

NOUVELLE FINANCE, NOUVEAUX RISQUES

JACQUES REGNIEZ,

ADMINISTRATEUR DE L'INSAE

A partir de la fin des années soixante, les conditions de l'offre de la sphère financière ont été affectées non seulement par l'altération du contexte économique général, mais aussi par des progrès techniques. Ces derniers ont tenu principalement à l'amélioration de la circulation de l'information et à l'élévation du niveau général des connaissances en économie, en statistique mathématique et en informatique. Dans un contexte macro-économique qui appelait une forte demande de services financiers, les nouvelles techniques et les nouveaux produits se sont développés dans un cadre juridique adapté et ont ouvert un vaste champ d'activités nouvelles. Ce faisant, la nouvelle finance a aussi engendré le développement des risques nouveaux.

297

Les risques nouvellement apparus ou accrus peuvent être classés en deux catégories :

- les risques particuliers où l'on rangera les risques de contrepartie, les risques d'enregistrement des opérations (*back-office*), les risques juridiques, les risques liés à la personnalité des individus ou des établissements, les risques de malversation. Ces risques se sont trouvés accrus du fait de la complexité nouvelle et de la multiplication des opérations financières. Toutefois, leur caractéristique commune est de ne mettre en cause que des intérêts particuliers et non pas directement les intérêts de l'ensemble des intervenants ;

- les risques de système, à l'inverse, se définissent par le fait qu'ils mettent en cause un grand nombre d'intervenants. Ce sont les risques de système que la nouvelle finance a accrus. Au titre du risque de système, on peut citer les exemples suivants : risques d'effondrement brutal des cours illustré par le krach de 1987 ; risques de contagion liés à la déréglementation et au décloisonnement des marchés (qui, comme l'a dit avec humour et pertinence Christian Lecoq, « s'apparente au démantèlement dans les campagnes, où

lorsqu'on retire les haies, des glissements de terrain apparaissent au moindre orage ») ; risques liés au gonflement de l'endettement des agents et particulièrement des ménages, et risques sociaux qui s'en suivent ; risques concernant les établissements qui en sont les porteurs ultimes comme l'illustre notamment la crise des Caisses d'épargne américaines ; risque pesant sur le système d'intermédiation fondé sur le *market making* et une concurrence entre les maisons qui engendre à la fois surcapacité, insuffisante rentabilité, et des marges de profitabilité tirées principalement du risque pris sur la gestion du stock outil ; risque d'immoralité et de déconsidération lié au développement des délits financiers comme l'illustrent les affaires BCCI ou NOMURA (des rumeurs imputent même à la CIA le bruit fait autour de cette dernière maison en vue de ternir l'image du Japon dans les grandes négociations internationales du GATT) ; risque lié à l'âpreté de la lutte commerciale qui entraîne une dénaturation de la *research*, voire de l'information elle-même, dont la finalité est de plus en plus commerciale, et dont la sincérité scientifique décroît...

*Permanence des fonctions,
changements de nature*

298

Cependant, si la nouvelle finance secrète ses nouveaux risques, elle reste dans une large mesure, structurée autour des mêmes quatre grandes fonctions principales, hautement complémentaires entre elles, de la sphère financière :

- le *funding*, qui correspond à l'action de réunir les moyens de paiements nécessaires à une opération économique quelconque. Autour de cet axe, s'orientent, outre l'activité traditionnelle de crédit, les activités de conception et de placement de titres ainsi que leurs contreparties, la gestion de portefeuilles, mais aussi tous les compartiments de l'*Investment Banking* : prises de participations, apports en fonds propres, diverses formules de capital-risque, etc. ;
- la gestion des moyens de paiements qui s'étend aux problèmes de change et à la gestion de trésorerie ;
- la protection contre les divers risques : risque de taux, risque de liquidité, risque de change, risque de contrepartie, etc. À cet égard, s'il est vrai que la nouvelle finance se caractérise par le développement tout particulier des techniques de protection contre le risque, la préoccupation vis-à-vis des risques est loin d'être nouvelle, elle constitue même l'un des éléments intrinsèques à l'activité financière ;
- la réalisation d'actions s'intégrant dans la stratégie universelle des firmes : fusions-acquisitions, OPA, etc.

Les techniques financières modernes ont, pour beaucoup, une origine liée à l'approfondissement de la notion de risque et la volonté de mieux maîtriser

et évaluer la valeur de ce dernier au moyen de raisonnements économiques, statistiques et financiers. Nombre d'entre elles aussi ne correspondent pas à des engagements susceptibles de figurer dans le bilan des agents, mais engendrent des engagements dits « hors bilan ». Cela signifie que même si les techniques nouvelles n'ont pas une nature différente des opérations traditionnelles de *funding*, leurs caractéristiques relèvent de plus en plus de l'appréciation des risques que comportent les opérations financières elles-mêmes, à l'aide de raisonnements mathématiques, statistiques, économiques. Leur contenu en conjecture et en abstraction est dès lors considérablement supérieur à celui des opérations bancaires traditionnelles. Tous les maillons de la chaîne de production des services financiers en sont influencés ; l'enregistrement et le contrôle comptable, ainsi que la conceptualisation juridique sous-jacente, changent de nature. Ainsi, par exemple, la statistique mathématique, branche des mathématiques qui s'intéresse à l'aspect aléatoire de l'univers, et qui est l'une des disciplines les plus importantes, trouve ses applications en finance dans des logiciels d'aide à la décision financière, mais surtout dans la mise au point de produits à fort contenu en abstraction comme les options et les warrants. Ces derniers reposent en effet sur la formalisation de l'évolution des cours des actifs financiers sur les marchés à partir de lois de probabilités dont la spécification est postulée.

299

Quant aux procédés informatiques dont les progrès bénéficient à la sphère financière, ils consistent surtout dans le développement des procédures de type transactionnel, c'est-à-dire qui permettent de traiter une information élémentaire au fur et à mesure de son apparition (une procédure élémentaire s'appelle en informatique « une transaction »). Ce progrès concerne surtout la suppression de la transmission manuelle de l'information, cette dernière n'entrant qu'une seule fois et directement dans le système informatique. Un élément d'information une fois apparu ne se déplace en fait que dans les circuits électroniques et sur des écrans. Les informations peuvent faire l'objet d'un traitement automatique, qui, par exemple, permet instantanément de calculer les éléments déterminants d'un arbitrage. Un exemple de ces développements est le *program trading*, c'est-à-dire le calcul instantané de la meilleure des possibilités d'arbitrage offertes aux opérateurs. Dans les cas extrêmes de remplacement de l'homme par la machine, d'impressionnants phénomènes multiplicateurs sont ainsi suscités que la raison ne semble plus maîtriser.

Les nouvelles techniques financières enrichissent les possibilités de diversification des portefeuilles. Elles permettent la création d'actifs synthétiques, c'est-à-dire de combinaisons d'actifs possédant des caractéristiques déterminées de rentabilité et de risque anticipés. Dans un tel contexte, il existe potentiellement un *continuum* d'actifs financiers et le cloisonnement

des marchés financiers apparaît également beaucoup plus difficile. Les conditions sont alors créées qui permettent de conférer une épaisseur supplémentaire à l'activité financière par la démultiplication des possibilités d'arbitrage. C'est largement ce surcroît d'épaisseur qui a justifié les critiques contre l'excroissance de la sphère financière. C'est aussi dans cette épaisseur que s'épanouissent les nouveaux risques.

Les organisations de marché

La modernisation de l'activité financière a répondu aux besoins de la décennie soixante-dix. Elle a notamment été impulsée par les nécessités de l'internationalisation de la sphère financière. C'est ainsi que l'essor des mouvements internationaux de capitaux a été impulsée par le recyclage des pétrodollars. Le développement corollaire des euromarchés a entraîné la mise au point des techniques de couverture du risque de change, ainsi que des techniques de prêt-emprunt et d'arbitrage. C'est dans les eurobanques basées à Londres que s'est constitué le savoir-faire dans le domaine de la gestion des risques financiers. La plupart du temps, les eurobanques ont été, au début au moins, des filiales des banques américaines expatriées hors des Etats-Unis du fait de la réglementation américaine. Une impulsion nouvelle a été fournie à la fin des années soixante-dix par le retour en vogue des idées libérales en politique économique, idées qui ont été utilisées pour justifier *a posteriori* le processus de déréglementation et d'innovation en matière financière.

La modification des organisations de marché dans le sens d'une généralisation des marchés de *market makers*, largement déréglementés, influence la structuration en activités et en métiers de la sphère financière. *A fortiori*, il en va de même des conséquences impliquées par la double tendance à la globalisation du marché des capitaux d'une part, et à la collectivisation des gestions d'autre part, sous-jacentes à cette évolution des organisations de marché. Les intermédiaires financiers soumis à la concurrence pour ce qui concerne leurs marges d'intermédiation proprement dites, et vouées chroniquement à la surcapacité, trouvent leur rentabilité dans la gestion active de leur stock outil et sont naturellement fragiles vis-à-vis des fluctuations des marchés eux-mêmes (aussi bien pour ce qui concerne les volumes de transaction que pour ce qui concerne la volatilité et le trend des marchés). Dans ce contexte, l'*Investment banking* devient un métier dangereux comme l'atteste le fait que la plupart des grands noms des années soixante-dix à quatre-vingt sont aujourd'hui malades ou oubliés. La condition de la réussite d'une *Investment Bank*, aujourd'hui, repose sur une conjonction miraculeuse : une synergie correcte entre les intérêts de ses actionnaires et ses activités ; une articulation optimale des

divers métiers. Il est à cet égard passionnant d'observer la diversité des stratégies individuelles des firmes implantées à la City ou à New York : certaines firmes interviennent comme *market makers* sur les marchés à titre purement instrumental d'une activité essentielle de banques d'affaires ; d'autres firmes tentent de se spécialiser dans le courtage à partir d'une qualité spécifique de leur *research*, etc. En toute hypothèse, la solidité des intermédiaires est dsormais l'exception, la normale devenant leur fragilité.

L'efficience

Les systèmes de communication dont disposent les financiers permettent de déceler les événements au fur et à mesure qu'ils se produisent et non plus après qu'ils se sont produits. D'où la sensibilité des marchés aux rumeurs et l'apparente versatilité des marchés qui troublent les néophytes. Au surplus, les analyses des praticiens reposent en grande partie sur des considérations relatives à la politique, et les relations internationales y tiennent une grande place. Les marchés en sont-ils devenus plus ou moins efficaces ? L'ouverture des marchés offre certes de plus larges possibilités de confrontation des anticipations. Ce sont les anticipations différentes des agents qui permettent l'établissement d'un équilibre de marché. Le prix d'équilibre du marché se modifie au gré de la transformation de la répartition des anticipations au sein de la population des acteurs qui interviennent sur le marché. Aujourd'hui, on considère que les acteurs hautement professionnels, ainsi que des instruments d'information et d'analyse à forte valeur ajoutée intellectuelle, sont des marchés efficaces et l'on pense que toutes les informations disponibles sur les actifs qui s'y échangent sont intégrées instantanément dans les cours de ces derniers. Mais ce jugement est contestable car avec l'épaisseur accrue de la sphère financière, les dimensions de l'information ont elles aussi augmenté : la notion d'efficience devient moins assurée à mesure que les distributions de probabilité de la valeur des actifs deviennent à la fois plus conditionnelles et plus dépendantes de scénarios non probabilisables. Le marché des « junk bonds » illustre cette relativisation de la notion d'efficience. En effet, jusqu'en 1989, l'on considérait au vu des données disponibles que la prime de risque sur les « junk bonds » était significativement supérieure à sa valeur économique évaluée sur la base des défaillances d'émetteurs effectivement constatées. Les ratios de fonds propres associés aux portefeuilles de « junk bonds » reposaient sur cette appréciation du risque. A partir de 1990, on s'est aperçu que les « junk bonds » portaient un risque de système largement sous-estimé si ce n'est pratiquement ignoré : d'une part, le concept lui-même, hybride entre un produit bancaire et un produit financier, s'est révélé contradictoire avec certains principes du droit

financier américain ; d'autre part la notion d'un écart de risque à peu près constant reflété par une prime de risque elle-même variant de manière continue et pas trop brutale en fonction du contexte économique, s'est révélée inappropriée et l'écart de risque est devenu un gouffre quand la récession est apparue. Autre trait frappant, l'enrichissement personnel des intermédiaires et concepteurs a servi d'accélérateur à la débâcle de ce marché : risques économiques spécifiques, risques juridiques, risques macro-économiques et risques éthiques ont, dans le cas des « junk bonds », constitué un mélange explosif.

Crise d'endettement et nouvelle finance

La nouveauté la plus originale du système financier international dans lequel prennent place les nouveaux produits financiers tient dans le choc contradictoire entre une crise d'endettement, d'une part, et une économie de marchés de capitaux particulièrement perfectionnée, d'autre part. Logiquement, une crise d'endettement se résout par transfert de patrimoine entre débiteurs et créanciers. Dans le cas où le transfert s'opère au détriment des créanciers, il s'agit nécessairement d'un processus d'épargne forcée véhiculé par le développement de l'inflation. Pour une part, l'actuelle crise d'endettement amorce sa résolution au moyen de transferts du patrimoine des débiteurs — pays en développement, Etats industriels et entreprises — au profit des épargnants : les ventes des actions des entreprises publiques dans les pays développés, les ventes des actions des entreprises latino-américaines, proposées par le plan Baker de 1987 sont des exemples de la concrétisation de ce processus. S'agissant de la résolution du principal déséquilibre de l'économie mondiale — la situation débitrice des Etats-Unis —, un tel processus de transfert de patrimoine est-il concevable ? Selon quel dosage de baisse du dollar (ce qui correspond à un mécanisme d'épargne forcée par spoliation de leurs créanciers) et de vente d'actifs les Etats-Unis peuvent-ils venir à bout de leur déficit et de leur endettement extérieurs ?

Privés d'analyses fondamentales, les opérateurs forgent leurs propres interprétations des événements économiques et politiques. Leur capacité à déplacer rapidement des masses énormes de capitaux, jointe au comportement moutonnier qu'implique la communauté de leurs réflexes, confère au système de l'économie mondiale de marchés de capitaux la fluctuabilité qui le caractérise.

Au titre de leur propre intervention dans l'organisation globale des mécanismes de financement, comme à celui de la logique d'ensemble de l'économie mondiale de marchés de capitaux, les nouvelles techniques financières ne peuvent manquer d'avoir des incidences sur l'équilibre économique. Les techniques financières récentes ont-elles contribué à

réduire les risques associés à la volatilité à la fois des taux d'intérêt et des taux de change, volatilité qui s'est élevée depuis quinze ans, c'est-à-dire depuis que les taux de change sont devenus fortement flottants ? Si la réponse est positive, il est alors fort probable que ces innovations ont amélioré l'efficacité du système financier en rendant plus aisé le calcul économique des agents et, par conséquent, en levant une partie des inhibitions qui freinent les décisions dans un univers risqué. Ce résultat est dû particulièrement aux instruments de couverture des risques « de taux d'intérêt » et de « taux de change ». L'efficacité a pu également être accrue du fait de la multiplication des instruments de financement elle-même. Celle-ci permet en effet une adéquation de plus en plus fine des possibilités et des désirs des prêteurs aux besoins des emprunteurs. Au demeurant, le processus d'innovation est le fait à la fois des professionnels du marché financier et de ses utilisateurs finals, tout particulièrement les responsables financiers des entreprises.

Quant à la question de savoir si les nouveaux produits de couverture des risques ont augmenté ou, au contraire, diminué la volatilité des marchés financiers, la théorie ne peut suffire à répondre et les opérateurs des marchés n'ont pas d'opinion unanime. Les études empiriques — notamment celles menées par Patrick Artus à la Banque de France — semblent montrer que les marchés au comptant sont plutôt moins fluctuants depuis l'introduction des marchés à terme d'instruments financiers et des options, et cela en moyenne période. En revanche, il est aussi avéré qu'il existe des situations particulières pour lesquelles les activités sur les marchés d'options et sur les marchés d'instruments financiers semblent avoir accru la volatilité du prix des actifs physiques sous-jacents. Il semblerait donc que l'on puisse dire que les nouveaux instruments de couverture des risques aient accru la volatilité à court terme dans certains cas particuliers, mais favorisé la stabilité de longue période.

Quant aux nouveaux instruments de financement, il n'est naturellement pas évident de savoir si ce sont les innovations financières qui ont permis une croissance de la dette globale ou bien si, au contraire, c'est la croissance de l'endettement qui est à l'origine de ces innovations. Dans son principe même, la causalité est difficile à établir dans ce domaine. Il semble toutefois possible d'affirmer que la croissance de l'endettement peut s'expliquer suffisamment par un facteur probablement indépendant du développement des techniques financières.

Il est difficile d'apprécier la responsabilité de l'accroissement de la volatilité observée dans le développement des innovations, et inversement. Cependant, il est un fait que, à la charnière des années soixante-dix et quatre-vingt, la croissance rapide de l'inflation, la flexibilité effective des taux de change et la volatilité accrue des taux d'intérêt ont engendré un accroissement considérable de l'exposition au risque des intermédiaires

Ainsi, en 1987 et au cours des années précédentes, le développement des OPA a été l'une des manifestations du mouvement des restructurations. Particulièrement vive aux Etats-Unis, la vogue des OPA sur le marché boursier a encouragé le climat spéculatif et favorisé l'image de « l'économie casino ».

L'interconnexion des marchés et, surtout, la possibilité d'intervenir pour des montants faibles avec des dépôts de garantie différant d'un marché à l'autre, avec des facilités d'accès plus ou moins grandes, font que la réaction des divers marchés à une modification donnée des anticipations n'est pas identique : certains marchés seront plus nerveux que d'autres parce que plus étroits et parce que la structure des anticipations y est plus concentrée. La surréaction due au défaut occasionnel de liquidité sur un marché donné pourra alors affecter les anticipations sur d'autres marchés. Pis, elle pourra en cas de crise de liquidité sur les marchés de produits de couverture de risque, transformer des positions couvertes, ou en mesure de l'être, en positions exposées chez certains intervenants ou intermédiaires et provoquer des défaillances.

Qu'ils fassent ou non intervenir des programmes informatiques, les arbitrages entre les marchés d'actifs et les marchés de produits dérivés influent sur les anticipations des intervenants sur les marchés d'actifs, en accentuent la volatilité et contribuent à les déséquilibrer. La présence des marchés de produits dérivés peut créer une sorte de phénomène de résonance qui accroît la volatilité des marchés financiers en période d'instabilité des anticipations relatives à l'environnement économique et monétaire : c'est là l'un des enseignements de la crise d'octobre 1987. Sur les grandes places financières, les autorités ont réagi en renforçant la coordination des instances de surveillance des marchés. Elles ont également renforcé la centralisation des informations relatives aux positions ouvertes par les intervenants. Tirant les leçons des maladresses commises dans les années trente, les autorités monétaires américaines ont lâché les vannes de la monnaie et du crédit provoquant deux phénomènes : la détente des taux d'intérêt et le retour au calme des marchés financiers ; une impulsion économique et financière évitant la désolvabilisation des agents et des faillites.

Dans le même temps, les règles d'intervention sur les marchés financiers, leur surveillance et leur contrôle étaient rendus plus sévères.

En principe, les nouveaux produits financiers permettent que les risques soient portés par ceux qui le veulent bien, moyennant un certain prix. La question de l'évaluation du prix du risque est centrale pour se prononcer quant à l'influence des nouveaux produits financiers vis-à-vis de l'efficacité et de la stabilité du système économique :

- l'efficacité est présumée améliorée si les prix intègrent correctement

l'information. Aucune certitude n'existe à cet égard, ni dans un sens, ni dans l'autre : d'une part, l'information circule quasi instantanément et elle est reçue par des gestionnaires de haut niveau intellectuel ; d'autre part, on ne peut nier les phénomènes de surréaction et la rationalité douteuse de certains processus de décision ;

- de la même façon, si le prix du risque est systématiquement sous-estimé, le système, loin d'être plus stable, est, en réalité, plus risqué.

Toutefois, à l'heure actuelle, il est impossible de trancher ces questions car le fond du problème est que l'on a changé d'espace et que l'efficacité ne s'apprécie qu'en référence à des scénarios conventionnels dont la probabilité est arbitraire et qui relèvent de raisonnements complexes, comme ceux de la théorie des catastrophes.

En amont de ce débat, se pose la question de la viabilité du système de l'économie de marchés de capitaux : les mécanismes de marché introduits dans le sillage bouillonnant du processus de déréglementation, associés à la lucidité croissante des acteurs économiques, favorisent l'équilibre des forces dans le conflit d'intérêts qui oppose débiteurs et épargnants. L'équilibre en question ne peut qu'éloigner les perspectives de résorption des déséquilibres financiers mondiaux. Tout particulièrement parce que les Etats-Unis rencontrent des difficultés à ralentir la progression de leur endettement extérieur au moyen de la baisse du dollar. Comme l'enseignent les réactions des marchés financiers en 1987, et dans une moindre mesure en 1989, les épargnants-créanciers gestionnaires de capitaux opposent (notamment à une baisse du dollar) une réaction à la hausse des taux d'intérêt. Dans le cadre actuel, la solution du problème du retour à l'équilibre financier des Etats-Unis n'est pas connue. L'ignorance elle-même du devenir d'un système en état métastable constitue un puissant facteur d'instabilité, générateur d'inhibitions. Au surplus, le niveau élevé des taux d'intérêt réels qui accompagne le fonctionnement actuel du système financier mondial est incompatible avec le retour, à un terme raisonnable, d'une croissance satisfaisante.

Le processus de déréglementation a instauré les conditions qui permettent à l'épargne de mener une défense efficace contre l'érosion de sa valeur. Ce point est fondamental pour comprendre que le devenir du système financier est tributaire de l'évolution du contexte qui l'a fait apparaître. Or, de ce point de vue, un renversement du contexte idéologique ne peut être exclu. Il existe en effet un paradoxe de la défense de l'épargne : à une meilleure défense contre l'inflation due aux taux d'intérêt réels élevés est associé le risque de dépréciation du patrimoine investi en obligations et en actions, et par conséquent, le risque d'ébranlement des institutions financières et des systèmes de retraite. Cette situation pourrait susciter un mouvement de re-réglementation au motif que la déréglementation, si elle a diminué les

financiers, ceux-ci n'ayant que rarement la possibilité de maintenir une stricte concordance de la structure par terme ou par devises de leur passif et de leur actif. Il y eut donc de la part, à la fois, des intermédiaires financiers et des institutions non financières un besoin de développer des techniques de couverture et des stratégies pour faire face au risque engendré par une volatilité supérieure ; c'est de là qu'est venue l'incitation principale à développer de nouveaux instruments financiers susceptibles de transformer et de déplacer la charge du risque. Les déséquilibres de balances courantes ont, quant à eux, déplacé des flux importants de créances et de dettes qui ont impliqué, de la part du système financier, de tenir compte des goûts et des besoins des différents types de prêteurs et d'emprunteurs, notamment en fonction de leur nationalité.

Diminution et/ou partage du risque

Parce que les titres de créance qui se sont substitués à l'endettement bancaire sont portés par des organismes de gestion collective dont la quasi-totalité ont des liens de dépendance avec des institutions financières, les deux systèmes financiers — économie d'endettement (ou « de financements administrés ») d'une part, économie de marchés de capitaux, d'autre part — distingués par les macro-économistes ne présentent pas de risques de nature tellement différente. Par ailleurs, la difficulté de la gestion des nouveaux produits tient en particulier dans l'insuffisance de leur définition juridique et corrélativement dans l'insuffisance des règles de droit qui, ne les ayant pas prévus, les régissent. Il convient de souligner que ces nouveaux instruments permettent de faire supporter le prix du risque de marché, et de le déplacer d'un agent vers un autre, mais n'éliminent pas ce risque au niveau global.

On peut citer, à cet égard, les deux exemples les plus directs : les marchés à terme et les marchés d'options. Moins qu'un processus d'élimination du risque, ces techniques financières sont en réalité un processus d'explicitation du risque. Ce qui se dégage, c'est une nouvelle activité : celle de porteur de risque. Cette activité a vocation à être rémunérée un peu à l'instar de celles qu'acceptent de courir, et pour lesquelles s'organisent, les compagnies d'assurances. Pour ces dernières en effet, tant que les probabilités d'occurrence des risques sont suffisamment visibles pour permettre une tarification assurant leur équilibre financier, le système est viable. Dans le cas des nouveaux instruments financiers, nous n'avons pas la certitude que la connaissance soit suffisante pour que l'équilibre d'ensemble soit garanti (c'est-à-dire que les risques soient évalués à leur prix véritable). La plus grande distance qui existe entre le prêteur et l'emprunteur dans un système de marché que dans un système d'intermédiation par des institutions de crédit peut en principe être diminuée par la présence et les activités

d'agences de *rating* et de firmes d'analyse financière. Toutefois, au plan global, la source majeure de risque provient de la difficulté à établir le juste prix des instruments financiers nouveaux. A cet égard, on l'a vu aujourd'hui la présomption que nombre de ces instruments sont en réalité sous-appréciés au point de vue de leur valeur, ce qui signifie que les marchés monétaires qui les engendrent peuvent être insuffisants pour compenser les risques dont ils sont destinés à prémunir les agents.

Bulles spéculatives

Précisément, le phénomène des bulles spéculatives a été analysé pour mettre en lumière le fait que des agents rationnels et parfaitement informés peuvent laisser se développer des écarts entre les prix de marché et la valeur fondamentale des actifs. De tels écarts apparaissent dès lors que la référence pour l'investisseur n'est plus la valeur fondamentale (« économique ») de l'actif, mais l'idée qu'il se fait du comportement des autres opérateurs. Dans son essence, ce phénomène avait déjà été dépeint de manière ramassée par Keynes : « *Le placement fondé sur une véritable prévision à long terme est de nos jours une tâche trop difficile pour être souvent possible. Ceux qui s'y attellent sont sûrs de mener une existence beaucoup plus laborieuse et de courir des risques plus grands que ceux qui essayent de deviner les réactions du public plus exactement que le public lui-même.* »

307

Une fois mise en œuvre, cette approche reçoit sa validation, du simple fait qu'elle est utilisée et que, par conséquent, le marché évolue bien en vertu des considérations qu'elle privilégie. En longue période, le cours des actions est corrélé avec les anticipations de profit, ces dernières étant pour partie forgées à l'aide de l'observation des profits. Or, les années soixante-dix/quatre-vingt ont connu des variations des profits particulièrement marquées. Dans ces conditions, il n'est pas anormal d'observer des oscillations des cours des actions en Bourse, oscillations en outre amplifiées par la plus grande rapidité d'ajustement des variables financières aux anticipations. Par exemple, la vive reprise économique amorcée en juillet 1982 à la suite du relâchement de la politique monétaire des Etats-Unis et à partir d'un contexte dépressif particulièrement prononcé, a entraîné une remontée encore plus vive des cours des actions, propice à l'apparition d'une « bulle » spéculative. Le contexte macro-économique mondial, caractérisé par de profonds déséquilibres des balances des paiements des grands pays industrialisés a favorisé le découplage entre les cours de Bourse et une évaluation économiquement fondée de la valeur des titres.

Les restructurations industrielles constituent l'un des aspects importants de la phase traversée par l'économie mondiale dans les années quatre-vingt.

rigidités, a accru les risques de système. D'autres prétextes, plus accessibles au grand public, et dont on aperçoit les prolégomènes, peuvent être avancés qui se nourrissent des considérations morales, des manquements à la déontologie, etc. Quelle forme peut prendre la re-réglementation ? Les pouvoirs publics feront-ils disparaître les options, les marchés à terme d'instruments financiers, les titres de créance négociables, etc., comme ils les ont créés ? Ce n'est pas nécessaire. En particulier, la hausse des coefficients de réserves obligatoires applicables aux titres de créance négociables peut parfaitement suffire à ramener le système financier sur les rails de la prépondérance de l'intermédiation ; des règles juridiques définissant l'organisation des marchés pourraient être édictées qui en feraient disparaître les attributs de liquidité et d'efficacité.

Il pourrait paraître paradoxal de renvoyer la question de la parade aux risques associés à la nouvelle finance en dehors du système financier. C'est pourtant ce qu'il est tentant de faire. L'économie mondiale depuis qu'elle est entrée en récession effectue un ajustement, notamment au niveau des bilans des intermédiaires financiers. Néanmoins, il est peu probable que cette phase d'ajustement pourra durer suffisamment pour ramener les patrimoines à des structures convenables, notamment pas les patrimoines de grands Etats et, particulièrement pas celui des Etats-Unis.

Par suite, sauf à voir l'actuelle récession accomplir de manière exceptionnellement rapide et efficace le gommage des principaux déséquilibres générateurs de risques, il est probable que des changements structurels interviendront qui permettront la résolution de la crise d'endettement par la voie classique de l'impôt forcé d'inflation.