

Théorie et pratique des Marchés Financiers – une liaison fructueuse

Bruno Gehrig, Membre de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

Allocution à l'occasion de la remise du Prix "Banque et Finance" de la Banque Cantonale de Genève, en coopération avec les Universités de Lausanne et Genève.

Genève, le 24 novembre 1999

Je voudrais d'abord remercier les organisateurs de leur invitation à la cérémonie d'aujourd'hui. C'est un honneur pour moi de pouvoir y assister et livrer quelques réflexions. Cette manifestation rend bien sûr hommage à des étudiants qui, avec le soutien de leurs professeurs et de leurs assistants, ont présenté de remarquables travaux. J'aimerais aussi féliciter la Banque Cantonale de Genève de parrainer ce prix, car elle jette ainsi un pont entre universitaires et praticiens. Mes réflexions se situeront au point de rencontre entre ces deux mondes, dont les échanges profitent à tous.

Une application sur une large échelle

Les apports de la science économique ont influencé et modifié la pratique dans le domaine de la finance et des marchés financiers beaucoup plus fortement et beaucoup plus durablement que dans bien d'autres. Dans le règlement d'un fonds de placement, dans un contrat de gestion de fortune ou à la place de travail de tout opérateur sur le marché des obligations, on tombe inévitablement sur des notions et des théories développées dans les milieux scientifiques. Ces notions et théories ont mis parfois du temps à s'imposer. Ainsi, l'article de Markowitz, "Portfolio Selection", est resté longtemps méconnu. Considéré aujourd'hui comme révolutionnaire, cet article a paru en 1952 déjà dans le *Journal of Finance*. En 1973, soit plus de vingt ans après, Black et Scholes ont publié "The pricing of options and corporate liabilities" dans le *Journal of Political Economy*, un article qui a stimulé les milieux académiques de manière exceptionnelle. En Suisse, il a fallu attendre au moins dix ans encore avant que la théorie dans le domaine de la finance et des marchés financiers ne finisse par rencontrer un intérêt grandissant, d'abord dans quelques universités, puis dans la pratique. A cet égard, Heinz Zimmermann, de l'Université de Saint-Gall, et – un peu plus tard – Rajna Gibson, de l'Université de Lausanne, ont joué un rôle de pionniers, tant comme chercheur/se que comme enseignant/e. Quand on sait que la place financière suisse a toujours été dans le peloton de tête pour ce qui concerne la gestion de fortune, on ne peut être qu'étonné de la lenteur de ce démarrage. Depuis, il est vrai, la situation a radicalement changé. Aujourd'hui, la place financière suisse dispose de systèmes de négoce intégrés très perfectionnés et offre un choix d'instruments modernes pouvant combler toutes les

attentes ou presque. Le mérite en revient à des économistes des universités, mais aussi et surtout à des praticiens engagés qui ont lancé et réalisé, avec le soutien des grandes banques principalement, des projets en rapport essentiellement avec la Bourse. Aujourd'hui, la place financière suisse mérite une bonne note en ce qui concerne la mise en œuvre des théories et techniques modernes; je pense ici à la qualité des services rendus à notre place financière en général, mais aussi à des domaines tels que la réglementation, la technologie et le savoir-faire. Parmi les outils qui contribuent à la diffusion des connaissances et à la formation, je citerai la revue suisse "Marché financier et Gestion de portefeuilles", dans laquelle scientifiques et praticiens traitent de thèmes qui leur sont communs. Grâce à l'engagement des auteurs, des lecteurs et de quelques banques, la revue continue d'avoir rendez-vous avec le succès, treize ans après son lancement. En l'occurrence, toutes les conditions sont en Suisse réunies pour poursuivre et même approfondir le dialogue entre théoriciens et praticiens.

Nous vivons une époque où les marchés financiers connaissent dans le monde entier un développement fulgurant, qui ne va pas sans perturbations, ni sans revers. La question de la stabilité du système financier prend une importance accrue tant pour les intervenants sur les marchés que pour les autorités. Celles et ceux qui ont suivi la discussion - pas très féconde - sur la nouvelle architecture du système financier international auront rapidement constaté combien la recherche doit être poussée dans ce domaine. Ces dernières années, nous nous sommes laissés surprendre à plusieurs reprises et avons dû reconnaître que nos connaissances de mécanismes essentiels sont, au mieux, fragmentaires. Je ne peux rien changer à ce constat frustrant, mais j'espère, ce soir, parvenir au moins à vous donner quelques éléments qui vous inciteront à poursuivre cette réflexion.

Des risques accrus du fait de l'interdépendance

Les années nonante ont apporté un changement fondamental: les marchés financiers et les intervenants sur ces marchés sont devenus beaucoup plus interdépendants. Des deux côtés du bilan d'une banque, ainsi que dans les activités hors-bilan, les positions ont acquis une dimension plus globale. Du fait de la palette d'instruments financiers dérivés qui est à la disposition des opérateurs, l'effet de

levier a eu tendance à augmenter fortement avec, il est vrai, des phases marquées par un retour à une échelle plus modérée. Comme jamais encore, la communauté financière est aujourd'hui tributaire d'une infrastructure technologique et institutionnelle commune. Nous vivons dans un monde où les externalités sont bien plus importantes qu'il y a une génération. Par conséquent, le risque de réactions en chaîne s'est considérablement accru. Le cas, spectaculaire sous cet angle, du fonds Long Term Capital Management (LTCM) nous a montré, avec d'autres, à quel point il est extrêmement difficile, en raison du degré d'interconnexion et de l'effet de levier, d'isoler un établissement en danger et de résoudre le problème.

Cette constatation est importante pour le cadre réglementaire notamment. La recherche individuelle du profit par de nombreux opérateurs génère-t-elle suffisamment ce bien collectif qu'est la "stabilité du système"? En tout cas, la question interpelle sérieusement les autorités en charge des marchés financiers. Faut-il en tirer des conséquences sur le plan réglementaire? Plusieurs études et réflexions sont en cours à ce sujet. Nous devons parvenir en particulier à mieux cerner le comportement des opérateurs sur les marchés financiers. C'est là un thème qui intéresse également les économistes des universités. En outre, ce thème devrait aussi occuper une plus grande place dans la gestion des risques des opérateurs du secteur privé. On reproche en effet aux divers modèles de gestion des risques d'accorder trop peu de poids au comportement des autres intervenants. A ce propos, les récents événements m'inspirent deux observations.

Comportements grégaires

Force est d'abord de constater l'importance des comportements grégaires. Dans un grand nombre de situations, les intervenants sur les marchés financiers n'agissent absolument pas indépendamment les uns des autres. Ils rappellent souvent l'histoire des moutons de Panurge. Leurs réactions ne sont toutefois pas toujours irrationnels. En période d'incertitude, il peut être stratégiquement judicieux de suivre l'opinion d'un ou de plusieurs leaders. Imiter de grandes ou de célèbres figures du marché peut être parfaitement profitable. Une deuxième explication rationnelle du comportement grégaire des intervenants tient au fait que nombre d'entre eux se fondent sur des repères – ou benchmarks - semblables. Lorsque l'incertitude aug-

mente, il peut être opportun de quitter des positions originales et de chercher son salut dans une voie médiane, en d'autres termes au cœur du troupeau. Dans de telles situations, la gestion de fortune opère sur un marché qui semble craindre les risques: il honore davantage la minimisation des pertes possibles que les chances d'un rendement plus élevé. Enfin, troisième explication, les comportements grégaires sont aussi une question d'humeur. Les marchés sont en effet traversés par des vagues d'optimisme ou de pessimisme contre lesquelles la plupart des participants ne sont pas du tout immunisés. Voyez par exemple les investissements dans l'immobilier ou les actions Internet. Cela peut paraître irrationnel, mais l'irrationnel fait partie de notre vie au même titre que le rationnel.

Le phénomène des comportements grégaires est important pour deux raisons. Sur le plan individuel, l'intervenant sur un marché doit savoir que sa réaction interviendra très probablement à un moment où la majorité des opérateurs souhaiteront prendre la même décision. Au niveau du marché, il faut donc s'attendre à des mouvements excessifs. Les marchés financiers génèrent occasionnellement des distorsions, des écarts par rapport à la tendance à long terme des cours. Ces écarts peuvent se révéler déstabilisants, y compris pour l'économie réelle.

Réactions à un choc

Un deuxième phénomène est apparu au grand jour - en automne 1998 - quand la Russie décréta unilatéralement - et à la surprise générale - un moratoire sur le remboursement des dettes du secteur privé. Cette annonce a provoqué un choc frappant l'ensemble de la communauté financière et déclenché un mouvement massif vers des placements peu risqués et aussi liquides que possible.

On ne peut s'empêcher de penser que les modèles, encore peu éprouvés, de *value-at-risk* (VAR) ont amplifié le choc. Trois réflexions portent à le croire. D'abord, la VAR permet de mesurer le risque de tout un portefeuille, souvent très complexe, sous la forme d'un simple chiffre. Un choc entraîne alors forcément des répercussions sur l'ensemble du portefeuille et, partant, sur tous les marchés financiers concernés. Presque automatiquement, le choc développe des réactions en chaîne et est absorbé par une multitude de marchés. Il s'étend par conséquent aussi à des

marchés qui n'ont, fondamentalement, rien à voir avec ce qui était à l'origine du choc.

Ensuite, dans le sillage de ce choc, de nombreux intervenants ont dû réaliser qu'ils ont largement surestimé la liquidité des marchés. Un choc fait immédiatement augmenter les risques attendus. Dans un pareil cas, la VAR ne peut être maintenue à un niveau constant que si les limites de risque sont réduites brutalement. Comme la plupart des intervenants ont voulu opérer en même temps, la liquidité des marchés est devenue totalement insuffisante, même pour les marchés habituellement les plus liquides. En conséquence, de nombreux établissements se sont retrouvés bloqués dans des situations délicates et fort dangereuses. L'hypothèse de liquidité - une des hypothèses sur lesquelles reposent les modèles VAR - a été une coûteuse illusion. Les marchés fonctionnent en effet mal quand tous les participants veulent la même chose au même moment. La liquidité des marchés est une caractéristique extrêmement fragile, et il n'a pas encore été possible de l'intégrer de manière satisfaisante dans la gestion de portefeuille.

Enfin, le choc nous a montré à quel point les effets de la diversification peuvent s'éroder, combien les coefficients de corrélation peuvent rapidement converger vers un et combien, dans certaines circonstances, les risques de crédit, de marché et de liquidité peuvent se conjuguer. Chez la plupart des participants, ces expériences ont eu pour conséquence de réduire le goût du risque, réduction qui a eu lieu non pas graduellement, mais brutalement. Et c'est incontestablement mieux ainsi.

Ces considérations, Mesdames et Messieurs, prouvent qu'il faut mettre l'accent sur l'analyse critique du comportement des intervenants sur les marchés. Mieux connaître et mieux comprendre leur comportement est indispensable au succès dans les affaires, mais aussi à la formulation de règles et de réglementations apportant au système un maximum de stabilité et d'efficacité.

Conclusions

Permettez-moi de conclure en mentionnant deux faits d'actualité destinés à réduire le risque systémique. Il y a un an et demi, nous avons lancé le projet pensions de titres, ou "repo", conjointement avec les banques et des entreprises créées en

commun pour la place financière suisse. Entre-temps, les repos sont devenus notre principal instrument de politique monétaire. Ces opérations sont passées en majeure partie en Bourse, ce qui assure une bonne transparence et permet aussi à des établissements de plus petite taille d'y accéder. Il y a quelques semaines, nous avons commencé à offrir des repos intrajournaliers. Entre minuit et 15 heures, nous fournissons ainsi gratuitement des liquidités intrajournalières au système. Même si peu de banques ont recouru à cette possibilité jusqu'à présent, nous avons observé des répercussions très positives sur le trafic des paiements passant par le "Swiss Interbank Clearing System". Dans le SIC, les paiements sont maintenant mieux répartis sur l'ensemble de la journée. Les risques liés à l'accumulation des ordres de paiement avant l'arrêt de clearing ont nettement diminué. On peut toutefois regretter que les repos soient encore trop peu utilisés dans les opérations interbancaires. Il est possible qu'il faille du temps pour que, sur le marché monétaire, les opérations interbancaires non garanties - donc présentant certains risques - soient remplacées par des repos qui, eux, sont assorties d'une garantie. Pour la stabilité du système, une telle extension des repos est en tout cas souhaitable.

Dans un an, un pas important sera vraisemblablement franchi vers une plus grande stabilité du système. Si tout se déroule comme prévu, le projet "Continuous Linked Settlement" - ou CLS - sera mis en œuvre. Ce système, développé par la communauté bancaire internationale sur l'initiative des banques centrales, éliminera presque intégralement le risque de règlement dans les opérations de change, le risque Herstatt dans notre jargon. La banque qui a livré la monnaie vendue ne courra plus le risque de ne pas recevoir, de sa contrepartie, la monnaie achetée. Grâce au projet CLS, le principe du "paiement contre paiement" au niveau international sera réalisé.

Pour ceux d'entre vous qui ne sont pas familiarisés avec la pratique en la matière, cette nouveauté peut paraître une simple modalité administrative. Il n'en est rien. Le seul risque de règlement dans les opérations de change est considérable. Chaque jour ouvrable, de nombreuses banques sont exposées à ce seul risque pour un montant dépassant le volume de leurs fonds propres.

En éliminant un tel risque grâce à des mesures sur le plan organisationnel, nous faisons donc un grand pas vers une stabilité accrue du système. Avec ce change-

ment, une partie importante du volume des paiements en francs suisses sera exécutée non plus par le SIC, mais par le système CLS. Les repos intrajournaliers, nouvellement introduits, ont également pour but de régler de manière efficace le problème du flux des liquidités en francs suisses vers le système CLS et vice-versa.

Mesdames et Messieurs, permettez-moi de revenir au début de mon exposé et aux brillants étudiants dont les travaux ont été retenus. Je vous félicite une fois encore des remarquables résultats auxquels vous êtes parvenus et espère que votre succès incitera de nombreux jeunes à entrer dans le monde fascinant des marchés financiers et à participer au dialogue fructueux entre théoriciens et praticiens.