

Les marchés financiers internationaux après la tourmente asiatique

Jean Kertudo
Économiste
Banque des règlements
internationaux



La crise asiatique a montré que des progrès substantiels doivent être réalisés dans la gestion du risque de crédit mais aussi que l'architecture financière internationale, organisée au lendemain de la guerre, était devenue inadaptée.

Avec des taux de croissance des encours de crédit bancaire et de titres de dette de 13 et 20 % respectivement, l'activité sur les marchés internationaux des capitaux en 1997 ⁽¹⁾ s'est inscrite dans une euphorie générale de la sphère financière, que la crise asiatique n'a que brièvement perturbée. Les principales causes sont maintenant bien connues : abondance des liquidités, internationalisation de l'épargne et redistribution des composantes-risque des positions. En fait,

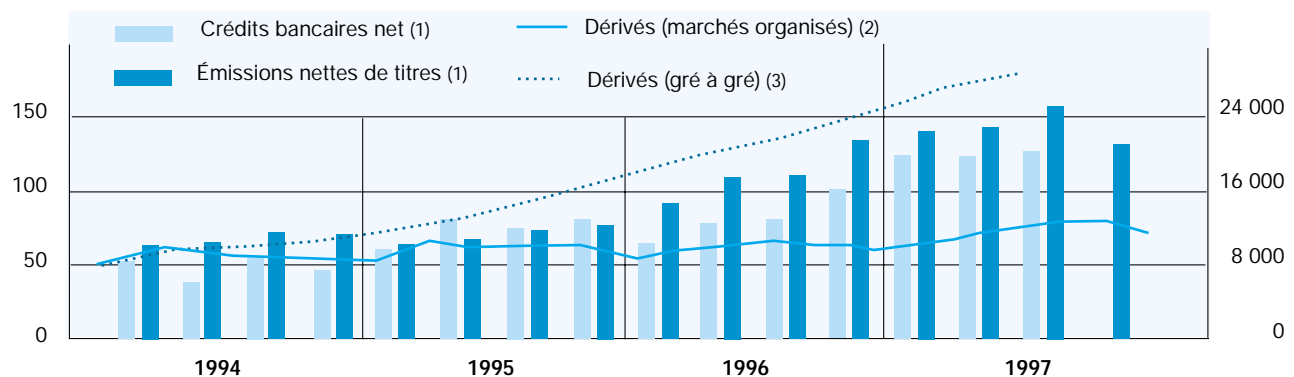
ce dernier facteur est sans doute prépondérant, si l'on en juge par l'importance des transferts de fonds sur l'interbancaire et la multiplication des opérations de titrisation observées l'an dernier sur les marchés internationaux ⁽¹⁾. Par ailleurs, abstraction faite de son impact sur l'économie mondiale, l'incidence des événements en Asie apparaît plus forte que ne le suggèrent les données, ne serait-ce que par les réflexions qu'elle suscite sur «l'architecture» du système financier international.

La crise asiatique...

Des indicateurs macro-économiques rassurants et la course au rendement expliquent l'afflux persistant des capitaux vers les pays asiatiques jusqu'à l'éclatement de la crise. Une fois amorcé, le repli s'est nourri de lui-même, mettant en évidence des dettes à court terme excessives, des systèmes financiers déficients et opaques et des structures politiques inadaptées.

La dépréciation d'une monnaie entraînant celle des pays voisins, l'effet

① Activité des marchés financiers internationaux (en milliards de \$US)



(1) Moyenne mobile sur quatre trimestres

(2) Encours notionnel des contrats (terme et options) sur devises, taux d'intérêt et indices boursiers.

(3) Encours notionnel des contrats d'échange (devises et taux) et instruments connexes (données semestrielles).

Sources : Banque d'Angleterre, Euroclear, Euromoney, Futures Industry Association, International Financing Review (IFR), International Swaps and Derivatives Association (ISDA), International Securities Market Association (ISMA), données nationales, BRI.

domino, parti de la Thaïlande en juillet vers les autres pays de l'Asie du Sud-Ouest pour toucher, en octobre, la Corée et, en partie, Taiwan, Hongkong et Singapour, s'est vite transformé en « effet ping-pong ». Depuis le début de l'année 1998, cependant, la situation est plus différenciée, même si le marasme de l'économie japonaise pèse sur l'ensemble de la région. D'une part, la Thaïlande et la Corée semblent avoir convaincu leurs créanciers de leur détermination à assainir le système financier national et donc retrouvé une certaine crédibilité. D'autre part, les réticences du gouvernement indonésien à adopter un programme de réformes ont retardé une véritable remontée de sa monnaie (après le plongeon de décembre et janvier), préalable à toute politique de redressement.

Avec le recul, pourtant, c'est moins la spirale infernale dans laquelle s'est trouvé enfermée cette région du monde qui surprend que sa contagion limitée, à la fois dans l'espace et le temps. Alors que les primes de risque de la dette des pays latino-américains s'étaient brutalement tendues à la fin d'octobre, le renversement n'a été en rien comparable à ce qu'on avait observé début 1995, au plus fort de la crise mexicaine ②. Par ailleurs, les monnaies de la région, ainsi que celles des pays d'Europe de l'Est, ont peu souffert, même si une fuite vers la qualité a temporairement provoqué une hausse brutale du dollar, une baisse des rendements de référence (dettes publiques américaines et allemandes) et une tension sur les taux d'intérêt de certains pays à risque (au-delà de 40 % au Brésil et en Russie). Il semble donc que, si les leçons ont été tirées, elles se manifestent moins sous la forme d'une remise en cause de la course au rendement de la part des bailleurs de fonds que dans une gestion plus dynamique des risques, de marché, mais aussi et surtout, de crédit.

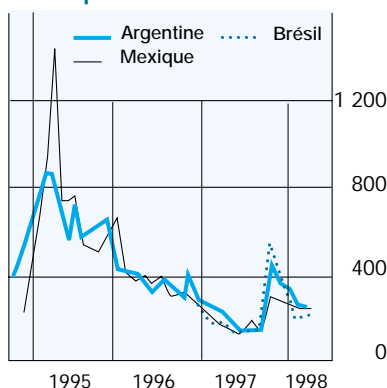
... révèle des failles dans la gestion des risques...

Au cours des dernières années, la gestion active des risques de marché a pris une importance considérable. Si cet engouement s'est plus porté sur les instruments dérivés de gré à gré que sur les marchés organisés (avec une valeur notionnelle des positions ouvertes sur le premier de plus de 30 000 milliards de dollars, contre 12 000 milliards sur les seconds, toutes places

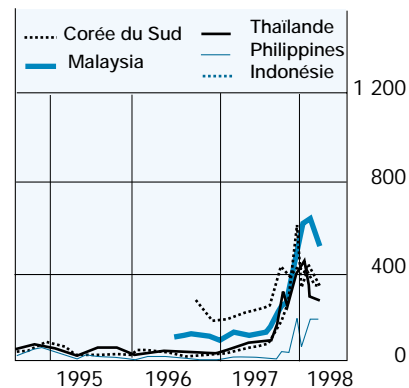
② Obligations internationales* en dollars EU d'émetteurs souverains : prime par rapport à l'obligation du Trésor EU 10 ans

En point de base

Amérique latine



Asie



* Amérique latine et Philippines : obligations Brady ; Asie : euro-obligations à 10 ans. Sources : Bloomberg ; Datastream ; BRI.

confondues), tous sont indissociables d'une révolution dans la gestion des risques qui a vu l'approche de portefeuille par composante de risque se substituer à celle par transaction. Comme l'a souligné Susan Phillips, membre du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, lors de la réunion annuelle de l'ISDA en mars dernier à Rome, les trois ingrédients qui ont le plus contribué à cette évolution sont : des modèles d'évaluation largement acceptés, des données historiques et des instruments de couverture liquides.

Paradoxalement, alors que le risque de crédit reste le plus important – les dérivés de marché l'ayant multiplié (à travers les risques de contrepartie) – la gestion dans ce domaine reste quelque peu rudimentaire, s'appuyant sur les notations d'agence, des limites internes et, plus récemment, sur les mécanismes de vente de prêt et de titrisation, souvent à travers l'émission de titres par des entités financières indépendantes par nantissement de créances de la maison mère (2). En révélant des pertes importantes, à la fois par les intervenants locaux et les intermédiaires, la crise asiatique a stimulé la recherche de systèmes d'évaluation quantitative des risques de crédit et d'instruments de couverture. Il convient cependant de souligner que, si les estimations de ces derniers, exclusivement de gré à gré, varient considérablement, les plus optimistes situent la valeur notionnelle des encours à moins de 1 % des positions sur risque de marché, évaluées elles à plus de 40 000 milliards de dollars. Les insuffisances en termes de

données historiques et le manque de standardisation des pratiques restent des handicaps majeurs.

... et dans le système financier

La crise asiatique a, par ailleurs, mis en lumière l'interdépendance, mais, en même temps, la complexité des liens entre marchés. Ainsi, la sanction est apparue d'autant plus sévère qu'à la grande diversité des investisseurs est venue s'ajouter une multitude de circuits dans les prises de risque envers la région. Si l'on ne dispose d'aucune évaluation globale, qui continue de faire l'objet de débats, il existe de nombreuses illustrations d'usage des stratégies spéculatives à effet de levier. Par exemple, le bas niveau des taux d'intérêt au Japon a encouragé les emprunts en yens pour financer diverses formes d'investissement en d'autres monnaies offrant des rendements plus alléchants (par stratégie de *carry trade*). Le renversement de ces opérations a contribué incontestablement à amplifier la chute des monnaies asiatiques. La crise a aussi révélé les failles dans ce que Michel Camdessus a appelé l'architecture financière internationale qui, conçue au lendemain de la guerre dans un environnement de faibles mouvements de capitaux et de parités fixes, est devenue inadaptée. Des engagements ont été pris lors de la dernière réunion du G 7 en avril dernier pour : « promouvoir un fonctionnement plus efficace des marchés mondiaux, améliorer la transparence et l'information, renforcer les systèmes

financiers, évaluer le rôle de la communauté internationale et promouvoir un partage approprié des charges avec le secteur privé». Mais si la mondialisation des marchés est en soi un défi de taille pour des structures réglementaires qui restent nationales, son caractère opaque et changeant rend la tâche plus ardue.

Une mondialisation oscillant entre concentration...

Certains forces sous-jacentes de cette mondialisation peuvent sembler transitoires. C'est le cas du passage à l'euro avec la disparition attendue des monnaies nationales (et des taux d'intérêt correspondants) au sein du groupe des pays participants. Pourtant, à travers la restructuration financière qui lui est associée, l'euro a souvent servi de catalyseur à de nombreuses initiatives placées sous le double signe de la concentration et de l'éclatement de la finance internationale. Concentration, avec une vague sans précédent de fusions, acquisitions et alliances. Longtemps focalisé sur les métiers de banque d'investissement, notamment de la part de banques commerciales, confrontées à un amincissement des marges sur leurs métiers traditionnels, le processus s'est élargi à l'ensemble de l'industrie des services financiers – intermédiaires (y compris bourses et dérivés) autant qu'investisseurs. Les principales causes en sont : l'harmonisation et la libéralisation des cadres réglementaires (en Europe mais aussi aux États-Unis et au Japon), la baisse des profits dans les domaines traditionnels des banques d'investissement (tels que l'émission, le placement et le négoce de titres), l'innovation et l'avancée technologique (en facilitant la modélisation et la gestion des risques sur une base de portefeuille), ainsi que la croissance rapide des caisses de retraite et des fonds de placement.

... et éclatement des services financiers

Éclatement aussi, tout d'abord comme contrepartie de la concentration, qui a accentué le contraste entre les stratégies axées sur l'offre de services financiers totalement intégrés à l'échelle planétaire et celles qui se concentrent sur un domaine essentiel ou des créneaux particu-

liers. Le désengagement de certains établissements (britanniques notamment) traduit, en fait, l'échec de leurs recherche de synergie entre produits et services. Éclatement, ensuite, par l'arrivée de nouveaux intervenants, comme les agences d'information financière, dans le négoce des titres et instruments dérivés ou dans d'autres formes de services d'intermédiation. Éclatement, enfin, par décomposition et négoce séparés des différentes composantes du risque des positions encourues. L'avancée dans les technologies de l'information et de la communication a été déterminante à cet égard, en offrant de nouveaux supports à la dissémination de l'information et en réduisant les coûts d'investissement et de transaction.

S'il peut sembler paradoxal que la technologie favorise à la fois la concentration et l'éclatement des services financiers, elle s'inscrit dans un cadre plus général s'appuyant sur les capacités des dirigeants des entreprises financières à contrôler les risques, que ce soit pour un seul produit ou service, ou dans leur totalité. Comme le soulignait encore Mme Phillips lors d'une conférence à Chicago en novembre dernier : *«l'adoption d'une culture d'entreprise ayant le risque comme élément central, du plus haut au plus bas niveau des ressources humaines de l'entreprise, représente le programme ultime d'assurance de qualité pour les clients mais aussi pour le système en général»* (3). Cette approche de marché reste le point d'ancrage de la nouvelle architecture financière encore en gestation. Il n'est pas sûr, cependant, que les stratégies des intervenants tiennent suffisamment compte des lacunes dans les méthodes de gestion et l'infrastructure réglementaire. En dépit des progrès accomplis dans ces domaines, l'éclatement de nouvelles bulles financières n'est pas à exclure. ■

Rédaction achevée le 19 mai 1998

(1) Pour plus de détails, voir la publication trimestrielle de la BRI sur «L'activité bancaire et financière internationale», Bâle, février 1998, ainsi que celle de juin 1998.

(2) En anglais : «asset-backed securities» ou ABSs, émis par des «special purpose vehicles» ou SPVs, souvent localisés dans des zones franches, pour des raisons de fiscalité ou de réglementation, et bénéficiant de mécanismes complexes et différenciés de «rehaussement» de cote de crédit de la part de la maison mère.

(3) «Asset/Liability and Treasury Management Conference» du «Bank Administrative Institute», Chicago, 4 novembre 1997.