

LUTTER CONTRE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE : POUR UN *AGGIORNAMENTO* DE LA THÉORIE ET DE LA RÉGULATION FINANCIÈRES

DOMINIQUE PLIHON

Professeur, université Paris-Nord

Définir les voies d'une sortie de la crise financière en cours implique d'établir un diagnostic sur les causes et la nature de ladite crise. Après en avoir sous-estimé l'ampleur, la plupart des économistes semblent désormais s'accorder pour considérer que cette crise est profonde. Toutefois, il y a des divergences d'appréciation sur sa nature et ses mécanismes. Pour beaucoup d'experts, la cause essentielle vient d'un emballement du système financier causé par le développement non maîtrisé de la titrisation des crédits immobiliers à risque aux États-Unis (Lorenzi, 2008). S'il est vrai que la titrisation – innovation majeure qui a bouleversé le fonctionnement des banques et des marchés – joue un rôle central dans la transmission de la crise, il apparaît néanmoins que cette explication est insuffisante. En réalité, nous sommes en présence d'une crise systémique qui prend ses racines au cœur même du système financier et, plus largement, du capitalisme financier.

L'hypothèse d'une crise systémique a trois fondements.

Premièrement, il s'agit d'une crise idéologique et intellectuelle. Pendant les vingt-cinq dernières années, les autorités et les élites ont été guidées par le fondamentalisme du marché : la croyance que les marchés tendent vers l'équilibre et que les déviations par rapport à ce dernier sont aléatoires. Toutes les innovations, dans le domaine de la gestion des risques, des produits dérivés et des produits structurés sont basées sur cette croyance. Or, celle-ci est remise en cause par la crise en cours, tant dans le monde académique que professionnel¹. Les innovations sont restées non régulées par les autorités à cause de cette hypothèse fallacieuse selon laquelle les marchés s'autorégulent. En fait, les autorités devraient savoir que les grandes crises (en 1987, 2000, etc.) ont été évitées jusqu'ici du fait de leurs interventions, et

non de la capacité des marchés à retrouver eux-mêmes un équilibre. Les autorités et les acteurs financiers, aveuglés par leur fondamentalisme de marché, n'ont pas vu venir la crise en cours. Il serait temps que, dans les salles de marché, comme dans les universités, on admette qu'il existe une autre représentation théorique de la finance, beaucoup plus proche de la réalité, comme le reconnaissent les professionnels les plus éclairés (Soros, 2008). Selon cette approche, les acteurs de marché ne fondent pas leurs décisions sur la connaissance, ce que les économistes appellent les anticipations rationnelles. Les marchés fonctionnent sur la base du mimétisme et des interactions entre des acteurs travaillant en information incomplète et avec une rationalité limitée ; cela peut conduire – en l'absence de régulation appropriée – à des équilibres multiples, ainsi qu'à une évolution chaotique et désordonnée des prix d'actifs.

Deuxièmement, une autre dimension de la crise systémique est la remise en cause du paradigme de la finance moderne. La crise a en effet révélé que la finance contemporaine n'est pas en mesure de remplir ce qui est supposé être sa fonction principale, à savoir l'évaluation et la gestion des risques. La titrisation et les produits dérivés ont transformé les banques en courtiers qui ont transféré une part croissante de leurs risques aux marchés, évolution amplifiée par les nouvelles normes de Bâle II. Sachant qu'elles ne porteraient pas les risques liés à leurs opérations de financement, les banques commerciales ont eu tendance à s'exposer à des prises de risque excessives. Les banques d'investissement en charge de la titrisation se sont mises à mixer des risques de nature différente, créant des produits complexes dont l'enjeu est difficile à évaluer. L'opacité des opérations s'est trouvée renforcée du fait que les produits titrisés sont échangés sur des marchés de gré à gré non régulés. Il faut ajouter à ce tableau les agences de notation qui n'ont pas joué leur rôle, piégées par des conflits d'intérêt, ce qui les a amenées à donner la même note AAA à des bons du Trésor sans risque et à des produits structurés ! La titrisation, innovation phare de la finance moderne, n'a pas pour rôle de faire porter les risques par les agents supposés être les plus aptes à les porter, comme on l'affirme souvent. Elle tend plutôt à accroître le niveau global du risque dans le système financier.

Troisièmement, un élément important de la crise systémique tient dans le fait que toutes les composantes du système financier sont touchées. La crise a démarré sur un segment particulier du marché immobilier – le marché des « *subprimes* » à haut risque – pour se propager aux banques et aux investisseurs, plus particulièrement aux États-Unis et en Europe, en déstabilisant au passage marchés interbancaires et marchés financiers. L'analyse des épisodes d'instabilité financière passés a montré que les crises les plus graves, en termes de coût économique et social, avaient deux caractéristiques (Boyer, Dehove, Plihon, 2004) : d'une part, la fragilisation des banques amenant celles-ci à rationner leur crédit, et, d'autre part, la perturbation conjointe de plusieurs marchés d'actifs (bourse, marchés immobilier et des

changes). L'exemple récent le plus clair est celui du Japon secoué par une crise déflationniste, qui a duré une décennie à partir de 1992, à la suite de défaillances bancaires liées à l'éclatement conjoint de bulles spéculatives sur la bourse et le marché de l'immobilier. La crise actuelle présenterait des analogies avec celle du Japon dans les années 1990 : les marchés immobiliers et les bourses, ainsi que les banques, sont au cœur de la tourmente aux États-Unis et en Europe. C'est ce qui amène le Fonds monétaire international (FMI, 2008), par exemple, à craindre une forte récession dans les pays avancés les plus touchés par la crise, avec des effets de transmission dans les pays de la périphérie.

Quelles voies de sortie de crise ?

Partant du constat que cette crise est systémique, au sens où on vient de le définir, des réformes radicales s'imposent ; elles obligeront à la remise en question des croyances basées sur le fondamentalisme de marché. On pourrait commencer par modifier le contenu de l'enseignement de la finance – fondé sur des représentations théoriques fallacieuses – tel qu'il est pratiqué dans la plupart des universités, en particulier celles qui forment les futures élites. Il s'agit d'abandonner le fondamentalisme du marché et d'admettre que, puisqu'ils ne sont pas en mesure de s'autoréguler, les marchés financiers doivent être étroitement régulés par des autorités de tutelle. L'objectif des réformes ne doit pas être uniquement de sortir de la crise en cours, mais aussi de créer les conditions pour réduire la possibilité de crises financières futures profondes et coûteuses.

Ainsi, trois séries de mesures peuvent être envisagées :

- adapter les politiques des banques centrales ;
- renforcer le contrôle prudentiel de l'ensemble du système financier ;
- encadrer les marchés financiers.

■ Adapter les politiques des banques centrales

Le rôle principal des banques centrales est d'assurer une alimentation adéquate en liquidité des banques, et donc de l'économie. La crise « *subprime* » s'est traduite par une disparition des investisseurs sur les marchés financiers du fait de leur incapacité à gérer leurs risques. Cette incertitude a créé des tensions sur le marché interbancaire, les banques les plus liquides préférant ne pas prêter à celles qui étaient suspectées de porter des risques importants liés aux crédits immobiliers titrisés. Les banques centrales ont été amenées à refinancer en urgence d'une manière récurrente et massive les banques en difficulté afin d'éviter une crise de liquidité.

Il faut que les banques centrales tirent les leçons de cet épisode. Elles ont été contraintes d'intervenir sur le marché monétaire par suite d'une crise sur les marchés d'actifs. En d'autres termes, qu'elles le veuillent ou non, les banques centrales sont désormais directement concernées par la stabilité des marchés financiers, ne serait-ce que pour des raisons d'efficacité de la politique monétaire. Leur rôle ne peut plus se limiter au seul objectif des prix des biens et services, mais doit désormais inclure la stabilisation des prix d'actifs. À la génération des banquiers centraux conservateurs, centrés sur la lutte contre l'inflation, doit succéder une nouvelle génération de banquiers centraux adaptés à la finance globalisée. Cela implique notamment que les politiques des banques centrales d'alimentation en liquidité du marché monétaire soient adaptées. Trois mesures peuvent être proposées (Castel, Plihon, 2008) :

- permettre aux institutions financières non bancaires (banques d'investissement, fonds, véhicules de titrisation) d'accéder aux refinancements des banques centrales pour éviter que leurs difficultés ne se répercutent sur les banques ;
- utiliser de façon plus sélective l'instrument des réserves obligatoires que les banques sont tenues de constituer auprès des banques centrales, en différenciant leur montant selon la composition de leurs actifs, les réserves assises sur les crédits pouvant être moins

élevées que celles liées aux opérations de titrisation ou de *trading* ;

- promouvoir une gestion plus fine des refinancements par les banques centrales qui définiraient une enveloppe individuelle de refinancement adaptée aux besoins pour chaque groupe bancaire ; ces modalités de gestion plus individualisées éviteraient à la banque centrale de valider *ex post* des prises de risque « anormales ».

■ Renforcer le contrôle prudentiel de l'ensemble du système financier

La crise de 2007-2008 a mis en lumière les insuffisances du dispositif prudentiel, en particulier celles des normes du Comité de Bâle. Ces normes sont presque exclusivement consacrées au contrôle micro-prudentiel des banques individuelles. Or, la crise actuelle montre à l'évidence que les risques d'instabilité financière proviennent de plus en plus des interactions entre les marchés d'actifs et les différentes catégories d'agents financiers. Il convient de mettre en place une supervision macroprudentielle et préventive destinée à stabiliser le système bancaire et financier dans sa dimension globale et macroéconomique, afin de contenir les risques de nature systémique. Cette approche macroprudentielle implique des changements au niveau des autorités de tutelle. Deux avancées seraient nécessaires : la première permettrait d'inclure explicitement des objectifs de stabilité financière dans le mandat des banques centrales (Boyer, Dehove, Plihon, 2004) ; la seconde avancée, de nature institutionnelle, consisterait à confier la fonction de surveillance prudentielle des banques, des assurances et des marchés financiers à une autorité de tutelle unique, sur le modèle de la Financial Services Authority britannique. On est loin de ce schéma en Europe où la supervision prudentielle demeure encore une prérogative nationale. Ainsi, en France, les superviseurs sont encore éclatés par secteurs avec une commission bancaire, une commission des assurances et une autorité des marchés financiers. La proposition de créer un ou plusieurs superviseurs à l'échelle européenne a déjà été discutée (Revue d'économie financière, n° 60).

Par ailleurs, l'une des leçons de la crise actuelle est qu'il est nécessaire d'étendre le périmètre de la supervision prudentielle au-delà des banques commerciales. Ce sont en effet des établissements de crédit immobiliers non bancaires, donc non soumis au contrôle prudentiel, qui ont été à l'origine d'une prise de risque excessive sur le marché de l'immobilier à haut risque américain. La Fed (Réserve fédérale) américaine a été amenée à soutenir des institutions non bancaires pour enrayer la crise. La contrepartie de ce soutien de la banque centrale devrait être logiquement la soumission de ces institutions (fonds ou banques d'investissement) à un contrôle prudentiel de même nature que celui imposé aux banques commerciales, en particulier des normes minimales de fonds propres et de liquidité.

Les banques centrales et les pouvoirs publics ont été amenés à prendre le contrôle de banques défaillantes afin de recapitaliser celles-ci : c'est le cas de Northern Rock au Royaume-Uni et de Bear Sterns aux États-Unis. Plutôt que de chercher à revendre ces établissements à des actionnaires privés, une fois qu'ils auront été renfloués, il serait préférable de les maintenir sous le contrôle public avec l'idée de constituer à terme des pôles bancaires publics, fonctionnant selon une logique autre que celle de la maximisation du ROE (*return on equity*), avec les prises de risque inévitables que cela entraîne. L'expérience passée montre que les économies nationales ont besoin de systèmes bancaires diversifiés comprenant à la fois des acteurs privés, publics et coopératifs. Le rôle des fonds souverains, dont les objectifs sont peu transparents, doit également être posé. Faut-il à tout prix appeler ces derniers à la rescousse pour recapitaliser les banques en difficulté, comme ce fut le cas pour Citigroup ou UBS ?

À court terme, des changements précis pourraient être mis en œuvre afin de limiter les risques de déstabilisation du système financier :

- obliger les banques à conserver une partie des risques qu'elles ont l'intention de céder sur les marchés de titrisation ou de dérivés, ce qui les inciterait à adopter une approche plus rigoureuse des risques ;
- définir des normes prudentielles destinées à limiter la capacité des banques à financer les fonds

spéculatifs (*hedge funds*) et les opérations à fort effet de levier (du type LBO, *leverage buy-out*), au cœur de la crise actuelle ;

- remplacer le système actuel de provisionnement *ex post* par un système de provisionnement dynamique *ex ante* de façon à permettre aux banques d'accumuler un matelas de provisions en haut du cycle ; cela leur éviterait de constater l'insuffisance de leurs fonds propres lorsque la conjoncture se dégrade. Cette mesure permettrait d'atténuer la procyclicité des comportements bancaires.

■ Encadrer les marchés financiers

La crise en cours a montré que certains acteurs et certains produits étaient source d'instabilité potentielle considérable. Ainsi, apparaît-il nécessaire de limiter le développement des marchés de gré à gré où se réalise la plus grande part des produits dérivés et issus de la titrisation. En effet, ces marchés échappent à toute forme de contrôle, sont totalement opaques et source de dysfonctionnements graves en cas de crise, comme ce fut le cas en 2007 et 2008. Il est essentiel que les autorités européennes créent un nouveau cadre réglementaire de manière à interdire les produits structurés dont le risque ne peut être évalué. L'objectif doit être que la plupart des opérations financières puissent être traitées sur des marchés organisés, standardisés et contrôlés par des autorités. C'est à cette condition que seront évités les dérapages tels que ceux qui ont conduit à la crise actuelle.

La question du rôle et du fonctionnement des agences de notation s'est posée à nouveau avec acuité à l'occasion de cette crise. Il est apparu clairement qu'elles ont été dans l'incapacité d'évaluer correctement les risques liés à la titrisation des crédits immobiliers. Cette carence s'explique en partie par les conflits d'intérêt qui traversent ces agences chargées d'évaluer leurs clients et incitées à ne pas tuer la poule aux œufs d'or. Ce problème est renforcé par le quasi-monopole de l'industrie de notation dominé par trois agences dans le monde, Moodys, Standard & Poors et Fitch & Ibc. Les tentatives de régulation, notamment par la loi Sarbanes & Oxley (2002) ont échoué. Une solution alternative doit être trouvée. Elle pourrait être

de confier la fonction de notation aux banques centrales. La Banque de France, par exemple, s'est dotée d'un observatoire des entreprises et d'une centrale des bilans tout à fait en mesure de jouer le rôle d'agence de notation. La solution technique existe donc. Il suffirait d'une décision politique courageuse pour trouver enfin une solution à la défaillance récurrente des agences de notation.

Conclusion : s'attaquer aux racines de la crise

La crise qui se déroule depuis l'été 2007, dont l'issue est encore incertaine, a démontré les failles considérables du système financier qui s'est mis en place au cours des deux dernières décennies. Cette crise, originale à bien des égards, s'inscrit dans un processus d'instabilité financière chronique, caractéristique centrale du capitalisme contemporain, dominé par une finance globalisée et libéralisée. Cette crise révèle les dangers du fondamentalisme de marché qui a amené les autorités et les élites à suivre la doctrine du « laisser-faire » face au développement anarchique des marchés financiers. Un *aggiornamento* de la théorie financière standard, ainsi que de la doctrine des banques centrales et des autorités de supervision prudentielle, devient nécessaire si l'on veut sortir de cette crise et prévenir les crises futures.

Notes

1. On peut citer à ce sujet les commentaires de Martin Wolf, *chief economist commentator* du Financial Time : « Remember March 14, 2008 : it was the day the dream of global free-market capitalism died. For three decades, we have moved towards market driven financial systems. By its decision to rescue Bear Sterns, the Federal Reserve, the institution for monetary policy in the US, chief protagonist of free-market capitalism, declared the era over (...) Deregulation has reached its limits », *March 26, 2008*.

Bibliographie

BOYER, R. ; DEHOVE, M. ; PLIHON, D., « Les crises financières », Rapport pour le CAE, Documentation française, 2004.

CASTEL, M. ; PLIHON, D., « Rudes leçons de la crise financière », *Le Monde*, 1^{er} février, 2008.

FMI, Fonds monétaire international, « Rapport sur la stabilité financière internationale », avril, 2008.

LORENZI, J-H., « Spécial crise financière », *Le Monde*, 21 mars, 2008.

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, « Sécurité et régulation financière », numéro spécial (n° 60).

SOROS, G., « The New Paradigm for Financial Markets : The Credit Crisis of 2008 and What it Means », e-book, PublicAffairs, 2008.