

DIRECTION GENERALE DES OPERATIONS

DIRECTION DES ÉTUDES DE MARCHÉ
ET DES RELATIONS AVEC LA PLACE
Y. NACHBAUR

Paris, le 15 juillet 2003

Colloque International Europlace du 4 juillet 2003
Panel : Volatilité

- Pour bien clarifier les choses et cadrer le débat je ferais deux remarques préalables : nous parlons surtout de volatilité et moins des niveaux de prix manifestement sur ou sous-évalués. Même si, évidemment, il y a des liens, on ne doit pas confondre. Nous nous concentrons sur la volatilité « excessive », ce qui est souvent pris subjectivement alors qu'il nous faut bien sûr qualifier les phénomènes pour bien pouvoir discerner ce qu'est un niveau aberrant. C'est d'autant moins facile que la volatilité n'est pas simple à mesurer (fait non observable directement) et à analyser (contrairement peut-être aux apparences).
- Cela dit, c'est quelque chose de naturel et qui n'est pas mauvais en tant que tel. Ce n'est donc pas forcément un problème et c'est même nécessaire si l'on veut donner du mouvement et susciter de l'intérêt. Mais d'un point de vue général, il en est autrement lorsque la volatilité tend à se situer durablement à un niveau élevé.
- Pour les BC, cette donnée n'est pas la variable clef à gérer, pas plus d'ailleurs que le niveau des prix d'actifs financiers n'est une cible. Nos principaux objectifs sont ailleurs : avant tout le contrôle de l'inflation. Mais pour être moins réducteur et bien couvrir l'ensemble des missions d'une banque centrale moderne, fondamentalement, nous visons la stabilité monétaire et financière. Ni l'une ni l'autre ne se ramène à la volatilité, qu'il s'agisse de volatilité de grandeurs macroéconomiques ou de valeurs de marché. Il n'en reste pas moins que cette dernière (la volatilité des marchés et singulièrement des actions) relève de la stabilité financière dont elle est une composante –importante certes dans certains cas mais pas exclusive– et, de ce point de vue, nous devons la regarder avec attention.
- Nous devons évidemment nous en soucier dès lors qu'elle atteint des niveaux qui faussent les signaux adressés au marché, qui déforment les canaux de transmission de la politique monétaire ou qui fragilisent les structures financières. Il y a lieu d'agir à l'évidence lorsqu'on est confronté à des situations d'incertitude fondamentale, soit ponctuelles (ce sont les crises de type 11 septembre), soit plus permanentes (lorsque se dérèglent durablement et significativement les anticipations, les relations entre économie réelle et marchés financiers avec des effets allant bien au delà de ce qui vient des cycles).
- Tous ces mésalignements manifestes doivent nous interpeller tout comme les déviations de certains prix par rapport à leurs fondamentaux parce qu'ils amèneront une mauvaise allocation

des ressources ou un renchérissement des capitaux (en contrepartie de risques accrus) et qu'in fine ils peuvent affecter l'activité réelle. Cela dit, les liens ne sont pas forcément directs, synchrones ou avérés. Sauf probablement aux États Unis, et en tout cas pas forcément sur les horizons de très court terme, les relations entre variables boursières et réelles n'apparaissent pas forcément toujours très corrélées. Toutefois, au delà des réflexions qu'il faut continuer de mener, on pourra s'accorder pour reconnaître qu'en cas de dérapage caractérisé, les effets de fortes fluctuations de cours se propagent vers la sphère réelle et parfois avec une certaine intensité (mais encore une fois c'est aux États Unis que ce fait est le plus nettement observé) qui tend à se propager du fait de nos organisations globalisées.

- Les excès de la volatilité, ce n'est pas nouveau. Pourtant, sur les dernières années, on peut se demander s'il n'y a pas, tout de même, à refonder notre pensée, ou plutôt à l'enrichir, lorsqu'on regarde les soubresauts de la volatilité.
- Une chose est certaine, les BC attachent beaucoup plus d'importance que par le passé à ce type d'indicateur. En effet, il est naturel que nous appréhendions pleinement un phénomène en quelque sorte maintenant banalisé, dès lors que cette volatilité devient une variable destinée à gérer ou contrôler le risque, voire à le générer ex nihilo par le trading. L'irruption de l'optionnalité dans la sphère financière amène bien entendu à considérer de très près ces questions (la volatilité est un objet statistique mais elle est aussi devenue l'objet d'un marché et une référence opérationnelle majeure).
- Venons en à des considérations moins générales en nous concentrant sur le marché action même s'il ne faut pas oublier les marchés de taux et de change qui, pour les Banques Centrales, conservent toute leur importance.

LES FAITS

- Que voit-on ?
 - sur le LT pas vraiment de grands changements : rien ne démontre qu'on a décroché à la hausse, il y a eu par le passé des niveaux de volatilité nettement supérieurs à ceux que l'on a observés en 2002.
 - pourtant sur les cinq dernières années, on pourrait être incité à penser que la situation s'est dégradée ; plus exactement un nouveau régime s'est peut-être installé.
- Trois idées simples à retenir
 - Il y a plus de pics de volatilité (problème de fréquence),
 - des pics qui se reproduisent plus longtemps (problème de durée),
 - mais en même temps il y a des retours et des accalmies : c'est finalement ce qu'on observe sur tout marché avec des retours progressifs à la normale, par vagues successives.
- Donc, on a l'impression d'une plus grande fébrilité (avec des écarts de volatilité qui ont pu s'étager récemment entre 60% et 10/15%⁽¹⁾) mais la situation semble le plus souvent sous contrôle. Ceci appelle à la vigilance certes, mais pas au point de porter un regard unilatéralement critique.
- Pourquoi ces fluctuations ? Nous avons essayé de lister quelques éléments de réponse, en les articulant dans deux directions (cf. Revue de la Stabilité Financière de la BDF n°2).

(1) Volatilité à 20 jours.

INTERPRETATION DES FAITS

Des raisons conjoncturelles ou environnementales et des raisons plus structurelles

Le facteur qui joue un rôle à l'évidence : l'environnement

⇒ Beaucoup tient à la situation du moment.

A vrai dire la volatilité c'est l'incertitude et, lorsqu'on est sur un marché quel qu'il soit, on a bien plus de difficulté à trouver un prix si l'environnement est très fondamentalement incertain. La volatilité s'accroît lorsque l'ajustement du marché devient plus difficile en raison de l'insuffisance des informations disponibles ou de leur non-fiabilité.

Or toute la période récente nous aura donné beaucoup de raisons de nous interroger soit sur les perspectives macroéconomiques soit sur certaines entreprises. Ceci est un facteur essentiel, et finalement pas nouveau. La nouveauté c'est peut-être le rôle des media qui inondent d'information sans forcément éclairer mais au delà, on a certainement à s'interroger sur les défauts des chaînes de traitement de l'information.

On pourrait attendre l'aide des observateurs ou analystes avisés sinon avertis mais finalement ils ne facilitent toujours pas les choses : on peut même trouver ici une autre source de volatilité lorsqu'ils s'accordent par trop sur des schémas réducteurs, simplificateurs, trop globaux et pour tout dire déraisonnables (en extrapolant simplement des tendances sans esprit critique, en se fondant sur des méthodes, hypothèses ou indicateurs contestables). Les problèmes se posent bien entendu, surtout en phase de retournement : c'est ce fameux consensus de marché qui pose problème. Pas étonnant alors d'avoir de fortes hausses de la volatilité lorsque les repères considérés, les conventions retenues pour les valorisations sont remis en cause.

Plus généralement, au delà de ce facteur « consensus de marché », on doit aussi mentionner le facteur « mimétisme » : il y a des modes ou des ambiances qui génèrent des comportements de suiveurs difficiles à éviter lorsqu'on utilise par trop des benchmarks représentatifs d'un marché ramené à l'infiniment simple d'un indice... Ces modes génèrent des comportements anormaux, mais comme tout le monde agit de la même façon on perd le sens de cette normalité.

Dernier élément qui tient à la conjoncture et aux cycles : le niveau d'endettement est une variable importante à considérer. Du point de vue d'une Banque Centrale on ne peut qu'attirer l'attention sur les risques liés aux excès du recours au crédit. Au plan macroéconomique comme au plan microéconomique, nous savons les chocs de volatilité qu'a occasionné l'utilisation massive d'opérations à effet de levier en phase de haute conjoncture.

Des facteurs susceptibles d'exercer un effet, mais avec une certaine ambivalence : les éléments plus structurels

⇒ Environnement incertain, emprise du consensus de marché dans l'esprit des opérateurs et finalement beaucoup trop de comportements mimétiques : voilà bien souvent les ingrédients d'une volatilité excessive.

Mais tout ne se ramène pas à cela : juste un mot sur ce qui touche aux outils ou aux structures, à la façon dont tout fonctionne... puisque aussi bien, finalement, ce phénomène de volatilité c'est peut-être aussi un problème de conception des mécanismes et d'organisation ou de pratiques opérationnelles.

Sur ce registre, il faut soit relativiser les impacts soit éviter les erreurs d'analyse. A tout le moins, il est nécessaire de tenir un propos équilibré.

Sur beaucoup de sujets, il n'est pas possible de déboucher sur des conclusions définitives. Retenons quelques éléments d'analyse :

- les ventes à découvert (c'est un fondement théorique et pratique pour le marché, potentiellement déstabilisateur mais pas systématiquement) ;
- la gestion indicielle : cette technique pose problème si insensiblement elle doit amener la disparition d'acteurs individuels, ou si on ne fait que du benchmarking (problème de formation des prix) ;
- les modèles de trading sont perturbateurs s'ils sont utilisés sans discernement ;
- les modèles de gestion du risque (par exemple utilisation uniforme des VAR) : on ne doit certainement pas en proscrire l'utilisation mais prescrire des précautions d'emploi là aussi ;
- les normes comptables sont, elles aussi, à considérer si elles doivent privilégier une approche « market oriented », aux dépens parfois des principes de prudence, et instiller une volatilité artificielle des comptes ;
- l'abus de l'usage des dérivés ;
- la gestion alternative : leur action peut être jugée déstabilisatrice... N'oublions pas cependant qu'elle peut avoir des vertus équilibrantes : ce sont parfois des « contrarians » qui peuvent apporter au marché les liquidités qui lui font défaut.

Tous ces éléments sont à mentionner comme source de problèmes mais pas en tant que tels. Il ne faut pas oublier que bien souvent mais pas systématiquement –et là est la difficulté– ces outils, ces instruments, ces techniques contribuent au fonctionnement des marchés. Tout remettre en cause serait nier tous les progrès accomplis.

CONCLUSION

- Tout ce qui est excessif est dangereux dans le domaine financier. Il faut insister là-dessus dans un environnement qui semble plus enclin à des sautes de volatilité : donc ne pas trop verser dans un total benign neglect.
- Cependant, il est inutile de sur réagir ou d'interférer outre mesure : l'important est de bien comprendre ou plutôt de mieux comprendre les produits et les interactions et agir de façon responsable (« accountable ») ; il y a encore beaucoup à faire pour bien apprécier les choses, et s'approprier le phénomène en toute connaissance de cause.
- Pour les BC cela signifie conduire des politiques crédibles, lisibles, de nature à réduire les incertitudes et qui assurent réellement une stabilité sur le moyen terme (donc qui aient le souci d'éviter par trop des cycles de grande ampleur, les déséquilibres et les bulles de tous ordres. L'important est de bien apprécier les impacts et savoir discerner les liens entre la volatilité financière et les grandes variables économiques, au delà de la

seule sphère des acteurs financiers ou de phénomènes excessivement ancrés dans le court terme. Ceci ramène en particulier à la question des liens entre actifs financiers et économie réelle. Tous ces éléments importants doivent constamment être appréciés à leur juste mesure.

- Pour les superviseurs et les régulateurs (et les BC sont aussi concernées) cela signifie avoir le souci d'une bonne appréhension des risques découlant d'une excessive volatilité des prix de marché : cette question est l'enjeu majeur. Il faut promouvoir des régulations respectant un certain équilibre et qui prennent bien en compte les risques de l'instabilité (éviter des dispositions qui seraient pro-cycliques). Cette bonne appréciation des risques au travers d'une juste prise en compte des effets de la volatilité va de pair avec l'exigence d'un bon niveau d'information (à l'attention des superviseurs et/ou du marché) : une transparence bien gérée contribue aussi à moins de mouvements erratiques ou injustifiés.
- Mais au total, le plus important me paraît concerner les acteurs eux-mêmes, car ce sont eux qui font, sont ou subissent le marché ; et finalement c'est ici la clef : à la lumière des événements qui ont beaucoup agité les marchés depuis quelques années nous voyons assez bien quelques prescriptions très générales de nature à améliorer la situation et éviter que soient mis en cause à tort les marchés eux-mêmes. En réalité les responsabilités de beaucoup d'excès sont à rechercher dans certains comportements qui peuvent se corriger dès lors que les acteurs s'efforcent de se conformer à des principes simples, qui pourraient par exemple être les suivants :
 - garder une capacité de jugement critique,
 - utiliser les modèles à bon escient,
 - ne pas céder à la facilité, en particulier éviter le piège de l'endettement,
 - comprendre les implications des actions engagées ou les propriétés des produits qu'ils traitent,
 - faire attention au court termisme, être capable de bien définir sa stratégie (d'une façon cohérente avec son horizon de temps : un investisseur de fond de portefeuille ne peut pas se comporter comme un trader),
 - être plus transparents (notamment du côté de la gestion alternative),
 - bien mesurer les risques, et avoir une utilisation sensée des outils dont on dispose pour les gérer de façon appropriée.
- En définitive, et pour terminer sur une note de confiance, comme toujours, le marché saura graduellement sortir de ses excès surtout si nous pouvons affiner nos analyses : il nous faut, certes, encore beaucoup explorer tous ces sujets mais aussi, à l'évidence, améliorer encore nos règles de fonctionnement (règles internes –et notamment les règles de conduite–, discipline de marché). Beaucoup ici se ramène à des questions de responsabilité individuelle et collective, donc à ce mot très concret de gouvernance (c'est-à-dire finalement la capacité à bien prendre, appréhender et gérer ses risques).