

LES CAUSES PROFONDES DE LA PRISE DE RISQUE

PATRICK ARTUS*

Depuis la fin des années 1970, les crises financières se sont succédées : crise des pays émergents (Amérique Latine) au début des années 1980, crise des *junk-bonds* (obligations de mauvaise qualité) durant la seconde moitié des années 1980, puis crise immobilière, crise mexicaine à la fin de 1994, crise des pays émergents et des *hedge funds* (fonds d'investissement utilisant massivement le levier d'endettement) en 1997-1998... L'objet de cet article est de montrer que cette succession de crises a un facteur commun, qui est l'augmentation du risque pris par l'ensemble des agents économiques (entreprises, banques, fonds d'investissement) et que, en allant plus loin, on observe que cette augmentation de la prise de risque est la conséquence de la hausse de l'exigence de rentabilité formulée par les actionnaires.

Cependant, pour que cette dernière conduite, comme cela a été observé, à une progression de la prise de risque, il faut que jouent un certain nombre d'imperfections financières ou d'anomalies de comportement, qui peuvent conduire, encore dans le futur, à une instabilité financière chronique.

QUELQUES EXEMPLES POUR METTRE EN ÉVIDENCE L'AUGMENTATION DU RISQUE PRIS

Commençons par les entreprises, en nous concentrant sur le cas le plus caractéristique, celui des entreprises américaines. A l'exception de la période de récession (1991-1993), l'endettement des entreprises américaines progresse extrêmement rapidement (graphique n° 1), sous toutes ses formes (crédit, émissions d'obligations), tandis que ces mêmes entreprises rachètent leurs actions sur le marché (graphique n° 2).

Il y a donc, dans toutes les périodes d'expansion, une hausse très forte du levier d'endettement, une partie non négligeable de l'augmentation de la dette étant utilisée pour racheter des actions. Le taux d'endettement (crédits + obligations/valeur ajoutée) des entreprises américaines est aujourd'hui de plus de 70 %, contre 50 % au début des années 1980. Il est clair que cette évolution accroît le risque subi par les actionnaires de ces entreprises, dont les résultats deviennent plus sensibles aux

* Directeur des études économiques, Caisse des dépôts et consignations

retournements conjoncturels, aux remon-
tées des taux d'intérêt.

Passons maintenant au comportement des
prêteurs et investisseurs internationaux,
qui a été clairement révélé par la crise des
marchés émergents.

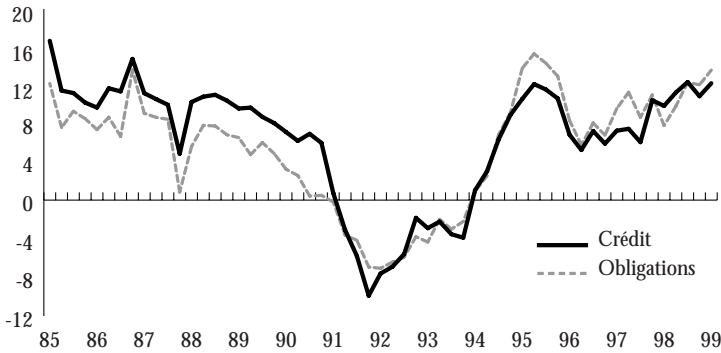
Les flux d'investissement direct vers ces
pays sont assez faibles, à l'exception de la
Chine et des pays d'Amérique Latine ;
l'Asie (hors Japon et Chine) reçoit
chroniquement peu d'investissements di-
rects (graphique n° 3). Les flux de capitaux
financiers sont beaucoup plus importants
(graphique n° 4). Les pays émergents d'Asie
et d'Amérique Latine ont importé plus de

capitaux qu'il n'en fallait pour financer
leurs déficits extérieurs, puisque leurs ré-
serves de change ont augmenté (graphique
n° 5). Ces entrées excessives de capitaux
financiers ont porté une lourde responsa-
bilité dans la crise des marchés émergents
en 1997.

En effet, l'accent a été souvent mis sur
les facteurs internes qui ont permis aux
flux de capitaux de déstabiliser les pays
émergents, en particulier les choix de régi-
mes de change, la régulation prudentielle
du système bancaire et le degré de déve-
loppement des marchés financiers.

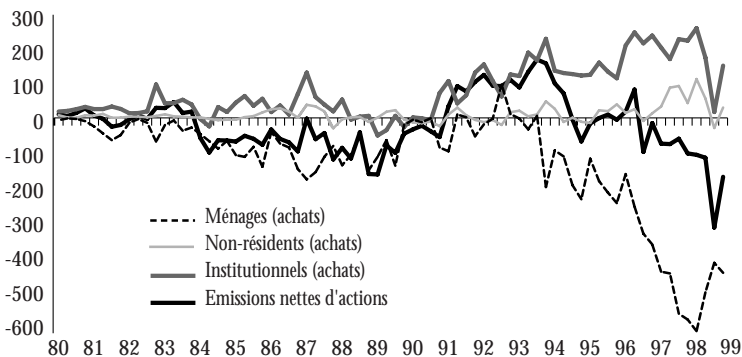
En premier lieu, la surévaluation de la

Graphique n° 1
Etats-Unis : endettement des entreprises non financières (GA en %)



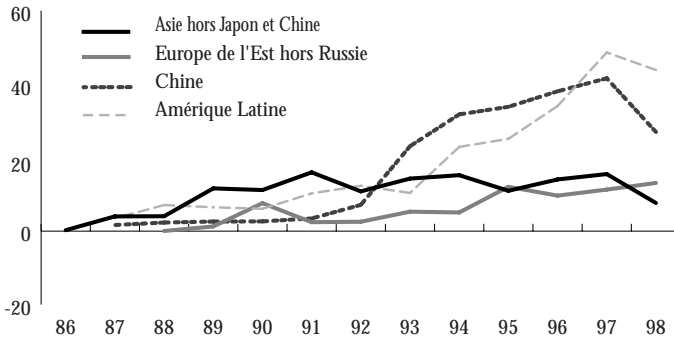
Source : Datastream

Graphique n° 2
Etats-Unis : achats et émissions nets d'actions (en Mds de \$)



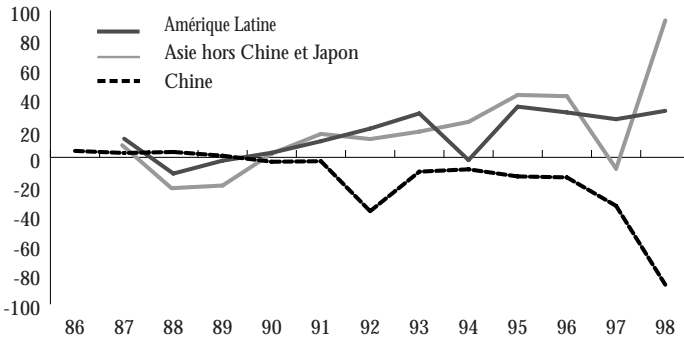
Source : DRI

Graphique n° 3
Investissement direct net (en Mds de \$)



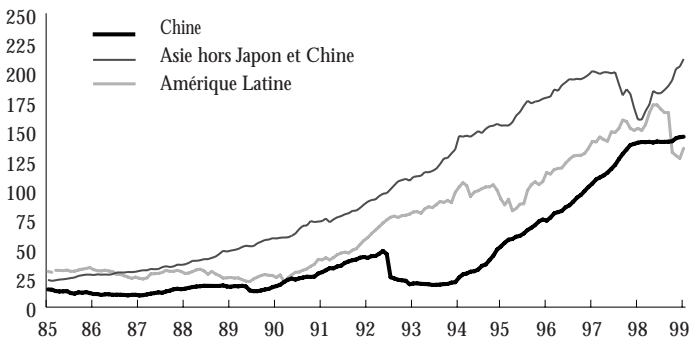
Source : DRI

Graphique n° 4
Mouvements nets des capitaux financiers (en Mds de \$)



Source : Datastream EIU

Graphique n° 5
Réserves de change (en Mds de \$)



Source : DRI

plupart des monnaies des pays émergents est reconnue comme l'une des principales causes de la dégradation des balances commerciales dans ces pays et finalement de la crise de 1997. Après les chocs de 1994 (hyper-inflation en Amérique Latine, dévaluation du yuan) et jusqu'à la crise de 1997, il y a stabilité des monnaies asiatiques, dépréciation régulière des monnaies d'Amérique Latine. Cependant, si l'on tient compte des écarts d'inflation et de la remontée du dollar par rapport au yen, il y a eu de 1993 à 1997 une appréciation réelle continue des monnaies d'Asie et d'Amérique Latine.

La surévaluation résulte dans un grand nombre de cas de choix erronés de système de change. En Asie, il s'agissait le plus souvent d'un ancrage nominal au dollar, alors que la structure du commerce extérieur était très différente (avec un fort poids pour le Japon en particulier) ; au Brésil, de l'utilisation de la surévaluation réelle, finalement destructrice pour l'économie, comme moyen d'accélérer la désinflation.

Il est toutefois difficile de considérer la politique de change comme un facteur exogène, indépendant des flux financiers. Entrées de capitaux et politiques de change

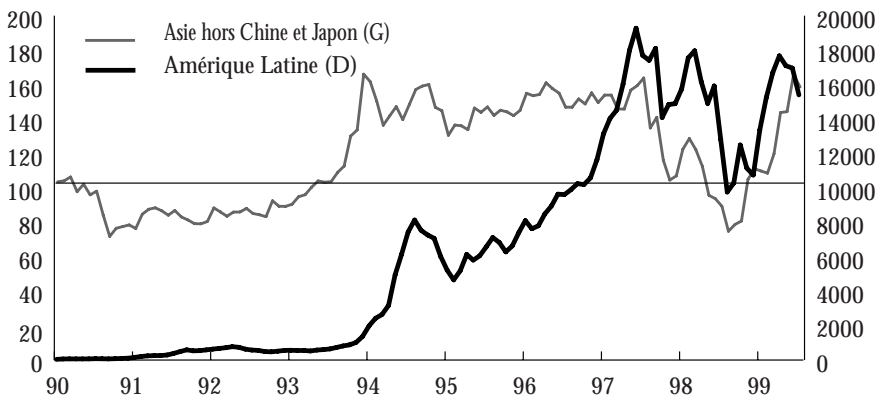
inadaptées ont en fait été deux mécanismes vicieux qui se sont mutuellement renforcés jusqu'à la crise. Les entrées systématiques de capitaux ont permis les politiques de surévaluation réelle, qui sinon auraient buté sur l'épuisement des réserves. Inversement, la fixité du change par rapport au dollar a augmenté l'attrait de ces pays pour les investisseurs étrangers.

Deuxième facteur permissif, la régulation prudentielle des banques dans les pays émergents a été très déficiente, tolérant une absence totale d'analyse de la solidité des emprunteurs. Le plus souvent, les investisseurs occidentaux n'ont en effet pas pu prêter directement aux entreprises, à la fois en raison de l'inexistence de marchés de titres et parce que les entreprises locales n'avaient pas de comptes suffisamment fiables pour être des contreparties acceptables. Les capitaux ont ainsi transité, sous forme de prêts interbancaires, par les banques locales qui ont assumé l'essentiel du risque de contrepartie.

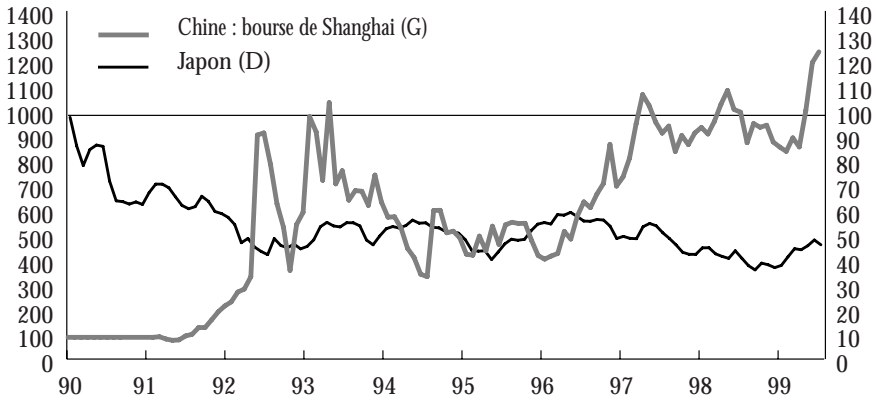
Il faut aussi noter l'existence d'un aléa de moralité, lié à la certitude que les autorités nationales ou le FMI interviendraient en cas de défaillance des emprunteurs.

Enfin, l'insuffisant développement des

Graphique n° 6a
Indices boursiers (100 en 1990)



Graphique n° 6b Indices boursiers Asie (100 en 1990)



Source : Datastream

marchés financiers, et plus particulièrement la faiblesse de l'encours de dette publique négociable, a interdit aux Banques centrales d'intervenir pour stériliser les entrées de capitaux. L'afflux de liquidités orienté vers les banques a conduit à une croissance anarchique de la monnaie et du crédit. Celle-ci, à son tour, a financé des investissements inefficaces, en particulier les placements spéculatifs en bourse. Cela explique l'envolée des indices boursiers en 1993 et 1994 en Asie, de 1995 à 1997 en Amérique Latine (graphiques n° 6a et b).

Il apparaît donc que, même s'il y a eu de nombreuses insuffisances institutionnelles de la part des pays émergents, une large part des déséquilibres (hausse des prix des actifs spéculatifs, surévaluation réelle) résulte d'entrées de capitaux excessives.

Il reste à prouver que ces capitaux étaient à la recherche de rendements élevés, donc d'un risque élevé. Le graphique 7 montre le niveau moyen du rendement et du risque sur un certain nombre de marchés boursiers émergents.

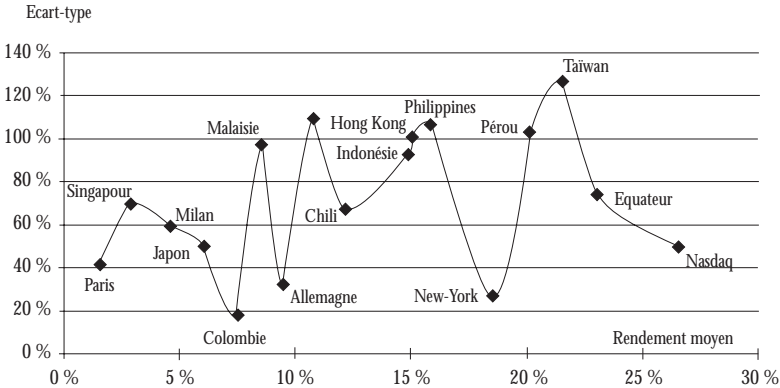
Il n'existe plus, sur les marchés boursiers, de relation croissante entre le rendement et le risque. Dans certains cas (pays émergents), le risque pris est systématiquement

trop élevé par rapport au rendement moyen obtenu ; dans d'autres cas (pays de l'OCDE), le risque apparent est trop faible pour justifier les rendements moyens : l'anomalie entre le rendement et le risque apparaît aux deux extrêmes de la gamme des risques.

Notre interprétation est la suivante : l'augmentation de la demande pour les investissements plus risqués (crédit aux banques des pays émergents, investissements directs sur les marchés de ces pays), investissements initialement plus rémunérateurs, a conduit à une quasi-disparition des primes de risque. L'offre d'actifs risqués étant limitée et peu réactive, il y a, comme réponse aux entrées de capitaux, presque exclusivement une hausse des prix qui a fait disparaître la rémunération du risque.

Ces deux exemples (structure financière des entreprises américaines, flux de capitaux vers les pays émergents), pourraient être complétés par d'autres : développement des *hedge funds* part élevée des revenus de *trading* par rapport aux commissions versées par les clients dans les salles de marchés... Ils recouvrent une même évolution : l'augmentation générale du risque pris par les entreprises et les intermédiaires financiers.

Graphique n° 7 Rendement et risque sur les marchés boursiers (1993-1996)



Source : DRI, calcul CDC Marchés

UNE INTERPRÉTATION GLOBALE : L'INTERACTION ENTRE L'EXIGENCE DE RÉMUNÉRATION DU CAPITAL ET UN CERTAIN NOMBRE D'IMPERFECTIONS FINANCIÈRES

Nous partons d'abord d'une évidence : le rapport de force entre actionnaires, dirigeants et salariés a changé.

Durant les années 1970-1980 (après le premier choc pétrolier), on a d'abord assisté à la domination des salariés qui ont maintenu leurs revenus alors que les économies rentraient en récession et que les prix des matières premières augmentaient, au détriment des profits ; puis, en réaction, à la remontée de la profitabilité et à la baisse de la part des salariés dans la valeur ajoutée, organisée par les dirigeants des entreprises alors que les actionnaires avaient peu de pouvoirs.

Aujourd'hui, la situation est clairement la domination des actionnaires. Avec la fin des actionnaires « de complaisance » (échange de participations entre groupes), la montée de l'actif géré par les fonds

d'investissement et les fonds de pension (qui détiennent aux Etats-Unis plus de 50 % du capital des sociétés cotées), les actionnaires importants peuvent imposer leurs objectifs aux dirigeants.

Un de ces objectifs a été l'augmentation très forte du rendement des fonds propres (ROE).

Ces contraintes d'actionnaires conduisent les dirigeants à utiliser la masse salariale comme variable d'ajustement. Si le rendement du capital doit être élevé et stable, la seule solution pour les dirigeants dans les fluctuations cycliques est de réduire les coûts, c'est-à-dire l'emploi et les salaires. Les salariés sont donc devenus le partenaire le plus faible du trio actionnaires-dirigeants-salariés, puisqu'ils supportent le risque conjoncturel ou spécifique à l'entreprise.

Une autre composante de notre analyse est le comportement des investisseurs professionnels. Ceux-ci sont placés dans une situation de concurrence pour les parts de marché qui rend leurs objectifs différents de ceux des épargnants individuels. Ils ne sont pas intéressés à l'optimisation du couple rendement-risque, mais à la maximisation de leur part de marché. Dans un monde où l'information financière serait

complètement transparente, ceci n'aurait pas de conséquences : les épargnants individuels connaîtraient exactement le rendement et le risque fourni par chacun des intermédiaires et caleraient leur structure d'investissement sur celle qu'ils réaliseraient eux-mêmes directement ; pour que la différence d'objectifs introduise un biais dans la structure des portefeuilles, il faut par exemple qu'il y ait une asymétrie d'information entre les épargnants de base et les investisseurs professionnels (intermédiaires dans la gestion de l'épargne). Nous pensons qu'une asymétrie est probable : les intermédiaires ont davantage d'information sur le risque des placements que les épargnants de base. De ce fait, lorsqu'ils augmentent le risque pris pour accroître le rendement anticipé des placements, les épargnants individuels perçoivent essentiellement la seconde évolution.

La concurrence entre fonds conduit alors nécessairement à une hausse de la demande pour les actifs les plus risqués. Elle permet d'accroître le rendement anticipé et, si les épargnants ne perçoivent pas bien la hausse du risque, d'espérer augmenter les parts de marché.

A l'équilibre, les fonds d'investissement,

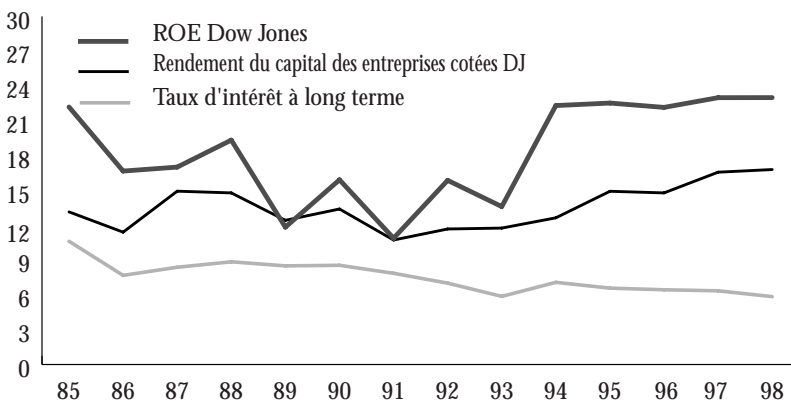
dans ce contexte, choisissent une structure d'actif comportant davantage d'actifs risqués que celle que choisissent les épargnants individuels. Ceci explique pourquoi les primes de risque chutent, avec l'excès de demande pour les actifs risqués.

On se trouve donc dans une situation où les entreprises (non financières ou financières comme les banques) et les fonds d'investissement doivent verser à leurs actionnaires un revenu du capital élevé et régulier.

Les contraintes d'actionnaires s'auto-amplifient : les investisseurs dans les fonds d'investissement veulent obtenir des rendements plus élevés que ceux qu'ils obtiendraient directement ; les fonds exercent donc des pressions sur les entreprises où ils investissent pour qu'elles donnent des rendements élevés et de plus, comme on l'a vu plus haut, augmentent la part de leurs investissements risqués (marchés émergents), et utilisent l'effet de levier. La concurrence entre fonds renforce la pression sur les entreprises et la diversification vers les actifs à risque.

Le graphique n° 8 montre qu'effectivement le rendement des fonds propres (ROE) s'élève nettement au-dessus du ren-

Graphique n° 8
Etats-Unis : ROE Dow Jones et rendement du capital



dement économique des entreprises et du taux d'intérêt à long terme à partir du début des années 1990. Le moyen obtenu pour dissocier ainsi le rendement des fonds propres et le rendement économique a été vu plus haut : c'est la hausse du levier d'endettement (et les rachats d'actions).

L'égalisation vers le haut du rendement exigé du capital vaut donc pour les entreprises (d'où le levier) ; pour les banques et les investisseurs (d'où les prêts et les investissements risqués). Cependant, ces mécanismes sont incompatibles avec la théorie financière.

L'anomalie essentielle semble être la suivante : les comportements des entreprises et des investisseurs accroissent le risque, et les épargnants ne devraient donc pas considérer qu'ils fournissent une hausse du rendement de leur épargne, puisqu'il faut corriger ce rendement par le risque pris.

Donnons deux exemples

Si le ROE (rendement des fonds propres) élevé des entreprises est obtenu grâce à une augmentation du levier d'endettement, ceci accroît le risque de faillite ou du moins la volatilité du résultat : l'investissement dans le capital des entreprises devient donc plus risqué, ce qui devrait être déduit du ROE.

Si les investisseurs, faisant des placements risqués (émergents par exemple) observent la baisse continue des primes de risque obtenues sur ces placements, ils devraient se reporter sur des placements moins risqués qui dominent les placements risqués dans le plan rendement/risque. Les comportements de placement paraissent donc irrationnels.

La situation opposée n'est pas plus cohérente. Si effectivement, il est possible d'obtenir un ROE élevé (un rendement des investissements élevé) sans que le placement dans le capital des entreprises (dans les pays émergents...) soit particulièrement risqué, alors la différence entre le ROE et les taux d'intérêt de marché (sur les dettes

publiques par exemple) est complètement inexplicable, puisqu'elle ne peut pas résulter de la présence d'une prime de risque.

La situation observée impose donc la présence d'imperfections financières. On peut donner quelques exemples des imperfections que nous avons à l'esprit.

Il est probable que les actionnaires des banques ou les investisseurs dans les fonds ont une information très imparfaite en ce qui concerne le risque pris par ces institutions (dans leur stratégie de prêts, dans la structure de leur actif, dans leurs opérations de marché). De ce fait, l'augmentation du risque pris n'est pas entièrement connue par les actionnaires ou épargnants, qui sont surtout sensibles à celle du rendement obtenu, au moins avant que les risques ne se matérialisent.

On peut imaginer des stratégies complexes des fonds d'investissement, basées sur ces asymétries d'information. Par exemple, la stratégie dynamique suivante : investir dans une entreprise en sachant que la profitabilité peut en être améliorée, ce que ne savent pas les actionnaires antérieurs ; obtenir des dirigeants une augmentation de la dette pour financer l'éviction, à faible prix en raison de l'asymétrie d'information, des actionnaires minoritaires ; entreprendre, une fois cette éviction faite, l'amélioration de la gestion et profiter alors d'une hausse de la valeur des investissements.

Ceci est bien favorable aux investisseurs, mais conduit à une entreprise plus fragile (avec la hausse de la dette et les rachats d'actions), alors que l'amélioration de son efficacité aurait pu être obtenue sans cette modification de la structure de financement.

Il ne faut cependant pas croire que nous rejetions sans nuance les conséquences d'un pouvoir plus important pour les actionnaires et d'exigences accrues de rentabilité du capital. Dans un premier temps (1992-1997 aux Etats-Unis), ces évolutions ont conduit à améliorer la gestion, à recentrer

les entreprises sur leurs métiers de base, à accroître la productivité.

Les dérèglements apparaissent lorsque l'accroissement de la rentabilité du capital n'est plus obtenu par les méthodes « naturelles » (meilleure gestion, meilleure efficacité productive) mais simplement par la gestion financière (c'est-à-dire l'accroissement du levier et les rachats d'actions ou l'augmentation de la part des actifs risqués dans les portefeuilles).

QUELLES PERSPECTIVES, ET QUELLES CORRECTIONS POSSIBLES ?

Il est clair que, dans une situation où il y a simultanément : concurrence entre investisseurs professionnels ; concurrence entre entreprises pour attirer ces investisseurs professionnels ; pouvoir accru de ce type d'actionnaires ; mauvaise mesure du risque pris par les épargnants de base, alors il y aura accroissement du risque pour augmenter le rendement moyen du capital, et de plus, cette dernière augmentation ne sera que modeste en raison de l'excès de demande pour les actifs les plus risqués qui écrase, comme on l'a vu, les primes de risque.

Nous pensons que la plupart des crises financières des vingt dernières années résultent, au moins partiellement, de cette situation. Le risque (immobilier, émergent, lié au levier...) est longtemps ignoré, et lorsqu'il commence à apparaître, il y a reflux brutal des investisseurs ou des prêteurs, et chute des cours ou bien crise de change. Une des causes profondes de la prise de risque (par les entreprises ou les intermédiaires financiers) serait donc la possibilité, pendant un temps, d'accroître le rendement servi aux épargnants de base sans que ceux-ci soient conscients du risque pris pour obtenir un rendement moyen plus élevé.

Il est probable que, même après la crise des pays émergents en 1997-1998, ce type de mécanisme existe encore, comme le montre le retour des investisseurs sur les places boursières émergentes dès qu'un soupçon d'amélioration économique est apparu.

Il est probable que d'autres crises du même type se réaliseront dans le futur, pour les mêmes motifs que les crises du passé.

Comment l'éviter ? Les autorités de supervision des marchés ou des institutions financières n'ont aucun moyen de réduire l'exigence de rendement des fonds propres, qui ne se commande pas.

Certaines pistes peuvent cependant être envisagées.

D'une part, la transparence quant au risque pris peut être accrue ; les fonds d'investissement ou les fonds de pension devraient fournir des données précises sur le risque pris à leur actif (du type *value at risk*) et pas seulement sur leur performance.

D'autre part, la partie indésirable de la concurrence entre fonds peut probablement être réduite de diverses manières :

- allonger, de manière réglementaire, la durée des mandats de gestion des fonds dont l'horizon naturel est long (fonds de pension). Si les gérants externes des fonds de pension peuvent perdre leur mandat au bout d'une période de temps courte, ils privilégieront naturellement la performance à court terme, et accepteront un risque très élevé ; n'être jugé que sur une période de temps très longue changerait ce comportement ;

- modifier les règles de rémunération des gérants ; dans certains cas, ces règles ne génèrent aucune incitation à réduire le niveau de risque. Si la rémunération est proportionnelle à l'encours géré, il y a concurrence pour les parts de marché, d'où incitation au contraire à prendre du risque. S'il y a un supplément de rémunération pour le gérant lorsqu'il « bat le

benchmark » et pas de pénalisation lorsqu'il fait moins bien, il y a aussi tentation d'accroître le risque. Une règle de rémunération symétrique, impliquant des pénalisations en cas de mauvaise performance, est indispensable : il faut responsabiliser les gérants. L'utilisation d'un *benchmark* pose de toute manière problème. Si le *benchmark* retenu inclut les actifs les plus risqués (bourses des pays émergents...), inclure ces actifs dans le portefeuille ne fait courir aucun risque au gérant puisque, même en cas de crise, sa performance sera semblable à celle du *benchmark* ;

- enfin, si les fonds de pension doivent être créés en Europe, privilégier la concertation entre les gérants et les épargnants (salariés dans les entreprises). Il n'est pas certain du tout que les épargnants souhaitent qu'il y ait une gestion très active de l'épargne à long terme et pourtant la concurrence entre gérants pousse à ce type de gestion active. Ceci conduit à privilégier l'implication des épargnants dans les décisions de gestion, par le biais de structures *ad hoc* de pilotage de la gestion à créer dans les entreprises.