

Journée d'étude de l'OFCE
Paris, 12 février 2009

La crise financière, ses causes, son déroulement, ses conséquences. Quelles leçons ?

Session Réformer le capitalisme financier ?

Sous l'égide du G20 : vers une nouvelle architecture de
la finance mondiale ?

(Document de travail - Version provisoire)

André Cartapanis

Professeur à l'Institut d'Etudes Politiques d'Aix-en-Provence
GREDEG, UMR 6126, CNRS - Université de Nice Sophia Antipolis
CHERPA, EA 4261, IEP d'Aix-en-Provence

Introduction

Lors de la dernière réunion du G20, le 15 novembre 2008, a été adopté un *Plan d'action pour la mise en œuvre des Principes de la réforme* qui s'apparente à un programme d'extension et d'approfondissement des réglementations qui s'appliquent aux intermédiaires financiers. Cette *feuille de route* traite également de l'organisation de la régulation financière et des compétences respectives des institutions internationales (Forum de stabilité financière, FMI) et des Etats (banques centrales, Trésors publics) dans la prévention et la gestion des crises. Après un travail préparatoire confié aux Ministres des finances et aux Gouverneurs de banques centrales, notamment dans le cadre du Forum de Stabilité Financière, le prochain Sommet du G20, qui se tiendra le 2 avril 2009 à Londres, devrait traduire sur un plan opérationnel les options retenues à Washington, en novembre dernier¹. Face à la gravité de la crise, se dirige-t-on alors vers une nouvelle architecture financière internationale de nature à juguler les sources d'instabilité financière et à rendre beaucoup plus improbable, dans l'avenir, le déclenchement d'une crise systémique ? Ou bien, le G20 va-t-il se contenter de faux-semblants, comme on l'a vu dans le passé, notamment après la crise asiatique [B. Eichengreen, 2008 ; A. Cartapanis, 2001] ? Telles sont les questions abordées dans cette analyse.

Le contexte : la crise financière internationale la plus grave depuis les années 1930

Cette crise financière internationale est d'abord une *grande crise* de la finance américaine. Provoquée par l'excès d'endettement des ménages aux Etats-Unis et la décélération, puis la chute, des prix de l'immobilier, elle a été accentuée par les prises de risques inconsidérées des intermédiaires financiers américains, recherchant des rendements déraisonnables dans un contexte de dérèglementation et d'innovations financières à risque. Cette crise est aussi une crise de la finance globale. La titrisation des risques s'est très vite étendue au système financier international, nombre d'investisseurs, en Asie, en Europe, au Moyen-Orient, ayant massivement acquis tout un ensemble de produits structurés

¹ On peut se reporter, à propos de la préparation du Sommet de Londres, aux sites mis en place par le gouvernement britannique : <http://www.londonsummit.gov.uk/en/> et <http://www.g20.org/>.

ou de dérivés de crédits qui offraient des rentabilités très élevées tant que la prospérité se maintenait. Mais ils supportaient dans le même temps des risques considérables. On connaît la suite : la crise américaine des crédits *subprime* s'est transformée en une crise financière internationale occasionnant des pertes, parmi les intermédiaires financiers, estimées par le FMI, en janvier 2009, à 2.200 milliards de dollars [IMF, 2009], entraînant une chute de la capitalisation boursière de l'ordre de 30.000 milliards de dollars, avant de provoquer un gigantesque *credit crunch*, à l'origine d'une dépression mondiale, la plus importante depuis les années 1930.

Mais cette crise est également liée aux conséquences macroéconomiques de la vague de mondialisation qui a déferlé depuis une vingtaine d'années environ. Cette *seconde mondialisation*, puisqu'on la qualifie ainsi en référence à la première période de croissance accélérée des échanges internationaux et des mouvements de capitaux, entre 1870 et 1914, a en effet permis aux économies émergentes, en Asie, en Amérique latine, d'assurer leur décollage économique et d'enregistrer des taux de croissance particulièrement élevés depuis une dizaine d'années. Mais elle a induit dans le même temps des effets beaucoup plus ambigus sur l'économie réelle dans la plupart des pays développés : recompositions douloureuses des spécialisations internationales face aux nouvelles concurrences des économies émergentes, délocalisations d'activités, déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment de la part des salaires, pressions accrues sur les niveaux de salaires des non-qualifiés, déséquilibres durables de balances des paiements courants pour certains pays, création excessive de liquidités... Toutefois, grâce à la circulation internationale de l'épargne, publique et privée, les contraintes financières, aux Etats-Unis, en Europe, ont été repoussées. L'équilibre épargne-investissement s'établit désormais sur un plan global, ce dont témoignent depuis dix ans les transferts d'épargne des économies émergentes asiatiques vers les Etats-Unis, notamment sous la forme de réserves de change libellées en dollars. Dans le même temps, les inégalités de revenus et l'appauvrissement relatif des salariés ont été compensés par un accès facilité au crédit (cartes de crédit, découverts bancaires, crédits hypothécaires) qu'alimentait, en amont des circuits financiers domestiques, une liquidité internationale particulièrement abondante, et que favorisaient des politiques monétaires excessivement accommodantes aux Etats-Unis, surtout entre 2001 et l'été 2004. Pour nombre d'économies, pensons aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou à l'Espagne, cette facilité d'endettement à largement soutenu les investissements immobiliers ou la consommation des ménages, ce qui a contrebalancé le ralentissement des gains de productivité qui affaiblissait le potentiel de croissance, mais aussi le recul des parts de marchés dans le domaine du commerce international. Ce nouveau capitalisme patrimonial d'ampleur planétaire avait évidemment pour revers une économie mondiale d'endettement qui s'est ainsi adossée à la globalisation de l'économie réelle, tout

en multipliant les dérives : recours excessif aux effets de levier, sous-estimation des risques, titrisation des crédits, surendettement, bulles sur les prix d'actifs...

Il y a là autant de facteurs qui ont contribué à l'éclatement d'une crise systémique, d'une violence extrême, après le retournement de l'été 2007.

Au-delà des crédits hypothécaires *subprime*, une crise systémique...

La crise qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 présente donc de multiples facettes : crise immobilière aux Etats-Unis ; crise d'illiquidité, puis d'insolvabilité bancaire conduisant à des absorptions, des disparitions ou des nationalisations partielles parmi les banques ; krach boursier ; dépression généralisée. Elle répond évidemment à facteurs microéconomiques, à l'échelle des intermédiaires financiers et des marchés. D'abord, on l'a dit, à cause de nombreuses innovations financières à risque : l'adoption du *Financial Services Modernization Act*, en novembre 1999, signifiant l'abandon du *Glass Steagall Act*, mis en place en 1933, et qui établissait une frontière étanche entre les banques de dépôts, accordant des crédits, et les banques d'investissement, intervenant sur les marchés d'actifs, et dont la suppression a contribué à la titrisation des crédits et à la redistribution en chaîne des risques au moyen de nouveaux supports structurés, les CDO notamment, ou en recourant aux dérivés de crédits de type CDS ; l'extension, par conséquent, d'un nouveau modèle d'intermédiation bancaire de type *originate and distribute* (celui qui accorde le crédit ne le conserve pas et n'en assume pas le risque) ; des crédits *subprime* en très forte expansion aux Etats-Unis et une titrisation des crédits hypothécaires conduisant à une croissance accélérée de ces produits hybrides, complexes et opaques que sont les CDO et surtout les CDS ; des bilans bancaires excessivement risqués, compte tenu des activités de *prime brokerage* menées avec les *Hedge Funds*, ou des placements en CDO ou sur CDS ; de nouvelles normes comptables IFRS qui évaluent les actifs selon la *fair value* et créent des effets déstabilisants dans les bilans bancaires ; des intermédiaires financiers non-bancaires, les compagnies d'assurance, les *Hedge Funds*, les Fonds de pension, tout autant engagés dans des prises de risques déraisonnables...

Mais cette crise, on l'a déjà noté, constitue aussi l'aboutissement d'une dynamique macro-financière et elle s'analyse à la fois comme une *crise financière classique* et comme une *crise tout à fait singulière*.

Une *crise classique*, tout d'abord, au cœur des interactions entre cycle du crédit et prix des actifs [C. Borio, C. Furfine, P. Lowe, 2001]. Sur un plan théorique, on peut en effet distinguer, dans la ligne de Thornton, de Wicksell, de Keynes, de Minsky, plusieurs phases dans la dynamique de l'instabilité financière. Une phase euphorique d'abord : vague d'optimisme des banques et des

investisseurs ; boom du crédit et surendettement ; sous-estimation généralisée du risque ; incitations liées à la profitabilité bancaire et aux rémunérations élevées des responsables ; surréactions et bulles sur les marchés d'actifs... Puis un ajustement brutal, de caractère endogène ou bien lié à un choc exogène (choc de taux d'intérêt, par exemple), provoquant un retournement des anticipations, des difficultés de remboursement, une prise de conscience du risque excessif... Enfin, une phase neurasthénique: inversion des tendances sur les marchés d'actifs, défauts de remboursements chez les emprunteurs, dégradation des bilans bancaires, chute des prix d'actifs les plus liquides, crise bancaire et défiance collective, faillites bancaires, *credit crunch* et diffusion du choc vers l'économie réelle... Cette périodisation *classique* de l'instabilité financière s'applique parfaitement au scénario de la crise des crédits *subprime* qui se déclenche au cours de l'été 2007 mais dont la gestation remonte au début de la décennie 2000.

C'est aussi une *crise singulière*. D'abord, à cause de la sous-estimation généralisée du risque systémique adossé à la titrisation du crédit et à la croissance réellement explosive des positions sur dérivés de crédit (3.000 milliards de CDO adossés à des crédits *subprime* avant l'été 2007, 60.000 milliards de notionnel de CDS, à la mi-2008). Egalement, en raison de la taille déraisonnable des prises de positions à découvert et des effets de levier, liés à l'excès généralisé de liquidités. Surtout, parce que se sont combinés tout un ensemble de processus déséquilibrants à partir du moment où la défiance gagnait les marchés : rôle procyclique des nouvelles règles comptables IFRS, de type *fair value* ; impact là encore procyclique des normes prudentielles au sein des banques. D'où la sévérité du *deleveraging* et des effets de contagion dans la phase d'ajustement.

Cette crise est ainsi l'archétype d'une *crise systémique* car elle en a combiné tous les éléments constitutifs : l'incertitude irrefragable sur les prix d'équilibre de certains actifs ; l'aveuglement au désastre et la myopie des institutions financières, pourtant perçues comme l'exemple même de la rationalité et de l'omniscience ; le mimétisme fondé sur des *benchmarks* de rendements ou de stratégies ; la fuite contagieuse devant la liquidité dès que la défiance s'installe ; la procyclicité ; la prise en compte insuffisante, du côté des investisseurs et des superviseurs, des externalités d'un système financier, et en particulier du fait que la valeur d'un actif ou la solidité d'une institution ne dépendent pas seulement de leurs caractéristiques propres, mais d'un enchevêtrement d'interdépendances stratégiques croisées et dynamiques [M. Aglietta, 1998] ; enfin, l'exigence absolue de l'entrée en scène du prêteur en dernier ressort pour assurer un minimum de coordination et de confiance et colmater les brèches, sans pouvoir éviter le *deleveraging* à vaste échelle et la récession.

Telle est la situation qu'ont du affronter, dans l'urgence, les gouvernements et les banques centrales du monde occidental pour éviter l'effondrement pur et

simple du système financier international. C'est donc à une telle configuration de la finance globale que le G20 tente de répondre.

La réponse apportée à la crise : la déclaration du G20 et le projet de régulation financière internationale

Le *Plan d'action du G20* adopté le 15 novembre n'est qu'une *feuille de route* qui trace un certain nombre de pistes quant aux principes d'une meilleure régulation des marchés financiers. Au-delà des nombreuses incertitudes techniques afférentes à la traduction opérationnelle des options envisagées, des interrogations plus politiques se posent, s'agissant du champ d'application de certaines règles ou des délégations de compétences dont pourraient bénéficier les divers acteurs concernés : régulateurs nationaux, banques centrales, Trésors publics, FMI, Forum de Stabilité Financière... Bien sûr, les véritables inflexions ne seront connues qu'au terme du Sommet du 2 avril prochain. Afin de savoir si l'on se trouve, ou non, à la veille d'une réforme systémique de nature à fonder une nouvelle architecture de la finance mondiale, on ne peut, à ce jour, qu'analyser la Déclaration du G20 et le *Plan d'action pour la mise en œuvre des Principes de la réforme*².

De toute évidence, il ne s'agit ni d'un nouveau *Bretton Woods*, ni d'une *refondation du capitalisme*, mais d'un plan d'extension et d'approfondissement des réglementations qui s'appliquent aux intermédiaires financiers³. On décèle cependant des inflexions majeures si l'on compare ce texte à la Déclaration du G7 de Cologne, en 1999, qui préfigurait l'agenda de ce que l'on appelait déjà, à l'époque, au FMI, la *nouvelle architecture financière internationale*, afin de répondre à la crise asiatique [A. Cartapanis, 2001 ; A. Cartapanis, M. Herland, 2002]. Le texte de 1999 mettait en avant l'exigence d'une plus grande transparence de l'information, faisait appel aux codes de conduite et privilégiait, par-là même, le recours à l'autorégulation et aux disciplines de marchés. A l'inverse, la Déclaration du G20 de novembre dernier fait implicitement référence à une lecture keynésienne de la crise, voire aux schémas d'analyse de H. Minsky [1982], ce qui apparaît dans le changement de lexique : excès des effets de levier ; procyclicité de la finance ; conséquences contre-productives des règles comptables *Mark-To-Market* et des réglementations prudentielles ; sous-estimation généralisée du risque ; sous-estimation des interdépendances systémiques ; nécessité d'un contrôle accru de certaines innovations comme les marchés de dérivés, notamment des dérivés adossés au risque de crédit comme les CDS... S'agissant des méthodes

² Cf. http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

³ On note cependant une légère extension au rôle des banques de développement dans la liste des groupes de travail mis en place pour préparer le prochain Sommet : Working Group 1 - *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*; Working Group 2 - *Reinforcing international co-operation and promoting integrity in financial markets*; Working Group 3 - *Reforming the IMF*; Working Group 4 - *The World Bank and other multilateral development banks (MDBs)*.

envisagées, on note que le durcissement et l'extension des réglementations sont beaucoup plus souvent mobilisés que ne le sont les disciplines de marchés.

Plus précisément, les propositions du G20 peuvent être synthétisées au moyen de l'énoncé de *Cinq principes*, que l'on peut rapidement illustrer en détaillant les champs d'applications jugés les plus significatifs :

(i) ***renforcer la transparence et la responsabilisation des acteurs*** (réforme des normes comptables d'évaluation des actifs ; transparence des actifs hors-bilan et des produits structurés...) ;

(ii) ***conforter une réglementation solide*** (atténuer la procyclicité sur les marchés financiers et limiter les effets de levier ; mieux contrôler les agences de notation ; incitation à utiliser des marchés organisés et non plus de gré à gré pour les produits dérivés complexes (CDS...) ; extension de la supervision bancaire, fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques de contrepartie) ;

(iii) ***promouvoir l'intégrité sur les marchés financiers*** (établir un lien entre le type de gestion du risque et le mode de rémunération des dirigeants ; extension des régulations dans les paradis fiscaux, qualifiés de *uncooperative and non-transparent jurisdictions*...) ;

(iv) ***approfondir la coopération internationale*** (collaboration accrue entre trois niveaux de supervision financière : le Forum de Stabilité Financière, en charge de l'établissement des standards, le FMI, responsable de la vérification de la solidité d'ensemble des systèmes financiers nationaux, les régulateurs nationaux ou régionaux appliquant et faisant respecter les règles ; création de *collèges* de surveillance des plus grands intermédiaires financiers transnationaux) ;

(v) ***réformer les institutions financières internationales*** (élargir le Forum de Stabilité Financière aux émergents ; assurer une meilleure coopération entre le FMI et le Forum de Stabilité Financière élargi afin de mener une *politique macro-prudentielle et de conduire des simulations des situations de stress ou de crises* ; redéfinir la place des différents pays dans la gouvernance du FMI).

Sans entrer dans les détails, on doit considérer qu'il y a là des lignes de force réellement pertinentes au regard des mécanismes de la crise actuelle, que l'on se réfère à la volonté de renforcer le champ d'application de la supervision (paradis fiscaux, *Hedge Funds*...) mais également au souci d'enrichir la nature des règles en intégrant les questions de liquidité, de procyclicité ou de risque systémique. Mais dans le même temps, on ne saurait sous-estimer les problèmes qui se poseront dès qu'il s'agira de traduire dans des règles opérationnelles tous

ces principes directeurs. Car ces inflexions posent à la fois des questions *techniques*, liées à la nature même des mécanismes que l'on se propose de mieux réguler, et des questions plus *politiques*, touchant à la répartition des compétences, en matière de supervision, entre les instances nationales, les dispositifs *régionaux*, comme dans le cas européen, et les institutions multilatérales.

Des interrogations techniques quant à la traduction opérationnelle de certains principes

On peut donner ici quelques exemples parmi les difficultés qui ont toutes chances de surgir si l'on veut transposer les principes de la Déclaration du G20 en règles opérationnelles.

Tout d'abord, comment réformer les normes comptables *Mark-To-Market* ? Une première attitude consisterait à décider le retour à la méthode des cours historiques. Mais il est douteux que cette voie soit suivie, ne serait-ce qu'en souvenir de certains accidents systémiques liés à l'opacité des comptes, avec les cas LTCM ou Enron. Une autre solution pourrait consister en une modulation, selon le contexte, du mode de comptabilisation de la valeur des actifs, au cours historique ou en fonction des derniers prix observés, et donc suivant que l'on se trouve dans un contexte de *stress* ou dans une *situation normale*. Mais quelle est l'institution, nationale ou multilatérale, qui peut légitimement décréter que l'on est dans l'un ou l'autre de ces deux *états de la nature* sur les marchés ?

Ensuite, comment introduire une réglementation macro-prudentielle des banques ? Ce volet sera examiné de plus près très bientôt, mais disons simplement qu'il s'agit d'intégrer le risque de cyclicité macroéconomique dans les exigences microéconomiques en capitaux propres. Mais là encore comment le faire ? Par l'introduction dans *Bâle II* d'un indicateur représentatif de la position d'une économie dans le cycle des affaires ? Mais comment ? Par un provisionnement dynamique en fonction des variations, et non pas des niveaux, d'encours ou de capitaux propres ? Selon une autre méthode ? Ces questions sont loin d'être triviales et elles font écho à des débats théoriques encore inaboutis.

Enfin, comment prendre en compte le risque de liquidité dans les exigences prudentielles ? La disparition de la liquidité, sur les marchés interbancaires ou sur certains segments de dérivés de crédits adossés aux prêts hypothécaires américains, a joué un rôle clé pendant la crise, surtout à l'automne 2008. La liquidité, et son corollaire naturel qu'est l'illiquidité, sur un marché ou s'agissant du bilan d'un intermédiaire, est évidemment un concept fondamental lorsque l'on s'intéresse au risque d'instabilité financière. Mais il est très difficile de définir ce risque de liquidité, et, plus encore, de le mesurer à des fins opérationnelles : ce n'est pas une caractéristique intrinsèque mais une externalité qui ne se manifeste qu'en période de crise de confiance. Et quelles conséquences en tirer du point de

vue des politiques de gestion des crises, lorsque l'on sait que la liquidité peut très vite s'évaporer en réponse à une perte abrupte de confiance que rien ne permet de prévoir *ex ante*? En accordant alors des garanties illimitées ou en rachetant des actifs dénués à ce moment de tout prix de marché (ou l'a vu dans le cas de certains produits financiers *toxiques* comme les CDO), les banques centrales ou les gouvernements ne risquent-ils pas de jouer un rôle totalement inédit, non pas de prêteur en dernier ressort, non pas d'investisseur en dernier ressort, mais de teneur de prix en dernier ressort [J.-P. Pollin, 2008] ? Mais ne pas le faire peut conduire à la crise systémique, et l'exemple du défaut de Lehman Brothers et de ses conséquences est dans toutes les mémoires. Qu'il s'agisse de mieux intégrer le risque de liquidité dans les dispositifs prudentiels, ou d'élargir le champ d'application des politiques de sauvetage d'urgence, par exemple en s'occupant désormais des *Hedge Funds*, sur quelles bases et comment évaluer ce risque de liquidité dont les conséquences systémiques sont d'autant plus grandes dans des contextes où il n'y a plus de prix de marché ?

On le voit, la transposition des principes retenus par le G20 en règles opérationnelles est loin d'être acquise car les difficultés sont nombreuses et ne portent pas, seulement, sur des questions techniques. Elles concernent les fondements de la réglementation financière. Puisque l'on considère généralement que le dispositif prudentiel d'adéquation des fonds propres, connu sous le vocable de *Bâle II*, n'a guère amélioré *Bâle I*, tant à propos de son efficacité dans la prévention du risque systémique qu'en ce qui concerne ses effets procycliques sur l'activité économique, il est utile d'examiner plus en détails la réorientation envisagée des politiques prudentielles.

A l'origine d'une réorientation macro-prudentielle de la réglementation des banques, la procyclicité du crédit

Le thème de la procyclicité des comportements bancaires et de la montée endogène des risques est ancien. Il suffit de relire Thornton, le premier théoricien de l'*overbanking*, ou de se référer au processus cumulatif de Wicksell : lorsque l'état de confiance s'étend et que les taux d'intérêt restent inférieurs aux taux de profit espérés, le crédit alimente la croissance sans que les banques puissent toujours évaluer correctement la solvabilité des emprunteurs. L'emballement du crédit encourage à l'excès la spéculation, puis la hausse des prix, aujourd'hui remplacée par l'inflation des prix d'actifs, ce qui alimente à nouveau le processus cumulatif. Car le risque financier (risque de non-recouvrement des créances bancaires, risque d'effondrement des prix d'actifs) se trouve sous-estimé pendant les phases de boom et d'euphorie, ce dont témoignent, parmi les banques, la faiblesse des *spreads*, la croissance excessive des encours, l'inflation artificielle des collatéraux, la réduction des provisions. A l'inverse, ce risque se trouve surestimé dans les phases de ralentissement ou de retournement de l'activité économique. C'est en ce sens que les systèmes financiers peuvent engendrer, tout

à la fois, des effets procycliques sur la production et une accentuation de l'instabilité financière, occasionnant quelquefois une prolongation des phases d'expansion mais aussi une augmentation de la sévérité et de la durée des retournements [C. Borio, C. Furfine, P. Lowe, 2001].

Au cœur d'une telle dynamique figure l'évaluation très imparfaite du risque global. Les institutions financières sont en effet beaucoup plus à même d'estimer le risque relatif des différentes catégories de titres, quoique de façon très imparfaite, qu'elles ne sont capables d'évaluer le risque systématique adossé à l'évolution globale du cycle des affaires. Au plan microéconomique, cela s'explique par un ensemble de biais cognitifs comme la myopie face au désastre, la sous-estimation des risques de chocs massifs à probabilité très faible mais non nulle, la surestimation de la mémoire accordée aux événements les plus récents. On est alors ramené aux facteurs constitutifs du risque systémique et à la succession de vagues d'optimisme ou de pessimisme excessif. Dans la phase haute du cycle, le crédit s'étend, les prix des actifs et des collatéraux bancaires s'envolent et la confiance se trouve légitimée par une rentabilité financière élevée. Du coup, les provisions pour risques n'augmentent pas, voire se réduisent, alors même que c'est au cours de cette phase que les comportements les plus risqués se multiplient et que le risque global s'accroît, porté par les asymétries d'information. C'est un scénario dont la pertinence a été maintes fois attestée sur le plan empirique : les crises bancaires ou les crises boursières apparaissent au terme de périodes de forte croissance domestique ou de boom du crédit. Lorsque des inflexions se manifestent, au niveau des prix d'actifs mobiliers ou immobiliers, quand les débiteurs dévoilent leur fragilité, alors une défiance excessive peut intervenir et déclencher la panique, phase dans laquelle vont se combiner et s'autoalimenter les crises de liquidité et de solvabilité. Du coup, les exigences en fonds propres ont tendance à s'accroître en phase de ralentissement de l'activité et de hausse des taux d'intérêt directs, alors même que les capitaux propres deviennent plus coûteux. C'est en ce sens qu'il y a procyclicité. D'où l'intérêt d'une orientation macro-prudentielle de la politique de stabilité financière, de nature à prévenir de tels enchaînements.

Les principes d'une prévention macro-prudentielle des risques

La théorie économique standard du risque appréhende celui-ci sur un plan microéconomique, en postulant sa séparabilité et en justifiant sa gestion au moyen de la diversification des créances ou des engagements. Mais les dispositifs de prévention de l'instabilité financière concernent des économies qui ne sont pas composées d'une juxtaposition de risques individuels mais d'une combinaison et d'un enchevêtrement d'externalités et d'interdépendances. Du coup, le risque de défaut d'une institution financière dépend non seulement de l'agrégation des risques microéconomiques, mais également du cycle macroéconomique et de la confiance systémique. Si elle vise la prévention de l'ensemble des risques associés

aux activités financières, la réglementation prudentielle doit donc répondre à deux objectifs distincts : assurer la sécurité des institutions financières individuelles et, par là, des systèmes bancaires, afin de protéger les déposants ou les investisseurs en présence d'accidents individuels ; stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, voire sur un plan macroéconomique, et, donc, contenir le risque systémique [C. Borio, 2003]. Ces deux volets recouvrent étroitement les deux types de chocs susceptibles de mettre en difficultés les institutions financières : les chocs idiosyncrasiques et les chocs systématiques. Or, les ratios de solvabilité ou d'adéquation des fonds propres des banques répondent pour l'essentiel à la première fonction et ne semblent pas en mesure de limiter les processus procycliques et déstabilisants [P. Artus, 2008].

Au sens propre, la finalité d'une approche macro-prudentielle est de limiter le risque de détresse financière impliquant des pertes significatives en termes d'output réel pour l'économie tout entière [C. Borio, 2006]. Celle d'une approche micro-prudentielle est de limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles, indépendamment de leur impact sur le reste de l'économie. Vis-à-vis des politiques usuelles, le changement de perspective qu'impose le macro-prudentiel est donc très net et dépasse largement la technique de supervision ou de réglementation financière : le risque qu'il s'agit de réduire est de caractère très largement endogène et dynamique, se traduisant par des situations de stress ou de crise, non seulement parmi les institutions financières mais aussi à l'échelle macroéconomique. L'ambition est bien de contenir le risque systémique en limitant les forces procycliques et les sources de fragilité financière. Mais *Bâle II*, tout comme *Bâle I* auparavant, répond très imparfaitement à cette ambition, ce qui justifie certaines novations au sein des dispositifs de réglementation et de supervision prudentielle [A. Cartapanis, 2003].

Quelles inflexions apporter dans la politique d'adéquation des fonds propres des banques ?

Sur un premier plan, on peut tenter d'introduire la dynamique macroéconomique dans la quantification du risque de crédit en considérant que l'évolution prévisible du cycle des affaires, mais également celle des prix d'actifs, en présence d'une bulle par exemple, rétroagiront nécessairement sur la qualité des créances, ce que les méthodes usuelles négligent. Une formule possible consisterait à intégrer dans la mesure du risque de crédit certains indicateurs d'alerte macro-prudentiels [O. Evans, 2000] dont on sait empiriquement qu'ils préfigurent la montée des vulnérabilités et des probabilités de détresse future (déviations cumulées vis-à-vis du trend, soit pour le ratio crédits privés/PIB, soit encore pour les prix de certains actifs, immobiliers par exemple). Sur un second plan, on peut viser le renforcement des provisions minimales pour risques dans les périodes de haute conjoncture, alors même que les institutions financières ont tendance à les alléger et que les agences de notation, de la même manière,

s'avèrent peu sensibles à la cyclicité de l'activité tant que celle-ci reste soutenue. A l'inverse, il conviendrait d'en autoriser la diminution, dans une certaine limite, lors des phases de ralentissement. Il s'agirait donc de limiter les effets d'emballement et, surtout, de renforcer les capacités futures de résilience lorsque les conditions globales d'activité se détériorent. On peut ainsi envisager un provisionnement dynamique en reliant les normes prudentielles aux variations, et non pas au niveau, des créances ou des prix d'actifs. Dans un autre registre, des modulations pourraient intervenir quant aux exigences de fonds propres imposées à certaines institutions bancaires dont la taille ou la place dans les relations interbancaires engendrent une responsabilité toute particulière dans la propagation systémique d'un choc. Elles pourraient donc être assujetties à des normes plus rigoureuses en capitaux propres, en fonction de leur contribution marginale au risque systémique, ce qui est une façon de compenser l'aléa de moralité associé à un statut de *too big to fail*.

En théorie, rien ne s'oppose à ce que *Bâle II* puisse répondre à ces principes en augmentant les exigences en fonds propres au moment d'un boom et en les réduisant en phase de ralentissement ou de récession. Dans le cadre du Pilier I, cela pourrait être rendu possible par le caractère évolutif de l'appréciation des risques de crédit. Mais cela supposerait que les procédures d'évaluation internes ou externes respectent la logique macro-prudentielle et retiennent un horizon de prévision suffisamment long pour intégrer les phases de retournement, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Telle est la finalité du Pilier II, justement, que de procéder à l'examen prudentiel des méthodes d'évaluation interne des banques. Mais à l'heure actuelle, les méthodes d'évaluation de la qualité des portefeuilles de créances vont dans un sens inverse : le risque de crédit calculé diminue en période d'expansion et augmente pendant les phases conjoncturelles à la baisse.

Toutes ces options sont encore à un stade préliminaire malgré les travaux de la BRI ou du Forum de Stabilité Financière, notamment sous l'impulsion de C. Borio [2006 ; 2008 ; C. Borio, H. Zhu, 2008], de W. White [2008], d'A. Crockett [2000], mais aussi avec les analyses de C. Goodhart [2001, 2008] et celles de la Banque d'Angleterre [2008], ou encore avec le dernier rapport publié à l'initiative du CEPR et de l'ISMB de Genève, en janvier dernier [2009]. Mais on est loin de pouvoir disposer d'un corpus théorique suffisant, et, surtout, de simulations empiriques satisfaisantes, qui permettent d'infléchir dans un sens macro-prudentiel la réglementation bancaire, dès le prochain Sommet du G20.

Au-delà des interrogations techniques, et même théoriques, on vient de le voir, certaines questions plus *politiques* n'ont nullement été réglées lors du Sommet de Washington de novembre dernier et elles pourraient hypothéquer la réussite du Sommet de Londres.

Des incertitudes politiques sur la voie d'une nouvelle architecture financière internationale

La surveillance des marchés et le contrôle prudentiel des intermédiaires financiers vont-ils rester entre les mains des mêmes autorités nationales qu'aujourd'hui, chacune progressant à son propre rythme vers des standards communs ? Ou bien, peut-on envisager un changement politique majeur dans la gouvernance financière internationale, sous la forme d'une délégation de certaines responsabilités prudentielles à des instances internationales, en l'occurrence le Forum de Stabilité Financière ou le FMI, comme le laisse envisager la Déclaration du G20 de novembre 2008 ?

Au-delà de la *technique* financière, en visant une réforme d'ensemble et coordonnée des régulations financières internationales, le G20 ne fait rien d'autre que de tenter de résoudre un problème d'action collective à l'échelle internationale. A ce propos, les spécialistes des questions de relations internationales, surtout parmi les politologues, s'appuient sur la notion de régime international qui recouvre *l'ensemble des règles, des normes et des procédures qui orientent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux* (S. Krasner, 1983). En ce qui concerne la gouvernance financière internationale, l'objectif est bien de définir des règles ou des procédures permettant d'assurer la stabilité des marchés financiers globalisés, de prévenir et de gérer les crises, mais sans effacer les prérogatives des Etats-Nations, et donc en édictant des règles communes ou en définissant des procédures multilatérales en matière de régulation financière. Mais si la gouvernance se définit comme l'art de gouverner sans gouvernement, il convient que la répartition des rôles soit arrêtée, *ex ante*, s'agissant de la redéfinition des règles prudentielles des banques, du choix des standards comptables ou de l'adoption d'infrastructures de marchés de dérivés. Il convient également que soit précisée l'architecture des responsabilités, s'agissant, *ex post*, de la mise en œuvre de la supervision et du contrôle de son application.

La question clé est alors de savoir si les Etats, ou les zones régionales, comme en Europe, exigeront le maintien de leurs prérogatives réglementaires, tout en acceptant le principe d'une coordination accrue [D. Masciandaro, M. Quintyn, 2009], ou bien s'ils sont enclins à réellement déléguer leurs compétences à des instances internationales (FMI, BRI, Forum de Stabilité Financière...) ? Et quels type de règles sont-ils prêts à accepter, non pas seulement sur un plan technique, mais du point de vue des engagements politiques que celles-ci recouvrent ? Ainsi, selon M. Kahler (1995), deux types de règles peuvent intervenir au sein d'un régime international : les *règles substantives* définissent précisément les normes de comportement qu'impose la participation au jeu international ; les *règles procédurales* spécifient des principes directeurs dont l'application n'est plus impérative mais incitative, ainsi que des *bonnes pratiques* qui s'apparentent à des *standards* de comportement jugés souhaitables dans l'intérêt de tous, et qui

recouvrent les nombreux codes de conduites adoptés dans le domaine financier international, par exemple sous l'égide du FMI après la crise asiatique.

Sur ces divers plans, le choix du G20, à ce jour, est difficile à caractériser, et le prochain Sommet, en avril 2009, sera décisif. Car il faudra bien trancher entre deux options : un premier scénario dans lequel un rôle dominant est accordé à des règles procédurales, sans doute à géométrie variable, qui préservent les prérogatives des Etats, mais aussi les rapports de force existants ou en devenir ; dans le second scénario, beaucoup plus ambitieux, il s'agirait de donner un rôle déterminant à des règles substantives impliquant des transferts de compétences et conduisant alors, véritablement, à un nouveau régime financier international. Le plus probable est évidemment l'adoption, à nouveau, d'un compromis qui retiendrait pour l'essentiel des règles procédurales, certes plus contraignantes que dans le passé, mais qui ne fonderait pas, en tout cas, une nouvelle architecture du capitalisme financier international, faute d'une volonté politique suffisante, faute d'un véritable fédéralisme global...

Enfin, on a vu au tout début de cette analyse que la crise financière était aussi une crise de la mondialisation, compte tenu de l'ampleur des déséquilibres globaux, notamment entre les Etats-Unis et les pays émergents, et des conséquences induites sur la liquidité mondiale. Par-là même, il conviendrait que le G20 aille au-delà de l'objectif de stabilité financière en adoptant aussi des règles communes permettant de corriger par une action collective les distorsions de taux de change réels ou de fixer des normes explicites de pilotage macroéconomique, à l'image du *Pacte de stabilité et de croissance* en Europe, sans nécessairement retenir les mêmes indicateurs de *saine gestion*, dont la combinaison assurerait une plus grande stabilité systémique. On se souvient que J. Keynes, au cours de la conférence de *Bretton Woods*, avait proposé d'établir des contraintes de soutenabilité des déséquilibres externes, autant pour les économies excédentaires que pour les pays en déficit, et donc en exigeant des ajustements au niveau de la distribution internationale des taux d'épargne ou des taux d'endettement, publics et privés. Mais la Déclaration du 15 novembre 2008 a délibérément laissé de côté la dimension macroéconomique de la gouvernance internationale. C'est aussi pour cette raison que le G20 du 2 avril 2009 risque de déboucher sur un nouveau faux-semblant, plutôt que sur une nouvelle architecture de la finance globalisée.

Références

- AGLIETTA M., [1998], "La maîtrise du risque systémique international", *Economie internationale*, N° 76, 4^{ème} trimestre.
- ARTUS P. [2008], "Comment éviter une finance procyclique ? ", *Flash*, NATIXIS, N° 200, Paris, 20 mai.
- BANK OF ENGLAND [2008], *Financial Stability Report*, N° 24, October.

- BORIO, C. [2003], *Towards a Macro-Prudential Framework for Financial Regulation and Supervision ?*, BIS Working Papers, N° 128, February.
- BORIO, C. [2006], *The Macro-Prudential Approach to Regulation and Supervision: Where Do We Stand ?*, Paper prepared for the 20th anniversary of Kredittilsynet, Norway.
- BORIO C., [2008], *The Financial Turmoil of 2007- ? : A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, BIS Working Papers, N° 251, March.
- BORIO, C., C. FURFINE, P. LOWE [2001], *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*, BIS Papers, N° 1.
- BORIO C., H. ZHU [2008], *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Papers, N° 268, December.
- BRUNNERMEIER M., A. CROCKETT, C. GOODHART, A. PERSAUD, H. SHIN, [2009], *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, N° 11, Preliminary Conference Draft, ICMB, Geneva, January.
- CARTAPANIS A., [2001], "Economie politique de l'architecture financière internationale", *Revue Economique*, Vol. 52, N° 2, mars.
- CARTAPANIS A., [2003], "Vers une prévention macro-prudentielle des crises financières internationales", *Revue d'Economie Financière*, N° 70.
- CARTAPANIS A., M. HERLAND, [2002] "The Reconstruction of the International Financial Architecture: KEYNES' Revenge ?", *Review of International Political Economy*, Vol. 9, N° 2, May.
- CROCKETT, A. [2000], *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, 11th International Conference of Banking Supervisors, Basle, 20-21 September.
- EICHENGREEN B., [2008], *Reforming the International Financial Architecture after Ten Years: the View from Emerging Markets*, Prepared for the meeting of the Tokyo Club, 11-12 November.
- EVANS, O., [2000], "Macroprudential indicators of financial system soundness", *IMF Occasional Paper*, N° 192.
- GOODHART, C. [2001], *The inter-temporal nature of risk*, 23rd SUERF Colloquium on technology and finance: challenges for financial markets, business strategies and policy makers, Brussels, October.
- GOODHART C., [2008], *The Background to the 2007 Financial Crisis*, Financial Markets Group, LSE, London, February.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, [2009], *Global Financial Stability Report*, Market Update, IMF, January.
- KAHLER, M., [1995], *International Institutions and the Political Economy of Integration*, Brookings Institution, Washington.
- KRASNER, S., [1983] "Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables", in S. Krasner, (Ed.), *International Regimes*, New York, Ithaca, Cornell University Press.

- MASCIANDARO D., M. QUINTYN, [2009], "Reforming Financial Supervision and the Role of Central Banks: A Review of Global Trends, Causes and Effects (1998-2008)", *CEPR Policy Insight*, N° 30, February.
- MINSKY, H. [1982], "The Financial Instability Hypothesis, Capitalist Processes and the Behaviour Economy", in C. KINDLEBERGER and J.-P. LAFFARGUE (Ed.), *Financial Crises, Theory and Policy*, Cambridge University Press.
- POLLIN J.-P., [2008], "Réguler la liquidité bancaire", in Cercle des économistes, *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Descartes & Cie, Paris.
- WHITE W., [2006], *Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework ?*, BIS Working Papers, N° 193, January.
- WHITE W., [2008], *Past Financial Crises, the Current Financial Turmoil, and the Need for a New Macrofinancial Stability Framework*, Speech at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference, The Structure of Regulation: Lessons from the Crisis of 2007, 3 march.