la crise asiatique? En dépit de la spécificité russe et du sentiment dominant selon lequel le pays était «trop gros pour qu'on le laisse faire faillite», la restructuration unilatérale décidée par la Russie est apparue à de nombreux participants aux marchés comme un événement soudain et déterminant, alors que la crise asiatique s'était déroulée plus lentement. Cette restructuration a remis en question les hypothèses financières essentielles touchant aux marchés émergents, en particulier la conviction que les pays ne restructureraient pas unilatéralement les dettes souveraines, ce qui a conduit les investisseurs à s'interroger sur la répartition des risques dans les portefeuilles. En fin de compte, elle a provoqué des sorties de capitaux de nombreux marchés émergents, un élargissement considérable des écarts observés sur ces marchés et un assèchement de la liquidité des marchés internationaux.

Le financement des marchés émergents

L'impact immédiat de la restructuration russe tient notamment au fait qu'une grande partie des investissements sur les marchés émergents avait été financée par l'emprunt avec effet multiplicateur sur les marchés établis. Certains investisseurs avaient acheté des GKO russes à découvert. D'autres achats de la Russie et des marchés émergents avaient été financés au Japon, les montants obtenus étant ensuite convertis en monnaie de l'emprunteur. Les positions des marchés établis nées de

ces investissements devaient être dénouées ou faire l'objet de couverture. Étant donné que ces investissements faisaient très souvent largement appel à l'emprunt, l'ajustement des cours à la baisse a été exceptionnellement marqué lorsque les investisseurs ont promptement liquidé leurs positions.

En raison de son impact sur la dynamique et la liquidité des marchés, cette situation a débouché sur des risques systémiques. La liquidité s'est évaporée momentanément de quelques-uns des marchés les plus liquides, car on a recalculé les prix des risques et réduit la part de l'endettement dans les positions, par exemple, sur les marchés des effets du Trésor et des pensions des États-Unis, de même que dans le cas des transactions yen-dollar. En septembre et en octobre, la liquidité a suscité à plusieurs reprises des craintes accrues et les marchés ont été dominés par les vendeurs jusqu'à ce que les cours baissent suffisamment pour que les acheteurs reviennent. Étant donné le rôle du dollar dans la finance internationale, les marchés en dollars ont été particulièrement vulnérables. D'autres systèmes financiers établis auraient été eux aussi menacés si les dénouements avaient été encore plus désordonnés.

Les conséquences de la diversité institutionnelle

En raison du quasi-effondrement de LTCM et de son impact dans l'opinion, on a eu tendance à exagérer le rôle des fonds spéculatifs dans les remous qui ont agité les marchés établis. Certes, LTCM s'est singularisé en s'efforçant d'amplifier les bénéfices de «coups de poker» apparemment peu risqués et peu rémunérateurs, en prenant de très grosses positions faisant fortement appel à l'effet multiplicateur dans une plus grande mesure que les autres fonds spéculatifs. Cependant, d'autres institutions, dont la taille était beaucoup plus grande — y compris des banques commerciales et des banques d'investissement, des agents de change et des courtiers ainsi que d'autres investisseurs institutionnels —, prenaient au même moment des positions analogues, parfois en faisant largement appel à l'effet multiplicateur. Selon certains, les positions d'arbitrage prises par LTCM sur le marché des valeurs mobilières des États-Unis atteignaient 80 milliards de dollars, mais le montant correspondant se chiffrait, selon des estimations, à 3.000 milliards de dollars pour les seules banques commerciales. Le dénouement rapide des portefeuilles de LTCM aurait pu toucher non seulement les créanciers directs et les contreparties, mais aussi une grande variété d'autres institutions détenant des positions analogues.

Si les dimensions et le recours à l'effet multiplicateur des fonds spéculatifs sont suffisamment grands pour que ces institutions influencent nettement la liquidité des marchés lorsqu'elles y entrent ou en sortent, il est douteux qu'un fonds spéculatif, opérant seul ou avec quelques homologues, puisse créer un risque de problème systémique. C'est plutôt la participation simultanée et concertée d'institutions diverses et nombreuses qui pose les plus grands risques au système.

Les modèles de gestion des risques

Une question essentielle se pose alors : pourquoi les techniques de gestion des risques (modèles, tests de tension et analyses de scénarios) et les mécanismes de contrôle internes n'ont-ils pas mis en garde plus tôt contre la vulnérabilité du système? Une première raison tient au sentiment trompeur de précision que donnent parfois les modèles, notamment du fait



que leurs solutions dépendent du jugement humain. En outre, ils supposent que le marché sera assez liquide pour permettre de dénouer les positions sans modifications des cours ni perturbations du marché importantes. Il existe une troisième raison : comme les modèles dépendent de relations rétrospectives entre les variations des cours de nombreux marchés, ils ont tendance à tomber en panne en période de tensions et de remous, lorsque les relations entre les marchés souffrent de rupture structurelle.

La menace de problèmes systémiques

La restructuration unilatérale décidée par la Russie était un événement important, mais l'alerte n'a vraiment été donnée sur les marchés établis que début septembre, lorsque LTCM a annoncé avoir perdu 52 % de son capital en appels de marge, dont 16 % seulement au titre d'investissements dans les marchés émergents. La nouvelle a déclenché une vague de spéculations, de ventes et d'inquiétudes sur les marchés internationaux. La possibilité que d'autres institutions détiennent des positions analogues a entraîné une grande incertitude à l'égard des risques de contrepartie et alimenté les rumeurs, ce qui a probablement contribué à intensifier les remous des marchés. L'incertitude a été amplifiée par la crainte que ce mal des marchés émergents ne s'étende à l'Amérique latine, et en particulier au Brésil. La pression n'est pas retombée sur les marchés avant le 15 octobre, date à laquelle la Réserve fédérale des États-Unis a abaissé les taux d'intérêt pour la seconde fois.

Il est difficile d'établir dans quelle mesure le processus de désendettement se poursuivra. On manque de données sur les transactions et celles qui ont trait aux produits dérivés sont épisodiques et partielles, aussi n'est-il pas possible de dire si l'effet multiplicateur subsiste à un point tel que de nouvelles turbulences pourraient se produire. Au vu des remous qu'ont connus les marchés obligataires au début de 1994, lorsqu'il a fallu huit mois pour que le processus arrive à son terme, il semblerait que le mouvement puisse se poursuivre, mais que les tensions extrêmes de septembre-début octobre 1998 ne réapparaîtront pas.

Ce qui frappe dans la crise la plus récente, c'est que le montant étonnamment élevé des capitaux à la recherche de la sécurité et de la liquidité ainsi que l'assèchement rapide de la liquidité internationale et l'agitation observée sur des marchés établis fort divers — comme en ont témoigné parfois les déphasages de cours et le quasi-blocage de certains marchés — semblent avoir été sans commune mesure avec leurs causes. L'inquiétant, ce n'est pas que les réévaluations et les ajustements de portefeuille ont eu lieu, mais plutôt qu'ils ont été violents et généralisés au point de menacer l'ensemble du marché mondial des capitaux et de compromettre sérieusement les perspectives économiques mondiales.

Les défauts de la gestion des risques

Comme on l'a déjà vu, les faiblesses des systèmes publics et privés de gestion des risques systémiques ont probablement contribué aux remous récents sur les marchés des capitaux.

• Sur les *marchés privés*, les fortes variations défavorables des prix d'actifs ont apparemment surpris de nombreux participants de diverses catégories. On peut donc penser qu'ils ont pris des risques excessifs et qu'ils ont abusé de l'effet mul-

tiplicateur, ce qui a conduit à une configuration insoutenable de positions financières. En outre, ils n'ont peut-être pas porté une attention suffisante aux interactions entre les risques de marché et les risques de crédit. Il est possible qu'en raison de ce faisceau d'erreurs, les choses ne pouvaient que mal tourner.

• Bien que les *systèmes publics* de gestion des risques aient atténué de septembre à novembre 1998 la menace de problèmes systémiques au plan international, il semble que deux dispositifs qui auraient protégé d'ordinaire contre un tel danger n'aient pas donné l'alarme suffisamment à l'avance : la supervision bancaire et la surveillance du marché.

Systèmes privés de gestion des risques. Première ligne de défense contre les problèmes systémiques, les mécanismes internes de gestion des risques et de contrôle des institutions financières privées visent à empêcher celles-ci de prendre des risques tels que leurs positions en capital et leur viabilité seraient menacées. Étant donné l'ampleur des pertes essayées par de grandes institutions, la surprise qu'ont suscitée ces revers et la réponse des cours des actions de ces institutions, il semble que ces garde-fous n'aient pas bien fonctionné dans de nombreuses institutions de catégories diverses et d'importance systémique, dont des banques commerciales et des banques d'investissement actives au plan international, certains intervenants («trading desks») travaillant pour leur propre compte, des agents de change et des courtiers, ainsi que des cambistes et d'autres opérateurs du marché des changes.

Lorsque la crise a éclaté, de nombreux participants aux marchés ont manifestement mal anticipé et mal apprécié les risques. Plusieurs institutions d'importance systémique semblent avoir commis des erreurs analogues dans leur évaluation des risques et leur stratégie de gestion et d'investissement. On peut donc en déduire que les dispositifs de gestion et de contrôle qu'elles utilisent pourraient être defectueux, ce qui conduit à s'interroger sur les systèmes de gestion des risques et de portefeuille et les contrôles opérationnels en place dans certaines institutions actives au plan international. Les systèmes utilisés aujourd'hui ne semblent pas avoir intégré correctement quelques-uns des enseignements de la crise mexicaine de 1994-95, tandis que certains problèmes anciens se sont fait jour pendant la récente période d'agitation.

Il est tentant de condamner ces sérieuses insuffisances de l'application des techniques quantitatives modernes à l'évaluation des risques, notamment du fait que le contenu technique des modèles, leur sensibilité aux hypothèses — y compris les probabilités retenues d'évolution négative dans le cas des tests de tension — et les plafonds de tolérance de risques excessifs sont à l'origine d'incertitudes. Mais ces carences pourraient tenir tout autant aux erreurs de jugement commises par ceux qui doivent utiliser ces techniques et évaluer le contexte économique et financier. En outre, les employés de ces institutions sont incités à maximiser les gains à court terme et les primes personnelles — ce qui peut être préjudiciable à l'exposition générale de l'institution et à son bénéfice à plus long terme. Une vigilance accrue, en particulier à l'égard des relations de créanciers et de contreparties entre les principales institutions financières et LTCM, s'imposait probablement. Il semble aussi que des facteurs systémiques aient aggravé l'acuité des remous sur les marchés établis, situation que peu de participants — sinon aucun — n'avaient pleinement prévue.

Systèmes publics de gestion des risques. La supervision et la réglementation financières constituent une ligne de défense importante contre les problèmes systémiques. Certes, il est improbable qu'un système de supervision quelconque aurait pu identifier ces problèmes dès leur apparition, mais on peut penser qu'une partie des abus de prises de risques et d'effet multiplicateur aurait pu être évitée si les autorités nationales de tutelle et les services chargés de surveiller le marché avaient été mieux informés de l'accumulation des positions, y compris hors bilan, de l'effet multiplicateur et du montant total et de la répartition des prises de risques sur les marchés.

La surveillance du marché des capitaux est une autre ligne de défense. Ainsi, aux États-Unis, la Réserve fédérale est présente sur le marché, aussi peut-elle obtenir continuellement des informations, y compris secrètes, sur ce qui s'y passe. Elle avait décidé qu'un sauvetage privé de LTCM était nécessaire et, en facilitant l'opération, elle a pu contenir l'un des facteurs qui agitaient alors le marché et faire baisser la pression sur la liquidité.

Il est probable qu'aucun dispositif de surveillance du système financier, notamment dans le cas des États-Unis, n'aurait pu prévoir exactement l'évolution de septembre et d'octobre 1998. Cependant, les accès de grande tension, l'illiquidité, le déphasage des prix et d'autres manifestations des forces considérables qui s'exerçaient alors tendent à montrer clairement que l'instabilité brusquement apparue à la suite du mouvement de reflux, au milieu de 1998, des marchés émergents pourrait résulter en partie de pressions accumulées de longue date, en particulier durant les longues périodes de hausse sur les marchés de valeurs à revenu fixe. Manifestement, on aurait dû prêter une plus grande attention aux risques liés à cette évolution, qui pourrait avoir été déclenchée par un fait nouveau menaçant les positions de nombreuses institutions financières de diverses catégories. L'évolution du marché au cours de l'été et de l'automne tend à indiquer que la transparence et la divulgation de données sont insuffisantes pour permettre aux intervenants, même les plus avisés, d'apprécier correctement les risques de crédit et de contrepartie qu'ils prennent.

Un certain nombre de signes avant-coureurs pouvaient être décelés il y a presque deux ans, lorsque certaines banques centrales estimaient que les actions avaient atteint des niveaux qui commençaient à paraître insoutenables (exubérance irrationnelle), que les écarts de risques de crédit étaient anormalement étroits et comprimés et que les clauses des accords d'emprunt et les conditions non financières étaient trop assouplies. Aujourd'hui, avec le recul, on constate pourtant qu'aucune mise en garde n'avait été élevée contre le risque d'abus d'effet multiplicateur (hors bilan), que les crédits aux entreprises à risque élevé (fonds spéculatifs) se généralisaient et devenaient peut-être aussi excessifs, et qu'un montant excessif de prises de position reposait sur l'hypothèse que les écarts de risques de crédit des marchés établis se rétréciraient dès lors que la « contagion asiatique » se dissiperait. Ceci tend à indiquer la nécessité d'être plus vigilant à l'égard des risques de vulnérabilité et de bouleversement financiers au moment où on les attend le



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

moins, lorsque la situation économique et financière est favorable et, en particulier, lorsque le processus d'expansion des économies atteint son pallier. C'est aux sommets des cycles de l'activité économique et du crédit que les écarts de risques de crédit se rétrécissent, qu'il existe de fortes raisons d'améliorer la rentabilité des actifs en recourant à l'effet multiplicateur et que les banques paraissent amplement capitalisées.

Conclusion

Les récents remous tendent à montrer que les marchés de capitaux peuvent être affectés par les réactions des institutions financières aux pressions des marchés, aux tensions et à l'agitation, en particulier lorsqu'elles détiennent des positions faisant largement appel à l'effet multiplicateur. Un certain nombre d'institutions financières actives au plan international ont commis des erreurs. Dans de nombreux cas, les systèmes

de gestion et de contrôle devraient être révisés. Si les activités des institutions financières faisaient l'objet d'une plus grande divulgation, les secteurs public et privé pourraient mieux évaluer les risques financiers et leurs causes.

De nombreuses caractéristiques du système financier international — y compris le caractère intégré et la complexité des prises de position financière, des institutions et des marchés — se sont manifestées dans l'agitation des marchés. En particulier, les tensions affectant les relations de position financière au travers des marchés nationaux et internationaux ont montré que, lorsque le système traverse une zone de turbulence financière, son fonctionnement pose parfois des problèmes.

Un autre sujet de préoccupation est la manière dont les organes de supervision bancaire et de surveillance des marchés s'acquittent de leur rôle d'avertisseurs lorsque les risques et l'effet multiplicateur augmentent sur les marchés établis. La crise asiatique a amené à penser que personne n'était capable de voir clair dans les structures financières et les marchés de capitaux opaques d'Asie. Pourtant, les marchés et les institutions qui ont connu des remous sont les plus ouverts et les plus transparents du monde. Dans ces conditions, pourquoi les risques n'avaient-ils pas été évalués avec plus de précision antérieurement?

La récente période de perturbation tend à indiquer que la structure sans cesse changeante et le dynamisme des marchés de capitaux internationaux ne sont pleinement familiers ni aux intervenants privés sur les marchés, ni aux institutions chargées de la supervision prudentielle et de la surveillance des marchés. Le problème n'est certes pas entièrement nouveau et une solution complète et définitive est exclue. Mais les difficultés qui se sont manifestées au travers des remous récents montrent qu'il est urgent de poursuivre l'effort en vue d'améliorer le fonctionnement du système financier international et d'en accroître la stabilité. **F&D**

Le présent article s'appuie sur le chapitre 3 du World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment (Washington, Fonds monétaire international, décembre 1998).