

Sébastien GALANTI

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Il faut savoir mesurer les risques financiers afin d'en évaluer les conséquences. Telle est l'ossature commune des textes rassemblés dans cet ouvrage. Ce dernier rassemble des travaux de recherche présentés lors de différents évènements organisés par le *Groupement de Recherche Européen* (GdRE) n° 335 Banque, Monnaie, Finance, du CNRS. Dans le cadre de ce groupement, différents laboratoires s'associent autour de thèmes communs afin d'échanger, élaborer, et communiquer des avancées récentes en termes de recherche.

En particulier, les articles collectés dans cet ouvrage ont fait l'objet de présentations lors des Journées Annuelles du GdRE, en juin 2014 à Poitiers, et juin 2015 à Nice ; ainsi que lors de la Journée « Risques Financiers » accueillie par le Laboratoire d'Économie d'Orléans (LEO) en mars 2015.

En premier lieu, il convient de rappeler que le présent ouvrage ne saurait en aucune manière prétendre à l'exhaustivité. La recherche en finance s'est considérablement développée depuis les années 1990 et les sous-champs disciplinaires se sont multipliés dans des directions parfois disparates. Au contraire, si l'on souhaite une vision de l'état de la recherche à un moment donné, un échantillon de travaux sur un thème commun donne sans doute le meilleur aperçu des différentes façons d'aborder un problème. C'est pourquoi, en dépit de leur aspect hétérogène, les articles de recherches présentés ici sont réunis par des problématiques connexes.

Considérer un risque financier, c'est d'abord en dresser les contours. Les définitions que l'on peut apporter sont, d'emblée, multiples. Une définition générale, adaptable à tous les cas de figures, serait tellement abstraite qu'elle en serait inopérante.

Si l'on se place du point de vue de l'investisseur financier, le risque consiste dans l'évaluation des probabilités des gains et des pertes financières au niveau micro-économique. Un placement est incertain. Le succès d'un projet industriel n'est pas garanti. L'octroi d'un crédit dépend de l'évaluation des chances de remboursements futurs. La logique financière est, sous ce point de vue, une logique temporelle : on cherche à préserver ou faire fructifier une certaine valeur

à travers le temps, et l'incertitude réside dans la diversité des états du monde qui peuvent se réaliser à l'avenir.

En revanche, si l'on déplace le regard du point de vue de la collectivité économique, le risque financier est celui d'une faillite simultanée de nombreux acteurs, individuels ou collectifs, à un moment donné. Sous ce point de vue, la logique financière est plutôt une logique assurantielle, selon laquelle on cherche à éviter les effets de contagion rapide de la détresse financière entre les acteurs économiques. On est alors conduits à mener l'analyse des acteurs nodaux, ceux qui sont au centre des réseaux de relations financières, ceux par qui les profits – et les pertes – sont transmis de façon massive. En préalable, il convient de se donner les bons outils de mesures de detresses financières, et de scruter les points de passage d'un acteur financier à l'autre.

L'endroit où se nouent les relations financières a aussi une importance dans le diagnostic de risque qui est porté. Pour simplifier, on peut en retenir deux : le marché du capital et le marché de la dette. L'échange de morceaux de capital d'entreprise, ou d'actions, à la Bourse, n'est certes pas neutre en termes d'impact sur les entreprises concernées, et partant, sur toutes les variables macroéconomiques (consommation, production, investissement, revenu...) de l'aire économique dans lesquelles ces entreprises évoluent. Le « marché » de la dette est quant à lui scindé entre une véritable finance de marché, par l'échange de titres de dettes, et par une finance plus administrée, par l'octroi de crédit bancaire. Il n'est pas dit que la seconde soit moins porteuse d'efficacité économique, comme l'illustre la problématique de la titrisation du crédit. Ici, le risque consiste en ce que la chaîne du crédit peut être massivement rompue lorsque la confiance est rompue – c'est-à-dire lorsque les remboursements font défaut.

Nous venons d'esquisser le fait que le risque se mesure de façon nuancée selon que l'analyse est microéconomique, au niveau de l'investisseur individuel, ou au niveau macroéconomique, en termes de stabilité d'ensemble du système financier ; mais aussi, selon que l'on analyse des titres de capital ou des titres de dettes. Il en est de même pour les conséquences des risques.

Une analyse individuelle des risques de certains placements peut contribuer à expliquer pourquoi les fonds se déplacent, où ne se déplacent pas, vers certains véhicules, ou dans certains pays. Elle peut rendre service à un gouvernement soucieux d'attirer l'épargne internationale. Une analyse d'ensemble pointe les failles du système financier, par où se propagent les pertes financières, et constitue un guide utile à une autorité de marché responsable de la stabilité de l'ensemble.

L'étude des marchés boursiers permet de connaître qui possède les titres de propriété des entreprises, où s'échangent ses titres, et selon quels dispositifs. Elle est donc indispensable pour guider la politique industrielle d'un pays, mais aussi pour dessiner des garde-fous susceptibles d'empêcher les marchés de se fourvoyer dans des sous-évaluations (krachs) ou surévaluations (bulles)

massives. Quant à la dette, il n'est pas utile, en ce début de siècle, de rappeler les conséquences désastreuses pour l'économie et pour la société dans son ensemble d'une rupture de l'octroi de crédit.

La recherche permet enfin d'esquisser des solutions aux conséquences néfastes lorsque des prises de risques financiers sont menées de façon inconsidérées. Une des grandes réponses marchandes au risque est sa couverture par des produits d'assurance, sous la forme de « produits dérivés ». La complexité réside dans le fait que ces produits sont eux-mêmes négociables, c'est-à-dire que vendeurs et acheteurs de protection peuvent spéculer sur les titres dérivés eux-mêmes sans trop de considération pour les risques sous-jacents. L'autre grande réponse est la réglementation financière. Celle-ci, lorsqu'elle est assortie, précisément, de mesures adéquates et de sanctions proportionnées, peut atteindre une certaine efficacité pour juguler le risque. Mais, de façon consubstantielle, elle a pour effet de transférer des poches de risques là où la régulation est moindre, comme par un phénomène de vases communicants. Il convient donc de réguler avec précaution.

Tous les articles qui suivent reprennent, tels des carreaux de mosaïques, un ou plusieurs aspects des thèmes que nous venons d'évoquer, et forment, dans leur ensemble, une image assez évocatrice des multiples facettes de la notion de risque financier.

Les trois premiers articles abordent certaines facettes du risque sur les marchés actions, et suggèrent ainsi quelques dispositions pour le réduire. Les deux articles suivants se concentrent sur l'autre grand canal de financement de l'économie, en l'occurrence le système bancaire, et explorent des facteurs considérés comme aggravant le risque que les banques font peser au reste de l'économie. Enfin, les deux derniers textes illustrent des conséquences possibles de risques financiers sur l'économie dans des cas précis, à savoir les marchés de matières premières et la faillite des PME. Il faut souligner la diversité géographique des lieux abordés dans ces articles : Europe, Tunisie, Japon, Belgique et Chine. À l'image des flux financiers eux-mêmes, des points de vue internationaux sont inévitables.

Dans le premier article, « Fragmentation des marchés d'actions et financement de l'activité », Cécile Bastidon propose une explication du lien entre les réglementations des Bourses et la capacité des entreprises à financer leurs investissements. À travers le financement des entreprises, on comprend que l'impact s'étend à la croissance économique et à l'emploi dans une zone économique donnée. Le temps des Bourses de Valeurs et du monopole des Agents de Change est révolu depuis longtemps. Les « chocs réglementaires » RegNMS (États-Unis, 2006) et la directive MIFID (en Europe, 2007) ont officiellement introduit la possibilité de recourir à des plateformes alternatives pour effectuer des achats et ventes d'actions de sociétés cotées. Ces plateformes (BATS ChiX, Equiduc, Xetra, Turquoise...) deviennent donc des concurrents des traditionnelles Bourse

de Paris, de Francfort ou de Londres. Quelles peuvent être les conséquences de la fragmentation des marchés ?

L'impact se déroule en deux temps. Sur les marchés actions, on peut penser que la liquidité de certains titres est améliorée : on trouve plus rapidement preneur aux prix de marché. Ce fait lui-même n'est pas exempt de limites, toutefois. La volatilité, quant à elle, est augmentée : les volumes de transactions effectives se répartissant entre plusieurs Places, les prix tendent à devenir plus sensibles aux variations de volume. Les investisseurs ultimes ont besoin que le marché fixe des prix d'actions à peu près stables, afin de planifier leurs achats de titres lorsqu'une société procède à une émission pour financer un investissement. Si le prix est volatil, ces investisseurs sont moins enclins à prendre des risques pour financer les entreprises, et la volatilité sur le marché secondaire se transmet au marché primaire. C'est pourquoi, dans un deuxième temps, le financement des entreprises se restreint, ce qui peut avoir des conséquences macroéconomiques importantes. Cécile Bastidon vérifie cette intuition dans le cadre d'un modèle théorique rigoureux et en définit les conditions de validité.

Il en ressort clairement que l'innovation réglementaire, qui supposait que davantage de mise en concurrence serait positive, avait sous-estimé l'impact collectif néfaste d'une hausse de la volatilité, sans doute par une focalisation trop grande sur les aspects positifs en termes de liquidité de cette concurrence. Le risque d'ensemble en a ainsi été sous-estimé. C'est sans doute pourquoi, comme l'article le rappelle en conclusion, l'Union européenne a entamé une réforme de la directive MIFID en 2014, afin d'encadrer les pratiques de « trading haute fréquence » qui profitent de la segmentation en augmentant la volatilité des cours boursiers.

Les variations intempestives des prix peuvent aussi être causées par du « bruit », comme le montre le deuxième article, « Le web a-t-il un pouvoir de prédiction sur la Bourse ? », par Michela Nardo et Erik van der Goot. La théorie standard en finance admet l'hypothèse de marchés informationnellement efficaces : chaque nouvelle information est prise en compte rapidement par les investisseurs, qui l'utilisent pour réaliser des arbitrages profitables. Autrement dit, les cours d'actions fluctuent en fonction de l'arrivée de nouvelles informations. Les prix doivent donc refléter les informations disponibles.

Dans ce cadre, l'explosion de données disponibles sur internet est en mesure de changer la donne. Ou bien cela contribue effectivement à guider les investisseurs, et les prix évolueront de façon souple, avec une volatilité stable. Ou bien, au contraire, l'internet favorise l'éclosion de rumeurs, parfois contradictoires, parfois infondées, bref, de « bruit », qui peut induire les investisseurs en erreur et partant contribuer à une plus grande volatilité sur les marchés.

S'il est essentiel savoir si l'information en ligne peut affecter fortement les cours d'actions, c'est qu'une rumeur négative sur une ou plusieurs entreprises peut, par effet domino, provoquer des variations disproportionnées des prix et

entraîner des conséquences dramatiques. Cela est particulièrement vrai pour les cours d'actions de sociétés financières qui sont au cœur de l'acheminement de l'épargne à l'investissement. C'est pourquoi l'article se centre sur les cours de dix grandes banques cotées sur les principales Places mondiales, et classifiées comme banques « systématiquement importantes » par le Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*, FSB).

L'article analyse les pages publiées sur plus de 4 000 médias en ligne dont les textes mentionnent des mots reliés aux dix banques concernées, sur cinq mois. L'analyse textuelle menée permet de distinguer la tonalité « positive » ou « négative » des phrases analysées, et ce en 14 langues. Les résultats sont, au premier abord, rassurants : en moyenne, il n'y a pas de corrélation entre le « buzz » à propos des banques et les variations de prix dans les jours qui suivent. Cependant, dans le détail, certaines banques paraissent significativement sensibles aux « buzz », et particulièrement en Europe. Ceci permet donc d'aider les régulateurs de marchés à anticiper certaines turbulences et à agir promptement. De plus, les auteurs soupçonnent un impact plus important à une échelle intra-journalière, ce qui ouvre une piste de recherche future. Enfin, l'analyse montre que les informations internationales (annonces de la BCE, etc.) sont plus importantes que des informations locales ne concernant qu'une banque en particulier.

Si l'on se tourne maintenant vers le point de vue de l'investisseur, l'information disponible peut-elle être utilisée pour évaluer le risque du placement action ? Le troisième article, « Les recommandations sur actions des analystes financiers sont-elles informatives et profitables ? Application à un marché frontière », par Raphaëlle Bellando, Zahra Ben Braham, et Sébastien Galanti, s'attache à répondre à cette question. La Bourse de Tunis est particulièrement intéressante à cet égard : elle fait partie des marchés établis, mais à capitalisation et liquidité comparativement faible. Elle est représentative de marchés financiers à un stade précoce de développement et offrant donc de forts potentiels de croissance, mais aussi des risques non négligeables. Ceux-ci sont, en partie, liés à un plus faible degré d'information disponible pour l'investisseur.

C'est pourquoi les recommandations publiées par les analystes financiers (« achat », « vente », « neutre ») sont, encore plus que sur les marchés développés, censées être des guides précieux pour les fonds d'investissements cherchant à diversifier internationalement leurs portefeuilles. Si cette hypothèse est vérifiée, les cours boursiers doivent réagir fortement aux recommandations, et les portefeuilles qui suivraient ces conseils au cours du temps devraient procurer une rentabilité plus importante que celle obtenue en suivant passivement l'indice de marché.

Les résultats ne montrent pas une grande « informativité » des recommandations. L'impact sur les prix n'est pas statistiquement nul, mais il est d'une magnitude modeste si on le compare aux travaux portant sur d'autres pays.

De même, l'étude reconstitue après coup plusieurs portefeuilles qui suivraient aveuglément les recommandations au cours du temps. Certains ne procurent pas de rentabilité excédentaire au taux de croissance du marché, d'autres permettent une rentabilité légèrement supérieure.

Néanmoins, les chiffres obtenus sont de même ordre de grandeur que ceux concernant des pays comparables (Taïwan, pays d'Asie du Sud-Est, pays nord-africains et du Moyen-Orient), voire certains pays développés. En bref, un investisseur gagnerait à suivre ces recommandations, mais les gains restent modestes compte tenu du risque pris. On peut penser que la faible liquidité sur ce marché empêche l'information détenue par les investisseurs d'être complètement transmise dans les prix.

Les marchés développés, eux aussi, ne sont pas exempts de faiblesse structurelle dans leurs systèmes financiers. Il en va ainsi du Japon, analysé dans le quatrième article « La centralité systémique des méga banques dans les *keiretsus* », par Laurence Loulmet. Jusque dans les années 1990, les banques japonaises ont un rôle central dans le financement d'entreprise. De ce fait, elles ont été montrées du doigt suite à la profonde crise financière traversée par le Japon depuis 1991. C'est pourquoi, de 2001 à 2004 une série de réformes a tenté d'augmenter le contrôle externe des banques et de développer l'accès au financement de marché des entreprises. De nombreux investisseurs institutionnels sont devenus actionnaires des banques. On visait à accroître la transparence du financement.

Les choses ont-elles réellement changé? L'article recourt à une analyse de graphe, d'après un classement des entreprises par rang d'importance dans l'actionariat croisé de plusieurs milliers d'entreprises japonaises. Il en ressort que, certes, les *keiretsus*, ces ensembles complexes de grands groupes soudés par des participations croisées, se sont largement recomposés. Mais le passage de nombreux groupes financiers au statut de holding a maintenu, voire renforcé, le rôle des banques comme acteur central du système, non seulement au sein des *keiretsus*, mais aussi entre ces grands groupes. Les banques contrôlent, à des degrés divers, les entreprises non seulement en tant que créancières mais aussi en tant qu'actionnaires. Le fait qu'elles soient, elle-même, un peu plus contrôlées par des investisseurs institutionnels n'a pas changé le fait qu'elles sont « trop centrales pour faillir ». La nouvelle répartition des pouvoirs n'a pas réduit la place des banques, qui sont encore plus interconnectées entre elles.

Le caractère « systémique » des banques, leur importance centrale pour le système financier, est bien sûr tout aussi prégnant dans l'Union européenne. Cela a conduit les autorités publiques à se porter garant du système bancaire lors de la crise financière globale de 2008-2009. Le cinquième article « Garanties publiques implicites offertes aux banques européennes : valeurs et déterminants », par Oana Toader, montre comment on peut estimer le montant de ces garanties, à partir de différents éléments publiés par les agences de notation. On estime que,

le fait que le marché anticipe que ces banques seraient sauvées par les États en cas de faillite permet aux banques d'emprunter des fonds à un taux de 0,25 % inférieur à ce qu'il serait sans garantie de sauvetage. Ce taux est une moyenne, et l'article montre que cet écart est plus grand lors de la crise (2007-2010).

Or cette garantie produit un effet pervers : cela conduit les banques à s'endetter encore davantage et contribue à fragiliser leur bilan. De plus, se sachant garanties, les banques peuvent être tentées d'accroître leur prise de risque.

L'étude montre les facteurs ayant le plus d'impact sur la taille de la garantie implicite. Celle-ci est, conformément à l'intuition, d'autant plus grande que la situation financière initiale de la banque est dégradée. De façon intéressante pour les régulateurs, la garantie est plus grande pour les banques à forte composante de banque d'affaires et plus faible pour les banques centrées sur la collecte de dépôts et le crédit. Cela semble conforter les propositions de séparation de banques d'affaires et de banques de dépôts. Enfin, l'étude démontre que la notation de la dette publique du pays où la banque opère joue aussi un rôle : plus la situation budgétaire de l'État responsable de sauver la banque se dégrade, plus la garantie est faible. Ainsi, si ces États devaient à nouveau sauver une grande banque, un cercle vicieux se mettrait en place par lequel la dette privée (des banques) serait à nouveau transférée en dette publique (déficit accru des États ayant sauvé les banques), qui affaiblirait en retour la capacité à sauver d'autres banques. Toutefois, les pays ou zones économiques ayant mis en place divers mécanismes de résolution (contraignant les créanciers des banques à supporter une plus grande part des pertes) montre une légère diminution de ce cercle vicieux.

Si la sphère financière peut donc diffuser les risques par contagion à l'ensemble de la sphère économique, elle peut aussi contribuer à diminuer l'impact des risques économiques. C'est, dans leur principe, le rôle des marchés dérivés, comme l'illustre le sixième article « Gestion du risque de prix dans les filières de matières premières : quel rôle pour les marchés financiers ? », par Yves Jégourel et Raphaël Chiappini. L'article commence par rappeler les outils alternatifs au marché pour limiter le risque de variation des prix de matières premières : le stockage, l'intégration verticale, ou différentes formes d'encadrement réglementaire. En parcourant la littérature importante sur le sujet, l'article établit quelques réflexions clés sur la question.

Sur le plan des faits, les opérateurs des filières de matières premières comme les organisations internationales ont globalement échoué à stabiliser les prix depuis les années 1970. Cela explique, mais seulement en partie, l'essor des marchés financiers de contrats à terme. Ces contrats à terme sont dits aussi produits dérivés (l'article s'intéresse plus particulièrement aux contrats *futures*). Par un contrat à terme, un producteur « fige » le prix auquel un acheteur de contrat s'engage à acheter les matières premières. L'intérêt de l'acheteur de contrat est la commission facturée sur le montant concerné. En trouvant un

acheteur pour la même matière première, (ce qui le dispense d'avoir à livrer physiquement la marchandise), un intermédiaire financier joue ainsi un rôle de facilitateur des échanges et de stabilisation du prix.

Pendant, l'étude montre clairement que l'intérêt, pour un pays, à financer la filière matière première n'est pas uniquement la stabilisation des prix : l'exemple de la Chine illustre une vision selon laquelle la montée en puissance de la filière dans la concurrence internationale est supportée par l'appui de contrats financiers. Les bourses de dérivés sur matières premières chinoises et singapouriennes ont ainsi connu une expansion fulgurante ces dernières années. Les auteurs reconnaissent que cette expansion entraîne inmanquablement le développement de spéculation sur ces marchés ; cependant, il importe de remarquer que la spéculation n'est pas le motif premier d'expansion de ces marchés, mais bien la stabilisation des prix des produits de base, stabilisation qui est indispensable aux entreprises pour la planification de leurs coûts de production. La volonté de réduire les risques de matières premières va donc, probablement, faire de la Chine un acteur financier de premier plan.

La finance permet donc, dans certaines conditions, de réduire les risques économiques ; cependant des pertes économiques peuvent en retour causer des dommages importants aux sociétés financières. Ce point est illustré par le septième article « Prédire la faillite des PME belges ? Une modélisation statistique », par Loredana Cultrera et Guillaume Vermeylen. En matière d'octroi de crédit, la probabilité de défaut sur remboursement peut être très variable selon le type d'entreprise auquel on a affaire. Le rôle des banques est de rassembler de l'information sur les sociétés afin de discriminer les « bons » et « mauvais » risques. On peut ainsi déterminer des profils d'entreprise ayant de fortes chances de faire défaut, en fonction de certains ratios comptables et financiers.

Toutefois, si l'exercice est habituel à propos des grandes entreprises, il est plus délicat pour les Petites et moyennes Entreprises, pour lesquelles les informations qu'il est obligatoire de divulguer sont beaucoup moins détaillées. Cela est d'autant plus important pour une économie comme celle de la Belgique, dans laquelle les PME réalisent 70 % du PIB et représentent 40 % des emplois. Les résultats isolent d'ailleurs certaines spécificités régionales, comme le fait que la faillite est plus probable dans le secteur de Bruxelles par rapport à la Wallonie ou aux Flandres, toutes choses égales par ailleurs. De même, les secteurs de la construction et de l'agriculture sont plus risqués que les autres secteurs. On confirme aussi l'importance, pour les PME du ratio des Fonds Propres sur le total des actifs : toute hausse de ce ratio diminue significativement les chances de faire faillite. Ce type d'analyse peut donc permettre aux banques d'anticiper des risques de dettes financières des entreprises.

En définitive, l'ouvrage aura fait parcourir au lecteur un échantillon des façons d'approcher le risque financier, que ce soit au niveau individuel de l'intermédiaire financier, de l'entreprise emprunteuse ou émettrice, de l'investisseur

en action, comme au niveau collectif, en termes de risque pour l'ensemble du système financier. En cela, il montre la nécessité de préciser l'échelle et le type d'acteur auquel on s'intéresse pour mesurer précisément les risques, tout en illustrant le fait que les conséquences pour l'économie et la société résultent de l'interconnexion de ces différents risques entre eux.

Risques financiers – Sébastien Galanti (dir.)
ISBN 978-2-7535-5534-1 — Presses universitaires de Rennes, 2018, www.pur-editions.fr