

Un monde plein de risques

Des gestionnaires de fonds mal motivés peuvent ajouter au risque financier mondial

Raghuram Rajan



Raghuram Rajan est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.

CES TRENTE dernières années, les systèmes financiers de la planète ont subi un changement révolutionnaire. Les particuliers peuvent emprunter davantage à moindres coûts, investir dans une multitude d'instruments offrant toutes les palettes possibles de risques et de rendements, et partager les risques avec de parfaits inconnus de l'autre bout du monde. Les marchés financiers se sont développés et approfondis, et la transaction type fait intervenir plusieurs parties et s'inscrit dans un climat de plus grande indépendance.

Trois forces au moins sont derrière ces changements. *L'évolution technique* a réduit les coûts de communication et de calcul, ainsi que les coûts d'acquisition, de traitement et de stockage de l'information. Par exemple, les techniques allant de l'ingénierie financière à l'optimisation de portefeuille, et de la titrisation à la notation du crédit, sont maintenant d'usage répandu. La *déréglementation* a retiré les obstacles artificiels à l'entrée de nouvelles entreprises et a favorisé la concurrence entre produits, institutions, marchés et juridictions. Enfin, le *changement institutionnel* a donné lieu à de nouvelles entités au sein du secteur financier (fonds de capital investissement, fonds spéculatifs privés, etc.) ainsi qu'à de nouveaux dispositifs politiques, juridiques et réglementaires (par exemple l'apparition, ces vingt dernières années, de tout l'appareil institutionnel derrière la pratique du ciblage de l'inflation, qui va de l'instauration d'une banque centrale indépendante à la publication de rapports réguliers sur l'inflation).

Ces changements du paysage financier sont dénommés « désintermédiation », car ils impliquent l'abandon des liens traditionnels avec les banques, mais ce terme est impropre. Dans plusieurs pays industrialisés, les particuliers ne déposent plus directement une grande partie de leur épargne dans les banques, mais ils investissent indirectement sur le marché financier par l'intermédiaire des fonds communs de placement, compagnies d'assurances et fonds de pension, et dans les sociétés par le biais des fonds de capital-risque, des fonds spéculatifs et autres formes de fonds de capital investissement. Les gestionnaires de ces institutions, que

j'appellerai « gestionnaires de fonds », ont pris la place des banques et assurent la « réintermédiation » entre les particuliers et les marchés.

Qu'en est-il des banques elles-mêmes? Bien qu'elles puissent aujourd'hui vendre une grande partie des risques associés aux transactions sur « produits » qu'elles engendrent, comme les hypothèques, en les regroupant et en les sortant de leur bilan, elles doivent en conserver une fraction. Il s'agit là généralement de la première perte, c'est-à-dire de la perte sur les premières hypothèques du lot qui cessent d'être rentables. En outre, elles s'intéressent maintenant beaucoup plus aux transactions pour lesquelles elles ont un avantage comparatif, en général aux transactions dans lesquelles il est difficile de spécifier les contrats ou qui ont des effets contre lesquels elles doivent se couvrir par des opérations sur le marché. Par exemple, les banques offrent des lignes de crédit en garantie d'émissions d'effets commerciaux des sociétés. Cela signifie que, lorsque la société est en proie à des difficultés et que le marché des effets commerciaux se tarit, c'est à la banque d'intervenir en lui accordant des prêts. Il est manifeste que ces prêts sont risqués et illiquides. Ils s'inscrivent d'ailleurs dans un schéma de comportement plus vaste : à mesure que les transactions classiques deviennent plus liquides et se prêtent à des interventions sur le marché, les banques se tournent vers des transactions plus illiquides. Les forces de la concurrence les poussent à flirter continuellement avec les limites de l'illiquidité.

Il n'y a pas de doute, l'expansion de l'éventail des intermédiaires et des transactions financières présente de gros avantages; elle réduit en effet les coûts de transaction associés aux placements, accroît l'accès aux capitaux, permet l'expression d'opinions plus diverses et un meilleur partage des risques. Mais elle n'est pas sans inconvénients potentiels, nous amenant à nous demander si nous n'avons pas conclu, sans le savoir, un pacte faustien en échangeant la plupart du temps un gain de bien-être contre une mince probabilité d'effondrement catastrophique. Je pense, quant à moi, que le monde est sans doute plus risqué, car les raisons qui poussent les gestionnaires de fonds à agir ne sont pas les bonnes, et c'est

ce que je veux maintenant expliquer, mais nous n'en aurons probablement jamais la certitude. Aussi mon message aux banquiers centraux et aux autorités de contrôle du système financier est-il simple : il vaut mieux être paré.

Corriger les incitations

Dans le passé, les gestionnaires des banques recevaient un salaire en grande partie fixe. Comme la réglementation mettait un frein à la concurrence, les actionnaires n'avaient pas à recourir à des incitations aux résultats (qui auraient même pu être nuisibles, car les gestionnaires auraient été tentés de prendre des risques). Le principal facteur qui a empêché les gestionnaires de prendre de mauvaises décisions de placement était la fragilité de l'assise financière (et probablement le contrôle des autorités de surveillance). Si les gestionnaires d'une banque faisaient preuve d'incompétence ou de malhonnêteté, les déposants se montreraient nerveux et prendraient éventuellement la fuite. La menace de cette pénalité extrême, associée à l'avantage limité que représentent des salaires non dopés par des distributions d'actions ou d'options, a rendu les gestionnaires très prudents. Cela a servi les intérêts des déposants, dont le capital était ainsi en sûreté. Les actionnaires, qui jouissaient de rentes solides grâce à la limitation de la concurrence, étaient eux aussi contents.

Dans le nouvel environnement créé par la déréglementation et la concurrence, il n'est pas possible de motiver les gestionnaires de fonds en recourant aux pâles incitations d'autrefois. Parce que les gestionnaires doivent être incités à rechercher les bons placements, leur rémunération doit être sensible aux rendements, en particulier aux rendements par rapport à ceux de leurs concurrents. En outre, les nouveaux investisseurs sont attirés par les hauts rendements. Et, s'ils sont mécontents, ils n'hésiteront pas à mettre leur argent ailleurs (encore qu'ils ne le fassent pas souvent par simple inertie). Comme la rémunération des gestionnaires varie aussi en fonction des actifs gérés, sa structure se déplace très fortement vers le haut lorsque les résultats sont bons et s'oriente vers le bas, quoique de façon moins marquée, lorsque les performances sont mauvaises.

En conséquence, la structure des incitations à l'intention des gestionnaires de fonds diffère de celle d'autrefois par deux aspects importants. Premièrement, il y a en général moins d'inconvénients et plus d'avantages associés à la recherche de rendements, ce qui implique que les gestionnaires sont incités à prendre davantage de risques. Deuxièmement, les résultats qu'ils obtiennent par rapport à ceux de leurs homologues revêtent de l'importance, soit parce que leur rémunération en dépend directement, soit parce que c'est sur ces résultats que les investisseurs fondent leurs décisions de placement. Le fait que les gestionnaires savent que leurs résultats sont comparés à ceux de leurs concurrents peut les inciter à exceller, mais peut aussi entraîner des comportements pervers de diverses sortes.

Les banques encouragent-elles ce comportement ou le freinent-elles? Quoiqu'elle ne soit pas liée à ce point aux rendements, la rémunération des gestionnaires bancaires n'est pas tout à fait à l'abri des pressions de la concurrence. Les banques obtiennent des rendements à la fois en créant des risques et en les supportant. Comme des risques traditionnels tels que ceux des hypothèques et des prêts peuvent être transférés du bilan des banques à celui des gestionnaires de fonds, les banques sont incitées à en créer davantage. Aussi auront-elles tendance à favoriser, et non à réfréner, le goût du risque. Cependant, les

banques ne peuvent pas vendre la totalité des risques. En fait, elles doivent souvent supporter la part la plus compliquée et la plus volatile des risques qu'elles créent. C'est ainsi que, même si une partie des risques a été retirée de leur bilan, d'autres risques, nouveaux et plus compliqués, viennent les remplacer. Les données confirment cette affirmation — en dépit de l'approfondissement des marchés financiers, les banques ne sont peut-être pas plus à l'abri des risques que par le passé. En outre, même si les risques qu'elles supportent aujourd'hui semblent plus faibles, ils ne sont que la pointe de l'iceberg.

Peut-être l'essentiel est-il toutefois de savoir si les banques seront à même de fournir des liquidités aux marchés financiers pour que, si le risque «à la base de l'iceberg» se matérialise, les positions financières puissent être dénouées et les pertes réparties afin que l'économie réelle n'en souffre qu'au minimum. Le passé montre que les banques ont bien rempli ce rôle, mais rien ne garantit qu'elles continueront à pouvoir le faire. Par le passé, les banques ont pu fournir des liquidités en partie parce que leur bilan solide leur a permis d'attirer les liquidités disponibles sur le marché. Cependant, elles ont besoin aujourd'hui de marchés plus liquides pour se couvrir contre certains des risques associés aux produits compliqués qu'elles ont créés ou aux garanties qu'elles ont offertes. Cette dépendance peut faire douter de la solidité de leur bilan en période de crise, et elles seraient alors moins à même de fournir les assurances de liquidité qu'elles offraient autrefois.

Les comportements pervers

Une rémunération fondée sur les résultats peut pousser les gestionnaires de fonds à prendre des risques. Ils peuvent choisir de le faire à l'insu des investisseurs. Comme risques et rendements sont corrélés, le gestionnaire donne alors l'impression qu'il surpasse ses concurrents, au vu des risques qu'il prend. En général, les types de risques qui peuvent le plus facilement être dissimulés, étant donné l'obligation d'information périodique, sont les risques «à la base de l'iceberg» — c'est-à-dire les risques qui sont peu susceptibles d'avoir des conséquences défavorables et assurent une généreuse rémunération le reste du temps. Un second type de risque est celui associé au comportement grégaire des gestionnaires qui se rallient aux choix des autres gestionnaires, car un tel comportement leur donne l'assurance qu'ils ne seront pas surpassés par ces derniers. Cependant, sous l'effet de ce comportement grégaire, les prix des actifs peuvent s'écarter des fondamentaux.

Ces deux comportements peuvent se renforcer mutuellement en période de flambée des prix des actifs, où les gestionnaires de fonds sont disposés à supporter le risque — «à la base de l'iceberg», à faible probabilité — que les prix des actifs se réaligeraient brusquement sur les fondamentaux, et le fait de savoir que leurs concurrents prennent une position identique sur ce risque donne aux gestionnaires l'assurance que leurs résultats ne seront pas sensiblement inférieurs aux autres si la bulle vient à éclater. Ces comportements peuvent s'intensifier lorsque les taux d'intérêt sont faibles, auquel cas non seulement certains participants sont davantage incités à la «recherche du rendement», mais aussi les prix des actifs suivent une spirale à la hausse, créant les conditions propices à un réalignement brutal et difficile.

Dans l'ensemble, ces tendances indiquent que, même s'il y a aujourd'hui davantage de participants capables d'absorber les risques, les risques financiers créés par le système sont en fait plus grands. Et, même si la diversité des opinions et actions des participants et leur capacité d'absorption des risques devraient normalement être plus grandes, concurrence et rémunération peuvent créer une corrélation plus étroite qu'il n'est souhaitable entre leurs comportements. S'il est difficile d'être catégorique lorsqu'il s'agit de quelque chose d'aussi complexe que le système financier moderne, il est toutefois possible que ces évolutions accentuent aujourd'hui la nature procyclique du secteur financier. Elles peuvent en outre accroître la probabilité (qui reste toutefois faible) d'un effondrement catastrophique.

Malheureusement, nous ne saurons rien de la gravité de ces préoccupations jusqu'à ce que le système soit testé. Le mieux que nous puissions espérer, c'est que le système soit confronté à des chocs d'ampleur croissante, qu'il trouve ce qui ne va pas à chaque fois et devienne plus résistant. Pour paraphraser Saint Augustin, nous devrions donc prier Dieu pour que «s'il doit y avoir des chocs, qu'ils soient d'abord petits». Le danger, c'est que l'économie soit prise au dépourvu par une véritable tempête avant que sa résistance n'ait été mise à l'épreuve.

Si, en effet, le risque pris est excessif, pourquoi les investisseurs n'offrent-ils pas à leurs gestionnaires des contrats de rémunération qui mettent moins l'accent sur les rendements et la prise de risques correspondante? Il y a trop peu d'incitations personnelles à le faire. Tout d'abord, il n'existe guère de preuve systématique que les résultats passés des investissements financiers soient un indicateur de leurs résultats futurs, contrairement à ce qu'en pensent Warren Buffet ou Peter Lynch. Cela implique que le va-et-vient constant des investisseurs d'un fonds à l'autre a peu d'intérêt pour la collectivité. Mais ceux qui ont investi dans un fonds donné y gagnent lorsque de nouveaux investissements affluent, car les coûts moyens du fonds sont en baisse. En conséquence, les gains personnels associés à l'afflux des investisseurs attirés par les excellentes performances à court terme d'un fonds dépassent les gains qui en résultent pour la collectivité, et les investisseurs ne sont pas suffisamment incités à dissuader les gestionnaires de s'intéresser au court terme.

Bien entendu, si, de surcroît, le contrôle des investisseurs sur les gestionnaires n'est pas total (en raison des déficiences du gouvernement d'entreprise, par exemple) et que les gestionnaires aient personnellement intérêt à assurer des rendements dans le court terme (pour préserver leur emploi ou jouir de l'adulation du public que le succès leur apporte), l'équilibre personnel peut une fois encore donner lieu à une prise de risques excessive. Il est en outre difficile pour un participant du secteur privé de saisir pleinement les avantages d'un apport de liquidités — si les prix sont plus élevés et alignés sur les fondamentaux, tous les intervenants sur le marché en bénéficieront, non pas seulement le participant qui a injecté des liquidités sur ce marché. En conséquence, le secteur privé est lui aussi trop peu incité à agir.

Limiter les dégâts

Que peuvent alors faire les décideurs? Si une réglementation excessive peut paralyser la concurrence, qui est le moteur des innovations financières, ne rien faire du tout ne semble pas être une bonne option non plus. Bien que nous en sachions encore peu sur les rouages complexes des marchés financiers, deux principaux outils nous viennent à l'esprit.

La politique monétaire. La politique monétaire doit tirer des enseignements de ses effets passés sur les incitations. Comme indiqué précédemment, des taux d'intérêt de faible niveau ainsi qu'une forte baisse inattendue de ces taux peuvent avoir des effets pervers sur les incitations. Cela implique que des changements rapides et profonds de la politique monétaire ont des coûts importants, non seulement dans l'économie, mais aussi sur tous les marchés interdépendants. Il en ressort que les changements doivent intervenir à un rythme mesuré (quoique pas nécessairement prévisible), et non brutalement. Ensuite, si la déflation peut être très nuisible à l'économie réelle, une faiblesse imprévue mais persistante du taux d'intérêt peut avoir de gros effets de distorsion sur le secteur financier et, partant, sur le prix des actifs. Cela veut dire non seulement que la déflation est davantage à éviter afin de ne pas avoir à utiliser comme instrument le niveau très faible des taux d'intérêt, mais aussi qu'une plus grande vigilance des autorités de contrôle s'impose lorsque ces taux sont utilisés pour maîtriser les bulles des prix des actifs. Par ailleurs, on ne peut plus, à l'évidence, se contenter d'examiner l'état du système bancaire et son exposition au risque de crédit pour tirer des conclusions sur la création globale de crédit, et encore moins sur la stabilité du système financier. Enfin, le secteur financier peut avoir de plus gros problèmes de liquidité et de solvabilité dans certains cas, de sorte que les banques centrales doivent être attentives à toute insuffisance éventuelle de la liquidité globale.

Le contrôle prudentiel. Il faudra peut-être étendre le dispositif prudentiel appliqué aux banques commerciales ou aux banques d'investissement à des institutions comme les fonds spéculatifs. Quels instruments utiliser? Une plus grande transparence et une diffusion accrue de l'information, ainsi que la réglementation des fonds propres, ont certes un rôle à jouer à cet égard. Mais les décideurs devront peut-être envisager d'utiliser le système de rémunération des gestionnaires pour aligner le comportement de ces derniers sur l'intérêt du public. Au lieu de limiter ou de freiner la rémunération, la *réglementation de la rémunération* pourrait simplement requérir le placement à long terme d'une partie de la rémunération des gestionnaires de haut rang dans les créances émises par le fonds d'investissement sous gestion. Comme certains investisseurs exigent déjà cela de leurs gestionnaires de fonds, une condition de ce type ne serait pas trop importune. Bien entendu, il faut faire attention de ne pas trop pousser les gestionnaires à la prudence et de ne pas perdre ainsi les avantages offerts à l'économie par la prise de risques. C'est pourquoi la probabilité optimale d'un effondrement total du secteur financier ne sera jamais égale à zéro.

* * * * *

Les marchés financiers sont aujourd'hui en très bonne santé. Or, c'est ce type d'environnement qui se prête à des excès. L'une des sources de préoccupation est l'évolution des prix du logement, très élevés partout dans le monde. Si les techniques et instruments de résorption des fluctuations se sont améliorés, l'incertitude reste grande quant à leur efficacité en cas de crise grave. Face à l'évolution des marchés financiers, nous devons constamment repenser les moyens de les réglementer et les étayer, tout en prenant soin de ne pas étouffer la créativité et l'innovation. Ce n'est qu'alors que nous pourrons exploiter leur véritable potentiel. ■

Cet article s'inspire de l'étude d'août 2005 du même auteur, «Has Financial Development Made the World Riskier?», affichée sur le site <http://www.imf.org>.