

# COMMENT RÉFORMER LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE : LES LEÇONS À TIRER DE LA CRISE DES « SUBPRIMES »

JEAN-CHARLES ROCHET

*Directeur de recherche, Institut d'économie industrielle (IDEI), Toulouse*

*Professeur, École d'économie de Toulouse*

*La crise financière qui a débuté l'été dernier – et qui est encore loin d'être résolue – montre de façon criante que les systèmes complexes de réglementation prudentielle élaborés péniblement par les autorités bancaires sont très largement inadaptés (on pense notamment au très long processus de tâtonnement qui a conduit le Comité de Bâle pour la supervision bancaire aux nouveaux accords dits de « Bâle II »). Sans vouloir tirer sur une ambulance (après tout, ces accords n'étaient pas encore entrés en vigueur au moment où la crise s'est déclenchée), il semble raisonnable d'envisager dès que possible une (nouvelle) réforme de ces systèmes, tout en prenant le temps de bien mesurer les conséquences de long terme qu'aura nécessairement toute nouvelle disposition réglementaire afin de ne pas tomber dans un scénario de surréaction réglementaire du type Sarbanes-Oxley. Cet article se propose d'indiquer quelques pistes pour alimenter la réflexion des décideurs sur ce qu'il convient de réformer et les moyens d'y parvenir. Le fil directeur sera d'essayer de tirer des enseignements, non seulement de la crise des « subprimes », mais aussi des nombreuses crises bancaires et financières de la fin du siècle dernier<sup>1</sup>.*

**L**a première remarque qui vient à l'esprit est l'existence de nombreux points communs entre la crise actuelle et les crises bancaires et financières du passé. Sans remonter jusqu'à la crise de la South Sea Company en 1720 (et son équivalent français, à savoir le krach de la Compagnie du Mississippi de John Law) qui ruina Isaac Newton lui-même – il déclarera ensuite : « *Je peux prévoir les mouvements des corps célestes, mais pas la folie des gens...* » –, il est frappant de constater les similitudes entre la crise actuelle et quelques crises bancaires et

financières de la fin du siècle dernier, et donc pas si lointaines (la mémoire des financiers semble décidément très courte). Prenons par exemple la crise scandinave (1988-1994) qui mit en faillite un bon tiers des banques suédoises, norvégiennes et finlandaises<sup>2</sup>. Elle avait été précédée par une phase d'expansion spectaculaire du crédit bancaire, consécutive à une dérégulation et à une baisse des taux d'intérêt, accompagnée d'une croissance spectaculaire des prix de l'immobilier. De la même façon, la crise bancaire japonaise des années 1995-1999 avait été précédée

par une croissance sans précédent des prix de l'immobilier. On disait alors que si l'empereur du Japon avait décidé de vendre son palais dans le centre de Tokyo (en supposant bien sûr que les prix de l'immobilier ne soient pas affectés par cette vente), il aurait pu (à l'époque) acheter l'État de Californie tout entier ! La bulle immobilière japonaise avait été alimentée par l'activité frénétique de crédit immobilier des « *jusens* », ces filiales bancaires n'acceptant pas de dépôts du public (et donc non réglementées !) ; elles prêtaient aux ménages japonais dans des conditions très laxistes (par exemple sans apport personnel) en pariant sur la croissance continue des prix de l'immobilier : si un ménage faisait défaut, le *jusen* pouvait néanmoins saisir le bien immobilier et le revendre à un prix supérieur à la valeur d'acquisition du fait de la croissance continue des prix de l'immobilier. Quand la bulle immobilière japonaise a crevé en 1995, les autorités monétaires du pays ont dû injecter l'équivalent de 24 milliards de dollars de l'époque, puis ramener pendant plusieurs années les taux monétaires à des valeurs proches de zéro pour éviter l'effondrement de leur système bancaire et financier. Cela ne vous rappelle rien ?

Les sauvetages spectaculaires par la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique de la Northern Rock, puis celui plus récent de Bear Stearns par la Réserve fédérale américaine (Fed), illustrent eux aussi l'échec des deux systèmes prudents les plus caractéristiques :

- le système du « *Financial Services Authority* » (FSA) régulateur financier unique mais doté de pouvoirs d'intervention limités, mis en place en Grande-Bretagne par les travaillistes (et donc par Gordon Brown, alors chancelier de l'Échiquier) lors de leur retour au pouvoir (et imité depuis par de nombreux pays) ;

- et son exact opposé, à savoir le système américain de régulateurs multiples, dotés de pouvoirs d'intervention étendus, mis en place lors de la réforme du système américain d'assurance des dépôts (le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*), consécutif à la crise des *Savings and Loans*.

Ce sont donc des systèmes réglementaires récemment repensés et « améliorés » (comme le suggère la

dénomination de la loi américaine en question) qui ont été mis en défaut. Mais, là encore, rien de nouveau sous le soleil si l'on se réfère aux sauvetages de la Continental Illinois par les autorités américaines en 1984 (sous le prétexte malheureux que la banque était « *Too Big To Fail* ») et de Johnson Matthey Bankers par la Banque d'Angleterre la même année.

La crise des « *subprimes* » présente également des similitudes frappantes avec plusieurs crises de la deuxième moitié du vingtième siècle, comme celles de la bulle internet et des *junk-bonds*. Le mécanisme est à chaque fois le même. Une innovation financière importante (par exemple les *junk-bonds* inventés dans les années 1970 par Michael Milken, ou plus près de nous la finance structurée) est proposée mais elle met un certain temps à être acceptée par les investisseurs qui sont *a priori* réticents à mettre leur argent dans un produit ou une technique qu'ils ne connaissent pas. Toutefois, la réputation de ce nouveau produit se bâtit progressivement et peu à peu une frénésie d'investissements spéculatifs se met en place, encouragée par un comportement moutonnier des investisseurs. Cette frénésie est autoentretenu par une hausse continue du prix des actifs (les obligations risquées dans le premier cas, les actifs immobiliers dans le second) sur lesquels porte la spéculation. Puis le mécanisme se grippe : un choc réel (par exemple un début de récession) provoque le défaut d'une série d'emprunteurs, ce qui dégrise brutalement les investisseurs. C'est alors la phase de défiance : les investisseurs paniquent et liquident leurs actifs à perte, provoquant une baisse (elle aussi autoentretenu) des prix de ces actifs, et au passage augmente le nombre de faillites. Le nouveau produit financier est alors complètement déconsidéré pendant une période assez longue (c'est la phase « *back to basics* ») avant que petit à petit il se refasse lentement une réputation.

Ainsi donc, y aurait-il une fatalité à accepter sans pouvoir rien faire ? Les crises bancaires et financières seraient-elles inévitables, comme une contrepartie nécessaire à l'innovation financière et à la prise de risque ? Je ne le pense pas, à la lumière là aussi des enseignements du passé. Après tout, certaines des

crises du passé ont été bien gérées et n'ont eu que des conséquences limitées. Prenons par exemple le cas de la Norvège, touchée dans les années 1980 par une crise grave et étendue de son secteur bancaire, à l'instar des autres pays scandinaves. Le gouvernement norvégien n'a pas hésité à nationaliser temporairement plusieurs grandes banques, à exproprier leurs actionnaires et à révoquer leurs dirigeants, puis à remettre en vente les banques nationalisées après leur remise en état de marche. La conséquence de ces décisions déterminées a été une résolution rapide et peu coûteuse de la crise norvégienne. Le contraste est frappant avec d'autres pays comme le Japon qui, faute d'une stratégie résolue et courageuse, a laissé pourrir la crise pendant de nombreuses années, engendrant un coût colossal pour les finances publiques et pour l'économie du pays.

Il faut admettre, une fois pour toutes, que le secteur bancaire et financier de chaque pays est intrinsèquement fragile, à la fois parce qu'il est sujet à des crises systémiques<sup>3</sup> et parce qu'il repose sur la confiance, fragile, d'investisseurs incapables d'évaluer en toute connaissance de cause la rentabilité et le risque des produits financiers complexes qu'on leur propose. C'est pour cette raison que des systèmes d'assurance des dépôts bancaires<sup>4</sup> ont été mis en place dans de nombreux pays qui ont considéré à juste titre que la plupart des clients des banques étaient incapables de juger si leur banque faisait courir des risques à leurs dépôts. Si ces systèmes d'assurance sont bien conçus (la panique qui a suivi la crise de la Northern Rock a montré tous les défauts du système britannique actuel), les petits déposants sont parfaitement protégés et peuvent dormir sur leurs deux oreilles. Toutefois, ces systèmes nécessitent en contrepartie de limiter la prise de risque des établissements financiers par une réglementation prudentielle adaptée (avec notamment des exigences en capitaux propres proportionnées aux risques pris par ces établissements financiers) et surtout un système de supervision suffisamment efficace pour empêcher ces établissements de contourner les réglementations prudentielles. Le Comité de Bâle pour la supervision bancaire a consacré énormément de temps (près de

20 ans !) et d'énergie à réformer le ratio de solvabilité qu'il avait proposé à la fin des années 1980 ; il a cependant été totalement incapable jusqu'ici d'imposer la mise en place, par les autorités politiques des grands pays, de systèmes de supervision indépendants, aux pouvoirs étendus et aux mandats clairs.

Il ne sert à rien de mettre au point des ratios de solvabilité complexes si l'on n'explique pas de façon crédible que les établissements financiers qui ne satisfèrent pas à ces exigences en capital seront sévèrement pénalisés, et le cas échéant fermés. Il ne sert à rien de mettre en place un régulateur unique des services financiers, comme en Grande Bretagne, si on ne lui donne pas un mandat clair et les pouvoirs suffisants pour obliger les établissements financiers à fournir suffisamment tôt l'information nécessaire à contrôler leur solvabilité. Il est révélateur à cet égard que le pays qui était allé le plus loin dans ce sens (à savoir les États-Unis, avec le système de « *Prompt Corrective Action* » qui oblige les autorités de contrôle à fermer les banques insuffisamment capitalisées avant qu'il ne soit trop tard) n'a pas pu empêcher la quasi-faillite de la banque Bear Stearns.

La raison de cet échec est tout simplement que Bear Stearns n'était pas une banque commerciale mais une banque d'affaires – elle ne collectait pas de dépôts du public – et n'était donc pas soumise aux exigences en capital et au système de *Prompt Corrective Action* mis en place par le *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* ! La justification de l'intervention de la Fed, qui a injecté des milliards de fonds publics pour venir en aide à Bear Stearns et faciliter son rachat par JP Morgan Chase, n'a donc pas été de prévenir une panique des petits déposants (Bear Stearns n'en avait pas !) mais plutôt d'éviter d'aggraver la débâcle sur les marchés de produits dérivés de crédit, sur lesquels Bear Stearns avait pris des positions colossales. C'est la même logique qui a prévalu au sauvetage, organisé par le New York Fed, du fonds spéculatif *Long Term Capital Markets* en 1998, à cela près que, à l'époque, la Fed s'était contentée de « coordonner » un sauvetage par les grandes banques privées au lieu d'injecter de l'argent public comme cela a été le cas pour Bear Stearns.

C'est là un élément nouveau qu'il faut absolument

prendre en compte dans les réflexions sur les réformes nécessaires du système financier. Si les autorités sont obligées de venir à la rescousse de tout établissement financier (banque d'affaires ou fonds spéculatif) en difficulté, chaque fois que l'on pense que la faillite de cet établissement mettrait en péril un marché ou un ensemble de marchés nécessaires au bon fonctionnement du système financier, il faut absolument prévoir (et même codifier) et sécuriser *a priori* un financement privé (pour éviter d'avoir à recourir encore au contribuable) de ces interventions.

Certains préconisent d'étendre le pouvoir des autorités prudentielles pour qu'elles régulent activement les fonds spéculatifs et les banques d'affaires. Mais c'est à la fois difficile à justifier – contrairement aux déposants des banques, les riches clients des fonds spéculatifs et des banques d'affaires ont les moyens de contrôler ce qu'on fait de leur argent : il n'y a pas de raison pour que les autorités prudentielles leur fournissent gratuitement ce service – et sans doute impossible à réaliser. En effet, comment empêcher des investisseurs privés de se réunir discrètement et de créer un fonds spéculatif suivant des règles qu'ils sont libres de définir ?

En réalité, la seule solution viable est probablement de réformer (encore une fois) le système de réglementation prudentielle des banques commerciales (les fameux accords de Bâle II négociés et renégociés

continuellement depuis 20 ans) en trouvant une façon d'obliger les banques à contrôler l'utilisation des fonds qu'elles prêtent aux banques d'affaires *brokers* et aux fonds spéculatifs. Mais, pour cela, il faudrait que les autorités prudentielles acceptent de remettre en cause le système extrêmement complexe, et pourtant déjà obsolète, qu'elles ont péniblement mis au point.

#### Notes

1. Voir la discussion détaillée de plusieurs de ces crises dans le chapitre 2 de mon ouvrage : *Why are there so many banking crises ?*, Princeton University Press, 2007.

2. Voir par exemple l'excellent compte rendu dans « *The Norwegian Banking Crisis* » par Thorwald Moe, Jon Solheim et Bent Vale, *Bank of Norway occasional papers*, n° 33, 2004.

3. Le mot *systémique* est souvent utilisé à tort et à travers. Je l'emploie ici pour caractériser deux types de situations : celles où un choc agrégé (par exemple la baisse des prix de certains actifs) affecte simultanément une fraction importante des entreprises des secteurs bancaire et financier (on parle alors de choc systémique), et celles où les difficultés de certaines de ces entreprises se propagent à l'ensemble des systèmes bancaire et financier (on parle alors de contagion).

4. De plus en plus de pays ont également mis en place des fonds de garantie destinés à protéger les assurés de la faillite éventuelle de leur société d'assurances.