



LA VOLATILITÉ, CONSÉQUENCE OU CAUSE DE L'INSTABILITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ?

ALAIN LECLAIR *
CARLOS PARDO **

Au moment où les marchés actions traversaient une des plus graves crises de leur histoire - crise déclenchée en mars 2000 essentiellement par l'éclatement de la bulle financière des valeurs technologiques et dont la responsabilité interpellait pratiquement tous les acteurs économiques et de la finance -, l'Association française de la gestion financière (AFG) a souhaité contribuer au débat sur la volatilité en publiant un Recueil de textes¹. Ce recueil avait, à l'origine, pour ambition de rassembler les opinions et réactions d'une vingtaine de personnalités du monde académique et financier français au Rapport du Conseil des marchés financiers (CMF), publié en décembre 2002 et intitulé « L'augmentation de la volatilité du marché des actions »². Ce rapport, qui exprimait la préoccupation légitime du régulateur devant l'instabilité des marchés, avançait toutefois des hypothèses sur le rôle que jouent dans ce phénomène certains produits (dérivés, fonds garantis, *hedge funds*...), les acteurs économiques ayant recours aux marchés des capitaux (émetteurs, banques, salles de marché, courtiers, investisseurs institutionnels dont les sociétés d'assurance et les sociétés

* Président de l'Association française de la gestion financière (AFG), Associé fondateur de La Française des placements.

** Directeur des études économiques (AFG).

Ce texte est la version actualisée d'une contribution à un ouvrage collectif publié par l'EAMA (European Asset Management Association) en octobre 2003 et intitulé « Boom and Bust » publiée en octobre 2003. Les auteurs remercient Olivier Davanne, ainsi que tous les contributeurs au Recueil d'opinions sur la volatilité publié par l'AFG, dont les réflexions et débats ont permis d'inspirer cette note. Nous remercions également Pierre Bollon, délégué général de l'AFG, pour sa lecture et remarques constructives. Les erreurs ou omissions restent les nôtres.



de gestion...) ou pratiques de marché (ventes à découvert, rachats d'actions...), sans pour autant trancher sur leurs effets bénéfiques ou pervers.

Nous avons pu constater qu'en dépit de la diversité des opinions exprimées dans le Recueil publié par l'AFG - peu surprenante tant le sujet est complexe -, des points de convergence ressortent clairement. Les auteurs ont pris position, non seulement d'une manière plus ou moins affirmée sur certains points traités dans le rapport du régulateur, mais souvent ont abordé d'autres thèmes absents de ce rapport et dont le pouvoir explicatif leur semblait essentiel pour comprendre la crise en question et, de manière plus générale, les problèmes liés à la (in)stabilité des marchés financiers en relation avec l'économie réelle.

Nous estimons que toutes ces réflexions contribuent à enrichir le débat et les recherches sur les causes et les effets de la volatilité³, notamment pendant les périodes de crise, mais qu'elles devraient surtout permettre de mieux comprendre les conditions de liquidité et d'équilibre des marchés. Il s'agit, en tout état de cause, d'un sujet techniquement difficile et qui a fait l'objet depuis très longtemps d'une abondante littérature théorique et empirique, notamment aux États-Unis.

2

L'origine de l'instabilité des valorisations, mais aussi les coûts de la volatilité, eux-mêmes très incertains, constituent des sujets de débat. On peut notamment avancer que la volatilité à très court terme n'a que peu d'importance si les mouvements de prix sont rapidement corrigés. De plus, l'efficacité d'un système financier ne peut pas être jugée à la seule aune de la stabilité du prix des actifs. La question de qui porte le risque, c'est-à-dire de sa bonne mutualisation, paraît au moins aussi importante. On peut soutenir, notamment, que la volatilité récente ou à venir - et ce, malgré les apparences - est le reflet d'une souplesse qui participe *in fine* à l'efficacité et à la solidité du système. Toute discussion sur la volatilité gagne ainsi à être re-située dans le contexte plus large du rôle de la sphère financière, et plus particulièrement de l'interrelation de celle-ci avec l'économie réelle. C'est ce qui semble se dégager des opinions recueillies en France auprès des experts, professionnels de la finance et chercheurs en économie et finance. Dans les développements ci-après, nous reprenons à notre compte certaines de ces idées.

1 - Que l'analyse porte sur des indices français, européens ou américains, les analyses montrent de manière quasi unanime qu'il n'y a *pas eu de tendance claire à l'augmentation structurelle de la volatilité* sur les marchés d'actions, mais en revanche une situation particulière depuis la fin des années 1990 - et surtout pendant la période incriminée - avec l'apparition de pics importants de volatilité. Ce constat fait, quelle



responsabilité faut-il accorder, dans ces évolutions aux facteurs conjoncturels relativement aux facteurs structurels ?

2 - Parmi les *facteurs conjoncturels ou fondamentaux* susceptibles d'expliquer la crise, on peut mettre en avant, notamment, la formation - puis l'éclatement, salutaire à notre avis - de la bulle « nouvelle économie », l'endettement excessif de certaines grandes entreprises, la crise de confiance dans les informations financières - provoquée par les affaires du type Enron, WorldCom... Ces facteurs conjoncturels étant identifiés, on peut par ailleurs affirmer, à juste titre, que plus qu'une crise due à l'excès de volatilité, il s'agissait surtout d'une crise due à l'excès d'endettement et de valorisation, d'où la formation de bulles⁴. D'une certaine manière, cet emballement de la volatilité a coïncidé avec les pics d'aversion pour le risque typiques d'une fuite vers la sécurité qu'on ne rencontre que lors des grandes vagues de déflation d'actifs et des menaces de dépression « à la japonaise » qu'elles portent en germe⁵. Les grandes incertitudes liées aussi bien à la géopolitique qu'aux menaces déflationnistes, avec en toile de fond une instabilité macroéconomique accrue, occupent une place de choix parmi les facteurs fondamentaux⁶.

3 - Quant aux *facteurs structurels ou techniques* (du moins dans la conception du rapport du CMF) ayant trait aux différents types d'innovations financières, qu'il s'agisse de produits ou de pratiques de marché (montée en puissance de la gestion alternative et des ventes à découvert, développement des dérivés de crédit, croissance du marché des obligations convertibles et des fonds à capital garanti...), les opinions des experts sont formelles et, à quelques nuances près, presque unanimes : les techniques et les produits ne peuvent être, par eux-mêmes, facteurs de déséquilibre⁷. Au contraire, certaines innovations correspondent à un développement des arbitrages entre marchés qui accroissent la liquidité globale de ceux-ci, ce qui tend plutôt à en réduire la volatilité. L'argument d'une hausse de volatilité due aux innovations financières ne semble pas, en tout état de cause, reposer sur une base empirique, et encore moins théorique, réellement solide.

4 - En revanche, le rôle et la responsabilité des différents acteurs agissant sur les marchés financiers, plus particulièrement les investisseurs institutionnels, semblent poser problème. En effet, les analyses sont plus ou moins concordantes concernant le *comportement de certains investisseurs institutionnels* (tels les sociétés d'assurance-vie, les fonds de pension...), qui, à notre sens principalement par le jeu des contraintes comptables et réglementaires qu'ils subissent - mais aussi, en partie, à cause du suivisme et du manque de vision à long terme dont un certain nombre d'entre eux ont fait preuve - se sont souvent trouvés confrontés à l'obligation de liquider prématurément une partie de leurs actifs, alors même que leurs engagements restaient inchangés. Dans le contexte



d'une baisse (d'ampleur exceptionnelle) des marchés d'actions, il est avéré que cela a eu pour résultat de priver les marchés de leurs principaux pourvoyeurs de liquidité structurelle. Ainsi, le *renforcement des investisseurs institutionnels*, par nature des « agents longs », et l'adaptation de la réglementation qui leur est applicable apparaît - surtout en Europe Continentale - comme une nécessité *sine qua non*. N'oublions pas que la plupart des marchés d'Europe Continentale, dont celui de la France, à ce jour handicapé dans ce domaine, ont connu une volatilité bien supérieure à celle des marchés américains. Il serait donc vain d'envisager des mesures de régulation sans se soucier au préalable de créer les conditions *pour lutter contre le « court termisme » ambiant*. Cela passe forcément par la création, ou le renforcement le cas échéant, de véhicules à horizon de placement long (émergence de fonds de pension, renforcement de l'épargne salariale...), par l'atténuation - et non la généralisation - du *marked to market*... Il faut, en définitive, que se mette en place une « gouvernance » des marchés qui permette aux investisseurs et aux gérants, le *buy side*, de jouer pleinement son rôle. Ce serait une manière de trouver un contreponds efficace au tropisme *sell side* des marchés - et de l'information - résultant du poids démesuré des émetteurs, des courtiers et des banques d'investissement.

4

5 - La volatilité, qui est la « matière première » d'une bonne partie des activités de marché, *assure une fonction de contrepartie pour couvrir les risques croissants de l'économie réelle*. Vouloir la diminuer ne doit constituer en aucune façon un objectif exclusif, ni même prioritaire, pour le régulateur. *La volatilité est un révélateur d'autres problèmes*⁸ (cf. points 2 à 4). Elle est la conséquence, plus que la cause, de l'instabilité des marchés financiers et de l'économie réelle. Rappelons que l'instauration et le maintien d'un climat de confiance sont les meilleurs antidotes contre la volatilité excessive des marchés.

6 - *C'est la volatilité résiduelle qu'il faudrait réduire*, celle justement que les agents ne peuvent pas compenser, notamment du fait de *marchés trop incomplets*⁹. En effet, « si les innovations financières mettent à la disposition des agents un outil supplémentaire de couverture du risque, permettant ainsi un fonctionnement plus efficace de l'économie, alors leur présence est très probablement bénéfique, quels que soient leurs effets sur la volatilité. En d'autres termes, l'arbre ne doit pas cacher la forêt, et les considérations techniques sur les effets de volatilité occulter l'essentiel, à savoir la capacité des marchés à répondre de façon aussi efficace que possible aux besoins de l'économie »¹⁰.

7 - Certaines analyses en cours attirent l'attention sur *la consolidation de la gouvernance et la transparence des marchés*, idée à laquelle nous adhérons totalement. En effet, compte tenu du rôle accru que les marchés financiers jouent - en tant que véhicules de diversification et



agents de transferts de risques - dans le financement de l'économie, et du fait des masses énormes de capitaux qui leur sont confiés, les différents acteurs devront montrer leur sens des responsabilités, contrepartie de la confiance dont ils sont les dépositaires. Pour cela, et afin de réduire au minimum les conflits d'intérêts pouvant subsister, ils doivent poursuivre leurs efforts en matière d'autorégulation, de déontologie et de discipline, pour la protection efficace de l'intégrité des marchés et surtout de l'intérêt des investisseurs. Toujours est-il des économistes se montrent plutôt réservés concernant l'efficacité et la portée des règles générales en matière de gouvernement d'entreprise, notamment du fait de l'existence de conflits d'intérêts - ou relations agent/principal - difficilement contournables et inhérents entre autres aux *compensations incentives* en place qui « déterminent » largement le comportement des acteurs aussi bien de la gestion que des autres métiers de la finance (analystes financiers, *investment banks*, consultants, agences de notation...). À cet égard, certains économistes, s'inspirant de la théorie des jeux, proposent une vision positive qui prône non pas la disparition des conflits d'intérêts - illusoire à leurs yeux - mais plutôt leur atténuation, moyennant un jeu coopératif fondé sur la diversification accrue des interactions et des interdépendances entre les agents¹¹.

8 - Un consensus se dessine autour de l'idée qu'*un meilleur fonctionnement des marchés* - c'est-à-dire des marchés où la prise de risque peut se faire en toute transparence - suppose une information plus fiable et plus transparente à tous les niveaux (émetteurs, intermédiaires, investisseurs, régulateurs, responsables politiques...), ainsi que des règles claires, précises et strictes qui permettent de l'établir et de la contrôler.

9 - En attendant, il *ne faut pas chercher à empêcher à tout prix l'ajustement des cours boursiers* - si aberrants qu'ils paraissent - ou les restructurations économiques qui en découlent. En effet, si par moments on a pu craindre l'extension du syndrome japonais (sur longue période, stagnation de l'économie et déflation généralisée du prix des actifs réels et financiers) aux économies occidentales, les corrections subies sur les marchés actions qui ont exercé un rôle de *clearing* sur l'économie réelle devraient leur redonner du tonus pour repartir sur des bases plus saines. Bien que théorique, le mécanisme schumpeterien classique de « destruction créatrice », puis de retour progressif à la tendance, est là pour nous rappeler deux faits : d'une part, qu'il est illusoire de vouloir s'affranchir complètement des cycles économiques et, d'autre part, que les marchés, bien que constituant le carburant des économies, ne peuvent pas faire abstraction de la capacité d'absorption de celles-ci. Ceci renvoie une fois de plus au thème des niveaux optimaux de valorisation d'actifs en présence d'excès de liquidité sur les marchés et, de manière plus générale, l'économie. La tension extrême entre les fondamentaux et les



anticipations, voire le plus souvent les croyances démesurées des agents, conduisent tôt ou tard à la formation de bulles, puis à l'assèchement de la liquidité sur les marchés, quand l'effondrement du coût du capital finit par entraîner celui des anticipations de rentabilité. L'essentiel est que le phénomène reste sous contrôle.

10 - *Last but not least*, la reconnaissance du rôle et de l'*impact de la politique macroéconomique et monétaire*, et de la politique tout court, *sur l'évolution des marchés* (actions, obligations, taux de change...) *et de l'économie*, devrait - si celle-ci devait faire l'objet d'une analyse approfondie -, relativiser les procès d'intention dont souffrent aujourd'hui les innovations financières souvent montrées du doigt avec facilité comme étant les responsables - primaires - de la déstabilisation, non seulement des marchés eux-mêmes, mais aussi, par voie de conséquence, de l'économie dans son ensemble. En effet, la volonté de limiter la volatilité des marchés financiers - pour autant qu'elle soit possible et souhaitable - suppose à l'évidence une attention accrue des autorités financières et monétaires, notamment à la manière dont les marchés sont organisés et aux comportements de ceux qui y interviennent. Mais cet objectif de stabilisation des marchés « ne pourra être pleinement atteint que si ces mêmes autorités s'efforcent aussi de limiter les grandes fluctuations des variables de l'inflation et de la croissance »¹².

6

Pour récapituler, si nous reconnaissons le besoin de régulation des marchés, nous l'entendons dans le sens de plus de fiabilité de l'information et d'obligation de transparence - pour tous les acteurs, y compris les régulateurs eux-mêmes - afin de favoriser le développement des marchés, notamment en termes de complétude, et non de contraintes administratives, qui en fin de compte, n'auraient pour conséquence que de les réduire. De même, nous insistons sur le nécessaire et urgent rééquilibrage du *sell side* et du *buy side* sur les marchés, qui devrait se traduire dans la pratique par plus de pouvoir - et de représentation - pour les investisseurs par rapport à celui, démesuré, aujourd'hui détenu par les émetteurs et les intermédiaires du marché. L'accès à l'information de qualité pour tous les acteurs en dépend. La poursuite d'une telle politique devrait, sinon résoudre tous les problèmes susceptibles d'ébranler la confiance dans les marchés financiers, du moins contribuer à l'élargissement de la liquidité de ceux-ci en facilitant l'accès à tous les émetteurs et investisseurs et en proscrivant l'idée de toute réglementation restrictive qui chercherait à encadrer, et finalement réduire, le marché lui-même.

À la lumière des réflexions en cours, et compte tenu de la complexité des problèmes liés à la volatilité, à la liquidité et, de manière encore plus



importante, à la stabilité des marchés, nous continuons de souscrire à la constatation faite, aussi bien en France que chez la plupart de nos collègues européens et américains, selon laquelle prendre des mesures au niveau national ou régional, sans tenir compte de ce que feront les autres places financières, pourrait avoir des conséquences dommageables et durables pour l'industrie financière, notamment en termes de distorsions de concurrence et d'attractivité.

NOTES

1. Recueil d'opinions sur la volatilité du marché des actions, AFG, juin 2003 (www.afg.asso.com/afg/fr/etude_rapport/).
2. www.cmf-france.org/.../docpdf/rapports/RA200201.pdf
3. Au moment où nous écrivons ces lignes, la volatilité implicite du CAC 40 est redevenue normale.
4. O. Garnier, « Excès d'endettement et de valorisation plutôt qu'excès de volatilité », Recueil d'opinions sur la volatilité du marché des actions, AFG, juin 2003, pp. 31-35.
5. F.-X. Chevallier, « Les mystères d'une volatilité débridée, ou le rêve brisé d'un bonheur économique perdu », *ibidem*, pp. 23-27.
6. Pour certains auteurs, ces deux derniers facteurs suffisent largement, à eux seuls, à expliquer l'extrême nervosité des marchés. En analysant l'évolution du Dow Jones depuis 1946, Zajdenweber conclut que « c'est l'arrivée d'informations discontinues, notamment sur la politique monétaire et les taux d'intérêt », et leur anticipation par les agents économiques, « qui est à l'origine du regroupement des variations de grande amplitude des indices boursiers » (D. Zajdenweber, « Marchés financiers - La volatilité est-elle irrationnelle ? », *ibidem*, pp. 121-131).
7. Plusieurs auteurs reconnaissent, toutefois, que ces innovations peuvent devenir déstabilisantes en situation de stress ou de crise, ce qui plaide pour une régulation rigoureuse, mais adaptée aux conditions du marché. Concernant les périodes d'embellie boursière, une leçon à tirer de cette crise pourrait être le renforcement des moyens dont disposent aujourd'hui les autorités de supervision et de régulation afin de mieux contrôler la capacité des agents à assumer les risques en cas de retournement.
8. Cf. A. Lévy-Lang, « La volatilité : matière première des acteurs du marché », *ibidem*, p. 67. Dans sa note, au sujet des risques systémiques, l'auteur attire l'attention sur le renforcement nécessaire du contrôle *ex ante* de la part des régulateurs de l'endettement et de l'effet de levier des opérateurs de marché.
9. Cette complétion des marchés devrait permettre d'accroître la profondeur et la liquidité des marchés financiers, et donc contribuer à une offre/demande plus importante de titres. Ceci revient concrètement à mettre à la disposition des entreprises des flux de capital plus importants que ceux d'aujourd'hui. Cette « disponibilité » de capitaux en provenance des futurs fonds de retraite en Europe Continentale devra avoir toutefois pour contrepartie un suivi de près de la gouvernance des entreprises dans lesquels ces capitaux seront investis.
10. P.-A. Chiappori, « Gestion Alternative, quelle réglementation ? », in Gestion alternative - Recueil d'opinions, AFG, juillet 2002, pp. 10-14. (www.afg.asso.com/afg/fr/etude_rapport/).
11. À titre d'exemple, la recherche d'une diversification des sources de financement pour l'analyse financière pourrait s'inscrire dans cette optique d'atténuation des conflits d'intérêt. En effet, si l'on considère l'analyse financière comme un bien public, au lieu d'instaurer de nouvelles murailles de Chine - dont l'efficacité dans la pratique s'avère plutôt fragile, et sa mise en place entraîne des coûts considérables -, il semble aujourd'hui plus bénéfique de « mutualiser » son financement - à l'instar des



autoroutes à péage - en faisant payer tous les utilisateurs de cette information (émetteurs, intermédiaires, investisseurs...). Ceci devrait avoir pour résultat entre autres de rendre les analystes moins dépendants d'une seule source de revenus et donc de diminuer le risque de conflits d'intérêt...

12. Cf. A. Brender, « Volatilité financière et politiques macroéconomiques », Recueil d'opinions sur la volatilité du marché des actions, AFG, Juin 2003, pp. 20-22. Les observations contenues dans cette note s'inspirent de l'ouvrage intitulé *Les marchés et la croissance*, A. Brender et F. Pisani, Paris, Économica 2001.

