

LA STABILITÉ FINANCIÈRE SUR LES MARCHÉS MONDIAUX

ANDREW D. CROCKETT *

Les marchés financiers sont devenus de plus en plus intégrés au cours des trois dernières décennies, sous l'action des forces interdépendantes de l'innovation et de la libéralisation. Le réseau dense qui s'est ainsi tissé, surtout depuis une dizaine d'années, a procuré des avantages appréciables sous la forme d'une allocation plus efficace du capital et d'une meilleure gestion du risque au niveau des établissements individuels. Aujourd'hui, ceux-ci peuvent suivre de manière plus efficace leur degré d'exposition, ce qui leur permet de se concentrer sur les risques économiques liés à leur activité première. Toutefois, le développement des liens entre marchés, sur le plan à la fois national et international, a accru, de ce fait, le potentiel de propagation de perturbations locales. L'efficacité même des marchés mondiaux des capitaux, en créant des mécanismes qui répercutent à l'ensemble du système financier les erreurs commises, a certainement augmenté la probabilité de risque systémique. Par conséquent, la tâche qui consiste à gérer et à limiter ce type de risque a encore gagné en importance ; or, c'est aux banques centrales qu'elle incombe en grande partie. Confrontées à des marchés intégrés qui recouvrent les principaux centres financiers, celles-ci ont éprouvé de plus en plus de difficultés à assurer individuellement le bon fonctionnement du marché. Elles ont réagi à ce défi en accordant une place toujours croissante à la coopération internationale avec toutes les parties intéressées.

47

1 - Émergence de marchés financiers intégrés

Le processus de mondialisation de l'économie a joué un rôle essentiel dans la libéralisation de l'accès aux marchés financiers. Pendant toute la période de l'après-guerre, les échanges commerciaux ont augmenté nettement plus vite que la production dans le monde. Or, le développement du commerce fait naître, presque inévitablement, l'envie d'effectuer des investissements au-delà des frontières et de les financer en recourant aux marchés financiers internationaux. Les entreprises industrielles, à mesure

* Directeur général de la Banque des règlements internationaux .

qu'elles élargissent leur horizon à l'échelle du monde, ne supportent plus les restrictions qui limitent leur accès aux sources et instruments de financement. C'est ce besoin qu'avaient les sociétés multinationales de recourir à des sources de financement internationales, conjugué au désir d'échapper aux contraintes coûteuses des réglementations nationales sur les activités d'emprunt et de prêt, qui a été à l'origine de l'émergence des euromarchés dans les années 60. Ce fut la première manifestation de la nouvelle tendance à l'internationalisation financière.

Cette tendance s'est amplifiée au fur et à mesure que la libéralisation des marchés des capitaux, le développement extraordinaire des possibilités de l'informatique et les progrès remarquables des théories financières mettaient un terme au cloisonnement des activités bancaires traditionnelles. Cette évolution a transformé radicalement le secteur financier, qui est passé d'un milieu protégé à un environnement concurrentiel, d'un cadre limitant l'horizon des établissements à des marchés bien connus et des procédures familières à un univers où les règles du jeu sont totalement différentes. Au cours de ce processus, les effets de l'innovation et de la libéralisation se sont mutuellement renforcés. Ainsi, celle-ci a permis et encouragé des innovations qui, à leur tour, ont fait apparaître obsolètes les restrictions existantes et conduit finalement à leur suppression. Toutefois, elle a aussi constitué une fin en soi. La tendance générale de la politique économique nationale et internationale des dernières décennies a été de se défaire des réglementations qui ne sont pas clairement justifiées sur le plan de l'économie. On a reconnu que les forces du marché étaient le meilleur guide pour une allocation efficiente des ressources. Le processus de libéralisation a aussi été stimulé par la prise de conscience que les contraintes auxquelles était soumise l'activité financière s'avéraient inefficaces, quand elles ne provoquaient pas de graves distorsions dans l'allocation du capital et la mise en œuvre de la politique monétaire. Avec le développement de la déréglementation et de l'intégration des marchés, une motivation supplémentaire est apparue, car on a vu dans le maintien de ces contraintes un risque d'affaiblissement de la compétitivité internationale des institutions financières nationales.

Si la libéralisation est le reflet de la philosophie économique de la dernière partie du 20^e siècle, le rythme accéléré de l'innovation témoigne de son dynamisme technologique. L'histoire considérera probablement l'époque actuelle comme l'une de ces phases, chères à Schumpeter, d'intenses progrès technologiques et de renouveau. Le moteur de cette évolution a été l'essor extraordinaire des possibilités de l'informatique. Cela a non seulement transformé notre capacité d'accomplir les fonctions économiques existantes mais a donné naissance, en outre, à toute une gamme d'applications que l'on n'avait jamais imaginées. Il est peu de

domaines où cette évolution a eu des conséquences aussi spectaculaires que dans le secteur de la finance. Elle a abaissé considérablement les coûts d'intermédiation des institutions financières et permis l'apparition d'un large éventail de nouveaux produits. Plus important encore, elle a relié des marchés qui étaient jusque-là isolés par la géographie, la tradition ou la réglementation.

On peut voir dans le mouvement de libéralisation et dans les progrès de l'informatique et de la théorie financière appliquée le facteur qui, du côté de l'offre, a permis de développer l'internationalisation et l'intégration des marchés des capitaux. L'envolée des transactions financières nationales et internationales témoigne de la vive demande, à l'échelle mondiale, de produits toujours plus élaborés. Quelques chiffres illustrent cette constatation. Ainsi, selon une enquête de la BRI portant sur 1992, les opérations sur les marchés des changes atteignaient pratiquement \$900 milliards par jour. Le volume de l'activité transfrontière sur titres des résidents des États-Unis est passé d'environ 3% du PIB en 1970 à près de 100% en 1990. Enfin, la valeur notionnelle des contrats sur les marchés dérivés au second semestre de 1994 s'inscrirait, selon les estimations, à \$15 000-20 000 milliards. Les flux qui transitent par les systèmes de paiement et de règlement ne représentent qu'une autre facette de l'intégration croissante des marchés. La valeur totale des paiements est à présent très élevée dans tous les pays ; le ratio des transferts de fonds interbancaires au PNB, par exemple, s'est accru entre 1970 et 1990 de moins de 20 dans les principaux pays industriels à plus de 50 en Allemagne, 75 aux États-Unis et 120 au Japon. Encore convient-il d'ajouter que ces chiffres sous-estiment le montant global des flux puisqu'ils ne comprennent pas les paiements entre comptes auprès de la même banque, ni ceux qui correspondent aux opérations sur titres et instruments dérivés traitées par des sous-systèmes distincts.

Il est frappant de constater que cette augmentation sans précédent du montant des paiements n'est pas liée directement à celle de l'activité économique réelle. En effet, si l'expansion des transactions commerciales a été à peu près analogue à celle de l'économie, les opérations financières sont montées en flèche, ce qui a entraîné une forte élévation du ratio des paiements au PIB. Il est particulièrement surprenant de noter à quel point le développement des opérations transfrontières a été supérieur à celui des échanges commerciaux qu'elles financent. Ainsi, pendant la décennie 1983-93, le commerce mondial, mesuré en dollars nominaux, a progressé d'environ 125%. Dans le même temps, le stock d'actifs transfrontières détenus par les banques, toujours en dollars nominaux et après élimination des changements dans le mode de couverture des déclarations, a été multiplié par plus de 3. Si ce gonflement est sans doute dû en partie à des prises de positions spéculatives, il n'en reste pas moins que des facteurs

réels sont à l'origine de la demande de montages financiers toujours plus élaborés recouvrant plusieurs marchés. Le véritable moteur de cet accroissement de la demande a été l'amplitude de plus en plus grande des variations des prix des actifs sur un certain nombre de marchés. D'abord, le passage au flottement généralisé qui a suivi l'effondrement du système de Bretton Woods dans les années 70 a donné lieu à une forte hausse de la volatilité des cours de change. Les fluctuations journalières ont été parfois considérables, mais on a aussi assisté, ces vingt dernières années, à des périodes de distorsions de change, telles que l'épisode de surévaluation du dollar au début des années 80. Ensuite, la résurgence de pressions inflationnistes un peu partout dans le monde à la suite du choc pétrolier et la libéralisation des taux d'intérêt ont engendré des mouvements de ces taux beaucoup plus prononcés qu'auparavant, bien que l'inflation semble avoir été maîtrisée récemment dans un grand nombre de pays. Enfin, après la libéralisation des marchés nationaux des capitaux, les prix des actifs ont connu des variations substantielles qui, dans leur ampleur et leur déroulement dans le temps, étaient difficiles à anticiper en se fondant sur les tendances précédentes. Même dans le cas où les mesures journalières de la volatilité ne font pas apparaître de changements notables, il n'est guère douteux que la marge de l'évolution possible et probable des prix est désormais beaucoup plus large que par le passé.

50

L'interaction entre la recherche par les intervenants de moyens de se prémunir contre de fortes variations des cours de change, des taux d'intérêt ou d'autres prix d'actifs et les rapides progrès techniques qui permettent une gestion « sur mesure » du risque est à l'origine du vif essor des marchés dérivés. C'est précisément la conscience accrue du rôle essentiel de la gestion du risque qui suscite la vague d'innovation financière que connaissent actuellement les marchés internationaux.

II - Bienfaits de l'innovation et de l'intégration des marchés

L'innovation financière et le resserrement des liens entre marchés ont procuré des avantages appréciables. Au niveau le plus général, l'innovation a accru la conscience du risque, permettant ainsi aux intermédiaires financiers d'en améliorer la gestion et son évaluation en termes de coût. En décomposant les risques inhérents à l'activité économique en éléments constitutifs, elle a facilité la négociation et la tarification de ceux-ci. Cette évolution, à son tour, a aidé les agents économiques à se couvrir contre des risques indésirables et à assumer ceux dont les bénéfices éventuels leur paraissent supérieurs aux coûts. En même temps, cette meilleure gestion du risque a donné aux intermédiaires financiers la possibilité de réduire le capital qui leur est nécessaire pour effectuer un certain niveau d'opérations.

Tous ces développements ont des conséquences bénéfiques pour l'efficacité de l'utilisation des ressources réelles. La capacité de se couvrir contre des risques indésirables permet aux agents économiques de se concentrer sur les activités dans lesquelles ils sont plus compétitifs. Une société d'exploration pétrolière, par exemple, se lancera plus volontiers dans des investissements si ses risques se limitent aux activités d'exploration et de forage, pour lesquelles elle possède les compétences nécessaires, et si elle peut se couvrir complètement contre les variations de taux d'intérêt et de change. Ainsi, une meilleure gestion du risque peut contribuer à accroître l'investissement et à mieux tirer parti d'un flux de revenu donné.

On dit parfois que les marchés dérivés ne font que déplacer les risques entre agents économiques, sans aucun bénéfice net pour l'économie dans son ensemble. On évoque l'image d'un casino, dans lequel le gain d'un joueur correspond à la perte d'un autre, le profit de la maison étant un poids mort. Rien n'est moins vrai. Lorsque deux agents peu enclins au risque souhaitent se prémunir contre des évolutions différentes, et mutuellement exclusives, l'un et l'autre peuvent réduire les incertitudes entourant leurs revenus en procédant à un échange de risques. Considérons l'exemple peut-être le plus simple : soit deux entreprises, l'une ayant des engagements à taux fixe et des rentrées à taux variable, alors que l'autre se trouve dans la situation inverse ; toutes deux peuvent assurément limiter leurs risques, et améliorer leur situation, par le biais d'un échange de taux d'intérêt. Même dans des cas où une opération sur instruments dérivés atténue le risque d'une partie en augmentant celui de la contrepartie, il devrait malgré tout en résulter, en termes nets, une amélioration de situation, puisque l'agent qui acquiert le risque est généralement mieux placé pour l'assumer et reçoit pour cela une compensation. Cela revient à étendre le principe de l'assurance aux contrats financiers.

L'innovation financière peut aussi être bénéfique à la stabilité du système. Les marchés des capitaux ont acquis une plus grande profondeur et une liquidité plus abondante, ce qui peut les aider à absorber les chocs. En développant les liens entre compartiments de marché, des instruments dérivés tels qu'options ou contrats d'échange peuvent aider à répartir l'incidence de ces chocs sur la volatilité des marchés à travers les systèmes financiers nationaux et internationaux, au lieu de la laisser concentrée sur un seul marché. On s'est également rendu compte que, dans des circonstances normales, les dérivés peuvent atténuer la volatilité de marché de l'instrument sous-jacent.

III - Risques pour la stabilité des marchés des capitaux

Il est indéniable que l'innovation et l'intégration des marchés ont procuré divers avantages non négligeables: accroissement de l'efficacité globale des marchés, orientation des ressources vers leur utilisation la plus profitable, élargissement des possibilités de gestion de portefeuilles pour les épargnants et extension des techniques de financement possibles pour les investisseurs. Il est plus difficile de se prononcer sur la question des coûts supportés en contrepartie de ces avantages. Même si la volatilité mesurée semble avoir régressé sur de nombreux marchés ces dernières années, il apparaît, d'une manière assez générale, que la déréglementation et l'innovation financière se sont accompagnées d'une accentuation de l'instabilité, sous forme soit de fluctuations « excessives » des prix des actifs, soit de difficultés pour certaines institutions financières. Si l'on veut que les bénéfices retirés de l'intégration des marchés l'emportent sur les coûts potentiels, il convient de se prémunir contre les sources de danger.

Pressions de la concurrence et fragilité

52

L'intensification de la concurrence consécutive à la déréglementation et à l'innovation a porté un coup à l'activité traditionnelle des banques. Ainsi, les fonds communs de placement monétaire ont empiété sur leur domaine de la détention d'épargne liquide. La titrisation, qui a permis aux banques de dissocier le processus de la création du crédit de celui de la détention de créances, a mis à mal les marges d'intermédiation. Comme, par le passé, la garantie offerte par des rendements protégés avait été utilisée pour financer d'importants frais généraux et se lancer dans une coûteuse concurrence hors prix, cette intensification a montré la nécessité impérieuse d'un ajustement. Les opérations traditionnelles ayant été reléguées à l'arrière-plan par l'arrivée de nouveaux intervenants et instruments, les banques ont réagi en réduisant leurs coûts et en opérant des compressions dans leurs réseaux de succursales. Elles ont également lutté de manière plus acharnée pour défendre leur marge entre l'activité bancaire commerciale traditionnelle et celle de banques d'affaires et en acceptant des risques plus élevés afin d'augmenter leur rentabilité. Le développement croissant de leurs transactions pour compte propre dans leurs revenus ne constitue que la partie la plus visible de ce changement. Dans nombre de cas, les dépôts et prêts se sont contractés et les instruments financiers négociés en propre représentent maintenant, pour certains établissements, plus de la moitié de leur actif total. Les engagements de hors-bilan ont connu, eux aussi, une croissance rapide.

Ces pressions de la concurrence sont illustrées de façon particulièrement spectaculaire par plusieurs épisodes de grandes difficultés rencon-

trées par des sociétés financières depuis le début des années 80. Dans de nombreux pays, dont les États-Unis, la Norvège, la Suède, la Finlande, l'Australie et le Japon, les établissements de crédit ont été soumis aux tensions les plus fortes jamais enregistrées depuis l'instabilité généralisée de l'entre-deux-guerres. Les marchés des capitaux, pour leur part, fournissent des indications moins frappantes de ces tendances. La note de crédit de nombre d'institutions financières a été abaissée au cours de la dernière décennie, par suite, dans certains cas, d'une détérioration de la qualité de leurs actifs mais aussi, d'une manière plus générale, à cause de la variabilité accrue des revenus et de l'augmentation des risques ainsi encourus. L'évolution médiocre des titres bancaires, par comparaison avec la tendance globale des marchés des actions, constitue également un élément révélateur de la plus grande vulnérabilité des banques.

Toutes les banques ne seront pas en mesure de s'adapter avec succès et de tirer parti des opportunités offertes par l'intégration et l'innovation des marchés des capitaux. La disparition d'anciens produits et méthodes peut entraîner celle de certains établissements. Il s'agit là d'une conséquence tout à fait naturelle d'un processus de concurrence. S'opposer de manière artificielle à une telle sélection risquerait de compromettre la solidité du système financier et pourrait engendrer, par la suite, des perturbations encore plus marquées. Les véritables préoccupations ne sont pas liées à la défaillance d'une institution individuelle, mais plutôt à ses répercussions potentielles. Un tel événement affectant un gros intervenant sur les marchés des capitaux peut avoir des implications néfastes pour l'ensemble du système, lorsque l'interdépendance entre les participants est forte, que les coûts de transaction sont bas et que l'information se transmet de façon quasi instantanée.

53

Opacité du système financier

L'extension des liens entre des marchés auparavant compartimentés, à l'intérieur et au-delà des frontières, ainsi que l'apparition de nouveaux instruments ont réduit, à certains égards, la transparence des marchés financiers. L'utilisation de produits de hors-bilan a rendu plus difficile l'évaluation du risque encouru dans le cadre d'opérations avec d'autres institutions, en raison de la moindre signification des bilans publiés. La complexité croissante des structures de fonctionnement rend encore plus malaisée l'appréciation de la solidité d'un établissement. Du fait de ce manque de transparence, des opérateurs peuvent ne pas être en mesure d'exercer la discipline de marché implicitement requise pour prévenir le développement de problèmes systémiques. La capacité de s'en remettre aux forces autocorrectrices du marché pour se protéger contre les défaillances s'est trouvée ainsi substantiellement réduite.

L'expansion des activités de hors-bilan a également renforcé l'interaction entre banques et institutions financières non bancaires et, d'une manière plus générale, entre les institutions financières et les autres établissements. Cette évolution, dans et à travers un ensemble important de marchés au comptant et de produits dérivés, a créé des liens jusque-là inconnus entre compartiments de marché, tant sur le plan national qu'à l'échelle internationale. Le développement d'interconnexions a pour effet, lorsque des problèmes surgissent, de les propager beaucoup plus largement et rapidement qu'auparavant.

Volatilité des prix des actifs

Les prix des actifs et les cours de change ont enregistré d'amples fluctuations durant ces deux dernières décennies. L'attention s'est concentrée sur leurs variations à plus long terme, en particulier lorsque les prix ont semblé s'écarter de leurs niveaux jugés raisonnablement soutenables. Le problème est que nous ne comprenons pas totalement le processus de formation des prix sur les marchés des actifs. Cela ne vaut pas que pour la volatilité à court terme mais aussi, ce qui est encore plus important, pour les distorsions à moyen terme de ces prix par rapport à leurs paramètres fondamentaux. Par conséquent, non seulement nous ne savons pas très bien dans quelle mesure ils peuvent fluctuer à la suite de perturbations, mais il nous est également difficile de prévoir à partir de quel moment ces mouvements auront des effets systémiques néfastes.

En principe, des marchés plus profonds et plus liquides devraient pouvoir absorber des perturbations exogènes de manière plus souple et avec une moindre volatilité des prix que des marchés moins bien développés. D'ailleurs, la volatilité à court terme semble s'être réduite au cours de la dernière décennie. Pourtant, l'expérience récente, qui va du krach boursier de 1987 et de l'effondrement des marchés obligataires l'an passé aux turbulences déclenchées par la crise mexicaine sur les marchés financiers, semble indiquer que les marchés peuvent parfois réagir de façon brutale et imprévisible. Il apparaît clairement que des marchés plus larges, plus profonds et plus intégrés peuvent également amplifier, à certains moments, les conséquences d'erreurs d'appréciation collectives ou de politiques erronées. Dans de nombreux cas, l'apparition de distorsions peut avoir des effets néfastes et faire naître alors des préoccupations. Par exemple, l'explosion d'une bulle des prix des actifs peut nuire à la solidité du système financier, en particulier si des crédits ont été accordés pour financer des achats d'actifs. Si le soutien du public est estimé nécessaire pour éviter le développement d'une crise systémique, cela peut s'avérer coûteux pour le contribuable et semer les germes de pressions inflationnistes futures.

Complexité et risque opérationnel

Les nouveaux instruments financiers sont de nature plus complexe et peuvent donc être plus difficiles à comprendre et à gérer. Des techniques mathématiques peuvent être utilisées pour définir et quantifier les risques encourus par les institutions financières. Cependant, ces techniques elles-mêmes reposent sur des hypothèses qui ne sont pas totalement sûres. Les modèles mathématiques peuvent être établis à partir de spécifications erronées; les observations historiques sur lesquelles se fondent les estimations des coefficients de référence peuvent ne pas constituer des critères adéquats pour l'avenir ; la volatilité des prix peut ne pas être appréhendée de manière appropriée par les ventilations statistiques traditionnelles ; enfin, la liquidité nécessaire aux besoins constants de couverture peut ne pas être toujours disponible. Le degré de sophistication requis pour couvrir des contrats d'options non standardisés négociés de gré à gré s'est accru, et les contrats eux-mêmes sont devenus plus complexes. Souvent, aucun marché ne permet de chiffrer le risque encouru par le vendeur de l'option. Le contrat est alors évalué par référence au modèle utilisé pour le constituer au départ. D'une certaine manière, les systèmes de gestion des risques ont été soumis en 1994 à un véritable baptême du feu, lorsque d'amples hausses des taux d'intérêt ont provoqué des pertes importantes sur les marchés à revenu fixe. C'est pourquoi les modèles et jugements des établissements sont probablement plus fiables aujourd'hui qu'ils ne l'étaient au début de 1994.

55

Le nouveau monde des marchés financiers a également fortement accru le danger de risque opérationnel. Aujourd'hui, la technologie permet à des particuliers de procéder à des transactions massives dans des délais d'exécution très rapides. Non seulement la productivité de l'industrie financière globale s'est nettement accentuée, mais, avec elle, la capacité d'engendrer des pertes à un rythme jusque-là inconcevable. La faillite de la Baring Brothers illustre parfaitement ce dernier point.

En plus des institutions financières, des préoccupations sont également apparues au sujet de l'utilisation par la clientèle de techniques et instruments nouveaux. Certaines pertes retentissantes, comme celles de Procter and Gamble ou de Metallgesellschaft, soulignent le danger d'erreurs de jugement, même de la part d'opérateurs supposés très avertis. Les nouveaux produits et interconnexions entre marchés ne servent pas uniquement à se couvrir contre les risques, les intervenants peuvent aussi en tirer parti pour encourir un degré d'exposition qu'il leur aurait été autrement difficile d'assumer.

Risque de paiement et de règlement

Les systèmes de paiement et de règlement ont toujours été des vecteurs

de propagation des crises systémiques, généralement déclenchées par l'incapacité d'une ou plusieurs institutions à honorer les engagements pris. Toutefois, l'explosion en volume des opérations financières et flux de paiements connexes au cours de ces quelque quinze dernières années a profondément modifié la dimension des risques encourus. Aujourd'hui, ceux-ci se concentrent habituellement sur les systèmes interbancaires de transfert de fonds de montants élevés qui servent de support à l'activité financière. Les banques participant à ces systèmes s'exposent en cours de journée à des risques de crédit et de liquidité sans précédent, d'une ampleur presque certainement plus grande que ceux qui apparaissent d'ordinaire dans leur bilan et sont souvent suivis et contrôlés de manière moins rigoureuse. En outre, en raison du rythme de l'activité financière, notamment en matière de négociation, il est extrêmement difficile pour les participants de se faire une idée des risques indirects auxquels ils sont soumis à travers la position de règlement de leurs contreparties vis-à-vis de tiers.

56

L'importance des risques ainsi que le manque d'informations sur leur gravité et leur répartition sont les ingrédients d'une situation susceptible de propager et d'intensifier les chocs financiers. L'aspect préoccupant est, en effet, que des intervenants, incapables de faire la distinction entre difficultés de trésorerie passagères et insolvabilité structurelle, refusent naturellement la disponibilité de leurs fonds et se retirent du marché. Cette réaction pourrait elle-même contraindre à des réalisations massives d'actifs, ce qui entraînerait une baisse générale des cours et saperait la solvabilité des institutions. À l'extrême, on pourrait alors voir s'installer un cercle vicieux enchaînant défaut de règlement, chute des cours et insolvabilité. Ainsi, une incapacité temporaire d'honorer un règlement peut provoquer des défaillances, dans la mesure où les opérateurs prennent leurs décisions sur la base d'informations incomplètes.

La nécessité de prendre ces risques très au sérieux a été confirmée par la succession d'événements observée durant plusieurs épisodes de difficultés financières. Le cas probablement le plus connu est celui de la Banque Herstatt en 1974, d'où est issue la dénomination « risque Herstatt » représentant le risque de règlement multidevise. Il a également conduit au Concordat de Bâle. La faillite de cette petite banque, très active sur les marchés des changes, a provoqué de graves perturbations au sein de CHIPS, principal système de règlement aux États-Unis pour le volet en dollars des opérations. En 1985, un problème informatique a contraint la Bank of New York à accumuler un découvert sur un jour de \$30 milliards sur son compte auprès de la banque centrale et à lui emprunter, en fin de journée, plus de \$20 milliards au guichet de l'escompte, faisant quasiment doubler son bilan, qui s'est trouvé porté à une limite représentant vingt fois

ses fonds propres. Lors du krach boursier généralisé de 1987, le fait que les banques des grandes places aient réduit leur fourniture de crédits aux maisons de titres a failli en acculer certaines à la défaillance et exacerber ainsi la crise. Même dans le cas de la faillite de Drexel Burnham Lambert, institution financière non bancaire de taille moyenne, c'est seulement grâce aux efforts exceptionnels des autorités et des opérateurs de marché pour solder les encours d'opérations sur titres et de change que des problèmes systémiques ont pu être évités. Tous ces épisodes ont contribué à faire prendre davantage conscience de l'ampleur des risques encourus dans les systèmes de paiement et de règlement.

IV - Préservation de la stabilité du système financier

La poursuite de l'expansion de l'activité financière et de l'innovation à l'échelle internationale est un corollaire naturel de l'accélération des échanges mondiaux de biens et services. Dans le même temps, l'amélioration constante de l'efficacité a clairement accru la probabilité de risque systémique. L'une des principales préoccupations des banques centrales au cours de la dernière décennie a été de voir comment maîtriser et réduire ce risque.

D'aucuns ont proposé de limiter l'expansion de l'activité financière globale au moyen de contrôles des capitaux ou d'une fiscalité sur les transactions. Cela reviendrait toutefois à éroder les avantages résultant de marchés intégrés et novateurs. En outre, chercher à entraver l'avance technologique par l'édification de barrières risquerait d'avoir d'importantes conséquences imprévues, qui pourraient être défavorables. Supprimer des marchés dans un endroit conduirait rapidement à en voir d'autres apparaître dans des lieux non soumis aux contrôles et fiscalités gouvernementaux.

Au moment de définir une réaction appropriée face à la menace grandissante du risque systémique, l'aspect essentiel à prendre en considération est que le risque est mondialisé. Les marchés sont liés au-delà des frontières nationales et des compartiments traditionnels à travers un réseau dense de positions de portefeuille, de mouvements de capitaux, d'activité de négociation journalière et, partant, de flux de paiements considérables. Les intermédiaires financiers eux-mêmes présentent de plus en plus une dimension transfrontière dans leur champ d'action géographique et intersectorielle dans l'éventail de leurs prestations. Dans ce monde nouveau, des réactions locales à des risques à l'échelle du système ne sauraient ni suffire ni être efficaces. Face à un défi global, la réaction doit être, elle aussi, globale. Les dispositions juridiques, les réglementations des institutions et marchés ainsi que la gestion des systè-

mes de paiement sont toutefois organisées au niveau des nations existantes. Une réaction globale passe donc nécessairement par une étroite collaboration internationale dans le domaine des politiques réglementaires et autres, importantes pour assurer un fonctionnement sans heurts des marchés des capitaux. Cette nécessité d'une telle coopération est également soulignée par le faible coût de l'offre transfrontière de services financiers, pouvant ainsi se substituer encore plus facilement aux prestations de caractère national. Cela favorise la convergence, en rendant plus vulnérables les structures moins efficaces, en multipliant les appels à des conditions de concurrence égales et en pénalisant les cadres nationaux réglementaires, juridiques et fiscaux les moins attractifs. Le risque possible d'une surenchère laxiste en matière de concurrence ne peut qu'inciter à identifier, à l'échelle internationale, les domaines où une « convergence » semblerait souhaitable.

58

Une crise systémique est caractérisée par le fait que des difficultés financières au niveau d'un établissement se propagent à la vitesse de l'éclair d'un marché à un autre par les systèmes de paiement et de règlement, entraînant un tarissement général de la liquidité, élément vital de l'activité financière. Cette constatation suggère deux lignes de défense pour préserver l'intégrité du système. Premièrement, si la liquidité des marchés sous-jacents est assurée, il est peu probable que des défaillances individuelles dans la gestion des risques entraînent des problèmes systémiques. Les efforts doivent donc se concentrer sur le maintien de la liquidité des principaux marchés sur lesquels les intervenants s'appuient pour ajuster leur degré d'exposition. La seconde ligne de défense consiste à promouvoir une saine gestion du risque dans les établissements. Sur ce double front, les institutions auxquelles incombe la responsabilité première du fonctionnement efficace du marché doivent collaborer. Dans la plupart des cas, cela implique une étroite coopération internationale entre banques centrales. Durant ces quelque dix dernières années, des initiatives importantes ont déjà été prises pour renforcer l'infrastructure des marchés et le cadre prudentiel. Beaucoup reste à faire, cependant, pour prendre en compte les nouvelles réalités des marchés.

Soutien de liquidité

La plus grande menace pour la liquidité des marchés mondiaux des capitaux est l'éventualité de perturbations affectant les processus de compensation et de règlement des transactions financières. Jusqu'à une date relativement récente, la gestion des risques dans les systèmes de règlement multilatéral net s'est faite presque exclusivement sous forme de critères d'admission. En général, les banques ne suivaient pas leurs positions en cours de journée et les montants des règlements n'étaient soumis

à aucune limite: il n'existait pas de mécanisme automatique garantissant que l'ensemble des ordres initiaux conduirait à un règlement si un ou plusieurs participants étaient dans l'incapacité de s'acquitter de leurs obligations. Ces dernières années, cependant, les banques centrales et le secteur privé ont pris un certain nombre d'initiatives pour améliorer la gestion du risque dans les systèmes de paiement et de règlement. Ainsi, le Groupe des experts sur les systèmes de paiement des banques centrales des pays du Groupe des Dix, qui a commencé ses travaux en 1980, est devenu, en 1992, le Comité sur les services de paiement et de règlement et s'est vu conférer un mandat plus large. Les efforts entrepris récemment pour renforcer la gestion du risque à travers cette instance se sont concentrés sur les systèmes de transfert interbancaires de montants élevés, le règlement des opérations sur titres et celui des transactions sur devises.

S'agissant des systèmes de transfert interbancaires de montants élevés, on peut distinguer essentiellement deux approches vis-à-vis de la réduction des risques. La première consiste à améliorer la gestion du risque dans les systèmes de règlement multilatéral net sur lesquels repose traditionnellement la majorité des règlements de ces transferts de fonds. Elle se trouve parfaitement illustrée par l'historique de la procédure de réduction des risques dans CHIPS, qui a modifié en 1981 son système de règlement de J + 1 en J. En 1984, des plafonds bilatéraux ont été introduits sur les positions débitrices nettes et, en 1986, des plafonds multilatéraux. Toutes ces dispositions visaient à limiter l'ampleur du risque intrajournalier résultant d'obligations de paiement net non honorées et accumulées jusqu'au règlement définitif, habituellement en fin de journée. Puis, en 1990, CHIPS a mis en œuvre des dispositifs de partage des pertes s'appuyant sur la mise en commun de nantissements, en vue d'assurer un règlement définitif en cas de défaillance d'une institution individuelle. Cette initiative était étroitement liée à celle des banques centrales sur les systèmes de compensation. Les banques centrales des pays du Groupe des Dix (G-10) ont défini, en 1990, une série de normes minimales. Si elles sont directement applicables dans le contexte des systèmes de compensation transfrontières et multidevises, elles valent également pour des mécanismes de compensation nationaux. Elles soulignent le fait que les dispositifs de compensation doivent disposer d'une base juridique saine, de procédures clairement définies pour la gestion des risques de crédit et de liquidité ainsi que de la capacité de garantir l'exécution en temps voulu des règlements journaliers en cas de défaillance du participant présentant la position débitrice nette la plus importante.

Les systèmes à règlement brut en temps réel (RBTR) représentent une autre manière de réduire le risque dans les systèmes de transfert de montants élevés. Les progrès technologiques accomplis dans l'informati-

que et les télécommunications au cours des deux dernières décennies ont permis d'effectuer un règlement définitif en continu sur une base brute dans les livres des banques centrales. Ces systèmes peuvent atténuer au minimum les risques des systèmes de paiement, en particulier les risques systémiques. Il est possible de supprimer, par le règlement définitif intrajournalier, des positions intrajournalières considérables qui sont source de risques dans les systèmes de compensation multilatérale. Un consensus croissant se dégage au sujet des avantages du RBTR en termes de gestion de risque, à condition que sa conception obéisse à des critères prudentiels. Les banques centrales de certains grands pays mettent en œuvre actuellement de tels systèmes ou envisagent de le faire. Entre autres choses, les pays de l'UE ont établi comme principe, en 1992, que chaque pays devrait avoir un système RBTR pour les paiements de montants élevés et que les dispositifs de ce type existant au niveau national seraient connectés, de manière à constituer un RBTR à l'échelle de l'UEM.

60

Dans le cas des systèmes de règlement des transactions sur titres, les principales sources de risque sont le délai qui sépare la négociation du règlement et le décalage entre l'exécution de la livraison et celle du paiement. Les épisodes de grande instabilité sur les marchés des titres avaient rendu les participants et les pouvoirs publics conscients des risques encourus dans ces transactions, mais c'est essentiellement le krach boursier de 1987 qui a déclenché toute une série d'initiatives concrètes. Depuis lors, plusieurs instances internationales ont diffusé des recommandations visant à améliorer les procédures de règlement, dont celles du Groupe des Trente en 1989. Elles mettent uniformément l'accent sur le fait qu'un objectif-clé de la politique de réduction des risques est le raccourcissement des délais de règlement et l'introduction d'un mécanisme de livraison contre paiement (LCP), qui assure le transfert définitif d'un titre si, et seulement si, le paiement définitif intervient également. Les banques centrales des pays du G-10 ont publié, en 1992, un rapport sur la LCP.

Le risque le plus important encouru dans les transactions sur devises est le risque de règlement multidevise ou « risque Herstatt » résultant de l'absence de simultanéité dans le règlement des deux volets de l'opération. Ce risque revêt, par définition, une dimension internationale, qui le rend plus difficile à gérer. Néanmoins, il existe diverses manières d'améliorer cette gestion. Premièrement, on peut rendre plus sûr chaque volet du paiement par les mesures de réduction du risque décrites dans le cadre des systèmes de transfert de montants élevés. Deuxièmement, tout système de compensation de contrat ou de paiement peut apporter une contribution notable à la limitation du risque, à condition que sa conception soit appropriée. Enfin, étant donné que la source du risque réside dans la non-simultanéité du règlement des deux volets de la transaction, l'introduction

d'un mécanisme de livraison contre paiement ou de paiement contre paiement (PCP) peut également atténuer les risques. Les banques centrales du G-10 ainsi que des initiatives émanant du secteur privé étudient des possibilités d'améliorer leurs services pour étayer un mécanisme PCP, qui vont de la mise en œuvre de systèmes nationaux RBTR et de l'extension des heures de fonctionnement à la création d'une institution internationale spécialisée.

Les banques centrales ont joué un rôle-clé dans l'amélioration de la gestion des risques, en tant qu'institutions généralement responsables de la préservation de l'intégrité du système de paiement. Leurs analyses approfondies des risques liés à ces systèmes et de leur gestion, publiées dans une série de rapports des banques centrales du G-10, ont contribué à accroître la prise de conscience et la compréhension, par les agents privés, des problèmes soulevés. Les banques centrales ont activement participé, en outre, à l'élaboration de principes pour le fonctionnement et le suivi des mécanismes de paiement privés. Le meilleur exemple de cette contribution destinée à une application pratique est le « Rapport Lamfalussy », diffusé en 1990. Ce document non seulement recommande des normes de sécurité, mais fixe aussi les principes d'une coopération entre banques centrales dans ce domaine. Ce dernier aspect est important pour le renforcement de la coopération internationale.

61

Solidité des institutions individuelles

La responsabilité des banques centrales dans le suivi des systèmes de paiement et de règlement est étroitement liée à la réglementation et la surveillance prudentielles, en raison de la préoccupation générale concernant la stabilité du système financier. Tout comme dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement, les banques centrales et autorités de contrôle ont conjugué leurs efforts et ceux du secteur privé pour améliorer la solidité des institutions financières. L'objectif était de s'assurer que celles-ci utilisent des techniques efficaces de gestion des risques, qu'elles publient leurs activités de hors-bilan sous une forme permettant aux autres intervenants d'évaluer la nature et la dimension des risques encourus par une contrepartie et qu'elles disposent d'un volant de fonds propres adéquat en cas de pertes imprévues. En s'attaquant à la prise de risque excessive à sa source, la réglementation et la surveillance prudentielles des institutions individuelles peuvent s'avérer très utiles pour lutter dès leur origine contre les perturbations systémiques.

Dans le domaine du contrôle bancaire, la coopération internationale s'est amorcée dans les années 70 avec la constitution du Comité des autorités de contrôle bancaire de Bâle, placé sous l'égide de la BRI. Outre la recherche d'une meilleure collaboration entre responsables prudentiels,

le Comité de Bâle a défini, en 1988, des normes minimales de fonds propres pour les banques, en édictant des propositions détaillées pour la mesure de l'adéquation des fonds propres et la norme minimale à respecter par les banques internationales. En avril dernier, le Comité a publié, aux fins de consultation, une proposition visant à affiner l'accord de Bâle de 1988 sur les fonds propres en l'étendant aux risques de marché encourus par les banques. L'objet de cette proposition est de renforcer les défenses des établissements contre le risque de pertes causées par des évolutions défavorables des cours de change, des taux d'intérêt et d'autres prix du marché.

Les normes essentielles pour la gestion des risques des banques sur produits dérivés ont été précisées dans un rapport du Groupe des Trente de 1993 et, plus récemment, dans les lignes directrices pour la gestion des risques publiées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'IOSCO (juillet 1994). Ces initiatives mettent généralement l'accent sur des aspects similaires: utilisation de systèmes appropriés de gestion des risques, capables de mesurer et de limiter les diverses catégories de risques en tenant dûment compte de situations de tensions sur les marchés; dissociation des fonctions de négociation et de contrôle des risques, notamment par la création d'unités spécifiques d'audit interne et de gestion des risques; compréhension adéquate par la direction générale et le conseil d'administration des établissements des risques encourus et leur participation active dans la fixation de directives et de niveaux de tolérance à l'égard du risque; solides structures de postmarché. Beaucoup a été accompli ces dernières années selon les lignes d'action identifiées, et les unités internes de gestion du risque se sont avérées être des interlocuteurs d'une qualité inestimable pour les autorités de contrôle officielles.

Une troisième ligne de défense est constituée par des formes de discipline induites par l'extérieur concernant l'activité de prise de risque des entreprises. Si les marchés doivent exercer une discipline sur les institutions financières, il importe de rendre publiques des informations actualisées sur la prise de risque et la gestion des établissements dans ce domaine. Des initiatives récentes ont examiné de manière plus approfondie cette question d'une meilleure divulgation d'informations. Le « Rapport Fisher » des banques centrales du G-10 (septembre 1994) et celui de l'International Institute of Finance (août 1994) visent l'un et l'autre à accroître la quantité d'informations que les institutions financières publient sur leurs éléments de hors-bilan. Des données appropriées sur ces activités sont également du plus haut intérêt pour les autorités de contrôle. Le Comité de Bâle, toujours en collaboration avec les responsables de l'IOSCO de la surveillance des opérations sur titres, a diffusé, en mai 1995, un cadre pour la notification prudentielle des positions sur dérivés.

Conclusion

Le réseau toujours plus dense de marchés des capitaux intégrés à l'échelle internationale qui s'est constitué au cours des quelque trois dernières décennies a engendré des avantages substantiels. La capacité de dissocier, d'estimer et de rassembler des risques élémentaires a ouvert la voie à une gestion des risques plus efficiente, et la portée globale des marchés a permis au capital de circuler librement vers des zones et des secteurs à rendement élevé. Ces avantages n'ont cependant pas été gratuits. Ils ont été obtenus au prix d'une plus grande vulnérabilité à l'égard du risque systémique. Des perturbations sur un marché peuvent aujourd'hui se transmettre rapidement par l'intermédiaire des systèmes de paiement et contaminer d'autres marchés, tant au sein qu'au-delà des frontières nationales. La réaction des banques centrales et autorités de contrôle a consisté à la fois à renforcer la solidité des systèmes de paiement et de règlement et à rendre les institutions individuelles plus résistantes en augmentant leur volant de fonds propres, en les aidant à améliorer leurs procédures opérationnelles et en réduisant l'opacité des marchés financiers grâce à une plus grande information. Une difficulté majeure rencontrée dans le cadre de ces actions a été le danger d'un « arbitrage réglementaire ». Comme les marchés sont maintenant intégrés, la plupart des services financiers peuvent être offerts par des catégories d'institutions financières différentes opérant dans des pays différents. Les autorités qui ont pour tâche de prévenir le risque systémique – banques centrales ainsi qu'autorités réglementaires et prudentielles – œuvrent toutefois au sein de leur territoire national et sont souvent étroitement spécialisées dans une catégorie d'institution financière. Les limites des divers types d'intermédiation sont devenues tellement floues que les distinctions historiques en matière de responsabilités réglementaires apparaissent non seulement obsolètes, mais potentiellement dangereuses. Elles menacent de retarder l'avènement d'un accord sur des normes communes de gestion des risques et de fonds propres pour les activités dans lesquelles des catégories différentes d'institutions financières situées dans des pays différents se livrent concurrence. La réponse à cette question délicate réside dans une coopération et une coordination intenses et étroites entre banques centrales et organes de réglementation et de contrôle au-delà des compartiments de marché et des frontières nationales.