

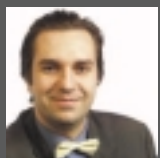
Recherche

Les innovations financières

Les années passées ont été jalonnées par de nombreuses innovations financières.

Les nouvelles technologies ou réglementations, l'apparition de risques différents, sont autant de catalyseurs pour la conception de nouveaux produits.

D'UN POINT DE VUE ÉCONOMIQUE, les innovations financières trouvent leur origine dans la volonté des différents agents (ménages, entreprises, institutions financières, etc.) de maximiser leur richesse. Notons que la réalisation de cet objectif de performance se fait sous certaines contraintes comme celle du risque que les agents économiques sont prêts à prendre pour atteindre leur objectif. Un nouveau produit sera un succès s'il répond à un besoin des acheteurs et permet à l'émetteur de faire un profit, les deux acteurs maximisant ainsi leurs intérêts respectifs. La recherche du profit et la satisfaction des besoins des clients sont donc à la base du processus d'innovation.



**FRANÇOIS
LONGIN**

Professeur
de finance

ESSEC

Consultant
au CCF

LES ÉLÉMENTS DÉCLENCHEURS

Pour qu'un nouveau produit soit créé, il faut un changement dans l'environnement. Les innovations financières peuvent être stimulées par de nombreux facteurs : l'élaboration d'une nouvelle méthode d'évaluation d'actifs financiers, l'apparition de nouveaux risques, une évolution du cadre légal, ou encore un changement dans la réglementation financière

elle-même. Ce dernier facteur est plus sensible pour le secteur financier qui est l'un des secteurs les plus réglementés.

En résumé, l'analyse d'une innovation doit considérer deux aspects : l'intérêt des agents économiques (satisfaction des besoins des clients et recherche du profit par les entreprises) et l'élément déclencheur. Quelques exemples sont donnés ci-dessous pour illustrer les facteurs stimulants des innovations financières.

L'ÉLABORATION D'UNE NOUVELLE MÉTHODE D'ÉVALUATION

Au début des années 1970, différents travaux académiques réalisés par Fisher Black, Myron Scholes et Robert Merton ont proposé un cadre d'analyse rigoureux permettant aux institutions financières émettrices de déterminer le prix des produits dérivés et les techniques de gestion des risques associés afin de sécuriser les marges sur ces produits. Alors qu'avant l'apparition de ces modèles mathématiques, donner un prix à une option ressemblait plutôt à un jeu de devinettes, le risque peut désormais être quantifié et les produits s'y rattachant être évalués. Ce type de travail scientifique a incontestablement contribué au développement extraordinaire qu'ont connu les produits dérivés ces trente dernières années. Si l'existence

d'une technique d'évaluation apparaît comme une condition nécessaire pour le lancement de certains nouveaux produits, il ne s'agit cependant pas d'une condition suffisante, le produit devant avant tout répondre au besoin de couverture d'un risque. Notons que l'existence d'un risque, mais surtout son importance, sont des éléments clés du succès des produits dérivés. Des études ont montré que la disparition de certains contrats à terme ou d'options était en effet directement liée à la faible volatilité des produits sous-jacents.

Au début des années 1970, la fin des accords de Bretton Woods a entraîné la fluctuation des monnaies les unes par rapport aux autres, et donc l'apparition d'un risque de change. Pour les entreprises et les institutions financières s'est posé le problème de gérer ce risque, c'est-à-dire de réduire voire d'éliminer l'impact de la fluctuation des taux de change sur leurs flux financiers. Peu de temps après l'abandon du système des changes fixes, les premiers contrats à terme et optionnels échangés sur le Chicago Board Options Exchange (CBOE) créé en avril 1973, sont apparus pour répondre à ce besoin.

Vers la fin des années 1970, suite aux changements dans la conduite de la politique monétaire aux États-Unis, les taux d'intérêt

ainsi que leur volatilité (qui mesure l'ampleur de leurs variations) ont fortement augmenté. L'accroissement du risque de taux a entraîné l'apparition de contrats à terme et optionnels sur les taux d'intérêt.

Actuellement, le financement des retraites s'appuie très largement sur le système de répartition, les cotisations versées par les actifs permettant de payer les prestations aux retraités. Si la réforme du financement des retraites se poursuit et aboutit à l'introduction du système de capitalisation, chaque personne active versera des cotisations qui seront investies dans un fonds de pension. Ces investissements sur les marchés financiers (en obligations ou en actions) s'accumulent et se revalorisent pour définir au moment de la retraite, un capital qui sera transformé en rente. Dans le système par capitalisation, l'inflation joue un rôle essentiel puisqu'elle diminue la valeur en euros constants des investissements et donc du capital ou du niveau de la rente. Dans un tel système, les salariés-épargnants sont intéressés pour se couvrir contre le risque d'inflation sur longue période afin d'assurer la conservation de leur pouvoir d'achat au moment de prendre leur retraite. Les produits indexés sur l'inflation comme les OATi pourraient alors connaître un certain succès auprès des particuliers.

UN CHANGEMENT DANS LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE

Pour maîtriser le risque sur les opérations de crédit, les institutions financières sont assujetties à respecter certaines règles concernant leur niveau minimal de leur capital. Par exemple, dans le cadre du ratio Cooke, une banque exposée sur une entreprise doit allouer en fonds propres 8 % du nominal du crédit accordé à cette entreprise. Les dérivés de crédit, comme les *credit default swap* (CDS), permettent aux banques d'optimiser leur capital réglementaire. Un CDS est un contrat dans lequel une banque A

reçoit d'une autre banque B une protection contre le défaut sur le titre d'une entreprise en échange du versement d'une prime. Le capital à allouer pour la banque A dépendra de la contrepartie B mais sera en général beaucoup plus faible (de l'ordre de 1 à 2 %). Ce type de produit peut aussi être utilisé pour transférer une partie du risque lorsque les limites de crédit sur une entreprise donnée sont saturées. La réforme de la réglementation financière organisée par le Comité de Bâle vise à réduire ces arbitrages et à faire converger capital réglementaire et capital économique.

LES INNOVATIONS FINANCIÈRES SONT-ELLES DIFFÉRENTES DES INNOVATIONS INDUSTRIELLES ?

Sur le fond, il n'y a pas véritablement de différence entre innovations financières et innovations industrielles : satisfaction des besoins des clients et recherche du profit par l'entreprise sont à la base

pour les particuliers : les crédits à taux variable, les produits structurés et les produits indexés sur inflation. Pour chacun de ces produits, le risque, sa gestion et son appréhension jouent un rôle important.

Le premier exemple est celui des crédits à taux variable. Dans le passé, les banques proposaient traditionnellement aux particuliers des crédits à taux fixe. Comme les banques se refinaient sur le marché monétaire à court terme, elles étaient exposées au niveau de leur gestion actif/passif à un risque de taux. En cas de hausse des taux, la réduction de l'écart entre le taux du crédit et le taux de refinancement se traduit en effet par une réduction de la marge pour la banque. Suite à l'augmentation du niveau des taux d'intérêt et de leur volatilité dans les années 1980, les profits des banques se sont trouvés mis à mal. Comme le taux des crédits à taux variable est indexé sur un taux du marché monétaire, ce type de

“ Dans les secteurs bancaire et financier, les investissements sont relativement moins importants et l'existence de brevets se justifie peut-être moins. ”

du processus. Cependant, en ce qui concerne le secteur de la banque et de la finance, notons l'importance de la réglementation qui peut amener les institutions financières à inventer de nouveaux produits pour s'adapter aux contraintes réglementaires. Ces produits sont souvent émis par des institutions financières pour des institutions financières. C'est le cas des dérivés de crédit qui permettent aux banques d'optimiser leur capital réglementaire.

FACTEURS DE SUCCÈS

Comme nous l'avons déjà indiqué, il faut que l'innovation corresponde à un réel besoin de la part des clients. Étudions quelques exemples de produits innovants

crédit permet aux banques d'assurer leur marge. Du côté des particuliers, le taux fixe des crédits à l'émission est plus élevé que le taux variable. En empruntant à taux variable, le particulier obtient donc un crédit à un coût moindre, mais accepte de prendre le risque d'un taux plus élevé dans le futur, même si ce risque reste limité grâce à des clauses telles qu'une limite du taux (*cap*) ou la possibilité de transformer le crédit à taux variable en crédit à taux fixe. Cette innovation permet aux banques d'assurer leurs profits et aux particuliers de réduire leur coût de financement pour une prise de risque limitée. Elle trouve son origine dans l'accroissement de la volatilité des taux d'intérêt.

Les produits structurés garantis

constituent également un exemple significatif. Les produits structurés garantis proposent à la fois une garantie en capital et une participation à la hausse éventuelle des marchés financiers. Dans le cas d'un marché baissier, le client retrouvera son ca-

tissement particulier de ce segment de la clientèle. Cette analyse est reprise sur le graphique ci-contre qui montre la relation entre la performance et le risque pour trois types de produits : placements sans risque, produits structurés et investissements sur les marchés financiers.

L'origine du succès actuel de ce type de produit se trouve sans doute dans le comportement récent des marchés. Après la forte chute de la bourse qui a refroidi plus d'un investisseur, des produits présentant une garantie et une participation à la reprise éventuelle des marchés, permettent à ces épargnants un retour calculé sur les marchés. Une autre explication tient peut-être à l'évolution de la culture

généralement des départements de marketing. Ces entités regardent à la fois les produits de la concurrence (qui reflètent déjà certains besoins des clients), mais sont surtout à l'écoute de leurs clients pour identifier leurs nouveaux besoins.

Pour la mise en œuvre de l'idée, au niveau de la production des produits, deux aspects sont importants : la fixation du prix du produit et la gestion en interne des risques associés à ce dernier. Pour des produits complexes présentant, par exemple, des clauses optionnelles, il est nécessaire d'avoir recours à des modèles mathématiques sophistiqués. Pour cela, les banques productrices possèdent des services de recherche quantitative capables de développer en interne de tels modèles.

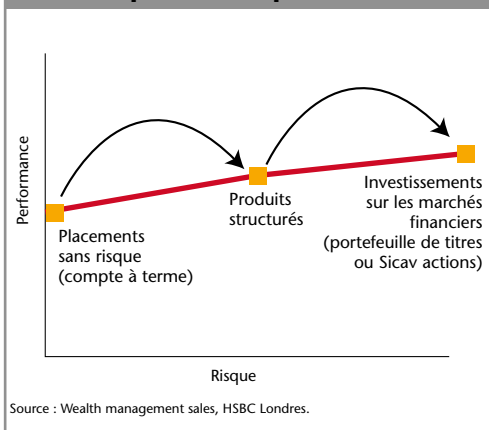
UN BREVET POUR LES INNOVATIONS FINANCIÈRES A-T-IL UN SENS ?

À l'heure actuelle, les innovations financières ne sont pas protégées par des brevets. Si une banque lance un produit aujourd'hui, une autre banque peut sortir le même demain ! Les brevets sont particulièrement adaptés à l'industrie, car la plupart des produits (un logiciel ou un médicament, par exemple) nécessitent des investissements en recherche et développement très importants. Pour que ces investissements soient effectivement entrepris, il est nécessaire d'accorder à l'entreprise innovante une période d'exclusivité suffisamment longue pour qu'elle puisse recouvrer ces dépenses et réaliser un profit. Dans les secteurs bancaire et financier, les investissements sont relativement moins importants et l'existence de brevets se justifie peut-être moins.

LES CHAMPS DE LA RECHERCHE LES PLUS PROMETTEURS

Plusieurs axes de développement sont discernables actuellement : en amont, au niveau de la conception des produits, il faut mieux anticiper, comprendre et

Analyse des produits en termes de risque et de performance



pital initial, mais la rémunération de son placement sera nulle et donc inférieure à celle d'un placement sans risque comme un compte à terme. Dans le cas d'un marché haussier, le client obtiendra une rémunération indexée sur celle du marché et supérieure à celle d'un placement sans risque, mais inférieure à celle d'un investissement sur les marchés financiers comme un portefeuille de titres ou une Sicav actions. Les produits structurés garantis apparaissent donc comme des produits intermédiaires : d'une part, plus performants en moyenne mais plus risqués que les placements sans risque, et d'autre part, moins risqués mais moins performants que les investissements sur les marchés financiers.

Ce type de produit s'adresse à des clients qui sont trop averses au risque pour oser perdre leur capital en bourse, mais tout de même pas suffisamment averses au risque pour abandonner un peu de performance en cas de baisse des marchés afin d'en obtenir davantage en cas de hausse. Les produits structurés répondent au besoin d'invest-

d'épargne des Français qui se manifeste par une part (un peu) plus importante de leur patrimoine financier investie en actions. Les produits garantis sont alors un bon point d'entrée pour un premier investissement boursier et un point intermédiaire pour un placement direct sur les marchés financiers.

DE VÉRITABLES INNOVATIONS FINANCIÈRES SONT-ELLES ENCORE ENVISAGEABLES ?

Tant que l'environnement changera (nouvelles technologies, nouveaux risques, nouvelles réglementations), de véritables innovations financières apparaîtront. Mais il est vrai que la plupart des produits lancés par les institutions financières, même s'ils sont toujours présentés comme des nouveaux produits, ne sont que rarement des produits réellement innovants.

Une innovation financière comporte à la fois une idée et sa mise en œuvre. Pour l'idée, les banques (que ce soit les salles de marché, les sociétés de gestion ou les réseaux bancaires distributeurs) possèdent des services de veille ou plus

reformuler les besoins des clients, et être plus réactif dans le développement des modèles permettant d'évaluer et de gérer les risques des produits proposés. En aval, au niveau de la distribution, il s'agit de mieux vendre les produits aux clients en expliquant les caractéristiques. Notons que le lancement de nouveaux produits n'est pas sans générer de nouveaux risques, tant au stade de la production qu'au stade de la distribution. À l'intérieur de la banque, les modèles censés gérer les risques associés aux produits peuvent générer eux-mêmes de nouveaux risques. Un modèle n'étant qu'une représentation de la réalité, son comportement et sa performance en termes de gestion peut être affectée par le choix de ses hypothèses. Une question qui revient souvent est de savoir quelle distribution statistique utiliser pour représenter les fluctuations de marché? Le choix – fréquent – d'une loi normale tend à sous-estimer les événements extrêmes tels que les krachs boursiers. Une loi avec queue épaisse sera alors plus appropriée pour tenir compte de la fréquence de ces événements. Pour maîtriser ce risque, la banque doit alors se doter d'une entité de validation de modèles.

Pour les clients, les produits proposés peuvent finalement ne pas correspondre à leurs attentes ou ne pas être bien compris. Les risques pris par les clients peuvent alors se traduire par des risques commerciaux pour la banque (risque de réputation ou risque de perte financière suite à des indemnisations de clients mécontents, ou pire, suite au départ des clients). Pour maîtriser ces risques, il est important de bien connaître ses clients, les banques utilisant de plus en plus de questionnaires, et de bien leur expliquer les caractéristiques des produits, les banques soignant les informations données dans les documents commerciaux. ■