

Marchés endogènes incomplets et risques d'investissement

Césaire Meh (Banque du Canada) et Vincenzo Quadrini (University of Southern California) *

Dans leur survol de la littérature sur la structure financière et la croissance économique, paru dans le premier numéro de la *Revue du système financier*, Dolar et Meh (2002) soutiennent que le cadre juridique, le respect des contrats financiers et la transparence du système comptable et des règles de gouvernance d'entreprise ont tous des retombées bénéfiques sur la tenue de l'économie. Par conséquent, les réformes institutionnelles engagées par les pouvoirs publics devraient faciliter la mise en place de services financiers qui favorisent la croissance, tels que ceux qui conduisent à un meilleur partage des risques idiosyncrasiques (propres à chaque cas) associés aux activités d'investissement.

En effet, les activités d'investissement s'accompagnent de risques idiosyncrasiques importants qui ne sont pas assurables. Ces risques sont très présents tant dans les économies en développement que dans les économies développées. Aux États-Unis, par exemple, les entrepreneurs et les investisseurs privés sont confrontés à des rendements fort variables (Moskowitz et Vissing-Jørgensen, 2002). De plus, les revenus des entrepreneurs sont de deux à quatre fois plus volatils que ceux des non-entrepreneurs. La proportion des sociétés non cotées en bourse qui sont encore en activité après cinq ans n'est que de 39 %, et le rendement du capital investi varie énormément de l'une à l'autre.

Ces risques idiosyncrasiques élevés sont susceptibles d'avoir des répercussions majeures sur la performance de l'économie et le bien-être, puisque les sociétés non cotées en bourse comptent pour environ la moitié de la production, de l'emploi et du capital des entreprises. De plus, elles représentent plus de la moitié de la richesse financière des ménages fortunés.

Objectif

Meh et Quadrini (2005) analysent les conséquences, sur la tenue de l'économie et le bien-être, de l'adoption de réformes institutionnelles propices à la conclusion de contrats financiers offrant la meilleure assurance possible contre les risques d'investissement idiosyncrasiques. Plus précisément, les auteurs cherchent à déterminer l'incidence de ces réformes institutionnelles sur le stock global de capital et le bien-être¹.

Méthodologie

Meh et Quadrini examinent trois modèles d'équilibre général². Le premier modèle représente une économie dotée de marchés complets; le second, une économie comportant des contrats optimaux; et le troisième, une économie comportant des contrats de prêt. Dans les deux premières économies, les agents peuvent signer des contrats optimaux « modérés », c'est-à-dire dont les versements sont liés à l'état de la nature, défini selon que l'investissement de l'entrepreneur réussit ou échoue (risque d'investissement idiosyncrasique). Les risques sont distribués de façon indépendante entre les entrepreneurs. Si le projet échoue, l'entrepreneur reçoit une indemnité d'assurance. Dans le cas contraire, il effectue un paiement à l'intermédiaire financier. En prêtant à un grand nombre d'entrepreneurs, l'intermédiaire financier peut se couvrir contre les risques d'investissement idiosyncrasiques. Le degré de protection assuré par les contrats modérés selon l'état de la nature dépend toutefois du caractère complet ou incomplet de l'information.

Dans l'économie dotée de marchés complets, l'information est complète, et toutes les décisions des entrepreneurs sont observables. Dans ce cas, il est possible de se prémunir entièrement contre les

* Le présent texte s'inspire d'un article qui sera publié prochainement (Meh et Quadrini, 2005).

1. Pour plus de précisions, voir Meh et Quadrini (2005).
2. Ces modèles d'équilibre général sont théoriques et non pas empiriques.

risques d'investissement idiosyncrasiques. Cette économie nous servira de point de comparaison.

Dans l'économie comportant des contrats optimaux, l'information est incomplète (asymétrique), et les décisions des entrepreneurs ne sont pas observables par le public. Par conséquent, il existe un problème d'aléa moral, l'entrepreneur étant incité à investir dans des projets plus risqués s'il peut se procurer de l'assurance. Cela étant, l'intermédiaire financier établira le contrat de façon à faire contre-poids à cette incitation, afin que le contrat optimal modulé selon l'état de la nature ne procure qu'une assurance partielle à l'entrepreneur. Des exemples de contrat de ce type sont les options, les produits dérivés de crédit (tels que les swaps sur défaillance) et les contrats sur actions³. Un autre exemple pratique serait un contrat prévoyant le partage du financement des déficits du régime de retraite entre les employés et l'entreprise lorsque celle-ci éprouve des difficultés financières.

Contrairement aux deux premières économies, l'économie comportant des contrats de prêt n'offre pas de contrats modulés selon l'état de la nature. Les agents ne peuvent donc signer que des contrats stipulant le versement par l'emprunteur d'une somme préétablie, sans égard au succès ou à l'échec de l'investissement (c'est-à-dire sans égard au risque d'investissement).

Résultats

En comparant ces trois économies théoriques, les auteurs montrent que :

- i) dans les deux économies à marchés incomplets (l'économie comportant des contrats de prêt et celle comportant des contrats optimaux), la valeur d'équilibre du taux d'intérêt sans risque en longue période est plus faible qu'elle ne l'est dans l'économie dotée de marchés complets. Cependant, le stock global de capital y est également moins élevé, c'est-à-dire qu'il y a sous-accumulation du capital;
- ii) même si elle suscite de très graves problèmes d'aléa moral, la disponibilité de contrats optimaux modulés selon l'état de la nature amène le stock global de capital et la valeur d'équilibre du taux d'intérêt sans risque à s'établir très près des niveaux où ils se situeraient dans l'économie dotée de marchés complets. Par conséquent, elle provoque une nette hausse du bien-être. En particulier, le passage d'une économie comportant des contrats de prêt

à une économie comportant des contrats optimaux élève le bien-être en faisant augmenter la consommation globale de plus de 2 % en moyenne.

L'intuition sous-jacente à la sous-accumulation du capital est que l'accumulation du capital présente des risques et que les agents exigent une prime lorsque les marchés sont incomplets. La disponibilité de contrats optimaux modulés selon l'état de la nature permet de mieux se couvrir contre les risques d'investissement, ce qui a pour effet de réduire la prime de risque et d'accroître la demande de capital. Lorsque ce type de contrat est offert, le stock global de capital peut presque rejoindre le niveau où il s'établirait si les marchés étaient complets et est bien plus élevé que s'il n'existait que des contrats de prêt non modulés. L'existence d'un meilleur partage des risques, conjugué à l'augmentation concomitante du stock global de capital, donne lieu à une élévation sensible du bien-être.

Discussion

Ces résultats font ressortir l'importance des facteurs qui rendent possible l'emploi de contrats modulés selon l'état de la nature. Parmi ces facteurs, citons le rôle central joué par les institutions officielles et non officielles. Les contrats de ce type peuvent ne pas être beaucoup utilisés en pratique s'il est inefficace et coûteux de les faire respecter. Par exemple, le règlement de différends contractuels peut être très long et incertain. De multiples observations portant sur divers pays indiquent que le degré de respect des contrats est corrélé avec le degré de développement du secteur financier⁴. Dans l'étude de Meh et Quadrini, l'économie comportant des contrats modulés peut être assimilée à une économie où les marchés financiers sont plus développés, en partie à cause de l'existence de mécanismes institutionnels plus efficaces. Ainsi, nous soutenons que des réformes institutionnelles (par exemple, le développement de meilleurs systèmes juridiques) qui débouchent sur un plus grand respect des contrats peuvent grandement améliorer le bien-être. Des recherches devraient être effectuées pour établir les types d'institutions qui facilitent ou permettent l'utilisation de ces contrats.

3. *The Economist* (2005) fournit d'autres exemples de produits dérivés de crédit (contrats rémunérés qui permettent à un prêteur de transférer à un tiers le risque qu'une entreprise manque à ses obligations) qui permettent de diluer les risques inhérents à une activité commerciale.

4. Voir Levine (1997) ainsi que Dolar et Meh (2002) pour une revue des travaux empiriques sur le sujet.

Implications pour les pouvoirs publics

Les autorités devraient s'employer à créer un environnement juridique et réglementaire favorable à l'utilisation d'un plus large éventail de contrats exécutoires modulés selon l'état de la nature. C'est là une voie dans laquelle la Banque du Canada (dans le cadre de son rôle consultatif) peut orienter ses efforts en vue de promouvoir l'efficacité du système financier canadien (Dodge, 2005).

Bibliographie

- Dodge, D. (2005). « Un cadre réglementaire approprié, gage d'un système financier efficient », discours du 22 septembre 2005, accessible à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/discours/2005/sp05-13f.html.
- Dolar, V., et C. Meh (2002). « Structure financière et croissance économique : un tour d'horizon de la littérature », *Revue du système financier* (décembre), p. 63-65.
- The Economist* (2005). « Risky Business », vol. 376, n° 8440 (20 août), p. 56.
- Levine, R. (1997). « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 2, p. 688-726.
- Meh, C., et V. Quadrini (2005). « Endogenous Market Incompleteness with Investment Risks », *Journal of Economic Dynamics and Control* (à paraître).
- Moskowitz, T., et A. Vissing-Jørgensen (2002). « The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle? », *American Economic Review*, vol. 92, n° 4, p. 745-778.