

RÉFLEXIONS SUR LES TURBULENCES RÉCENTES SUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX MONDIAUX

JEAN-CLAUDE TRICHET

Président, Banque centrale européenne (BCE)

La récente correction observée sur les marchés de capitaux et les épisodes de turbulences et de volatilité qui l'ont accompagnée constituent un défi de premier ordre pour les acteurs de marché et les autorités publiques, notamment les banques centrales. Nous ne disposons pas à ce jour, à l'évidence, de tout le recul nécessaire sur ces événements. Tous les efforts sont faits par le secteur financier ou les acteurs publics à travers le monde, y compris les banques centrales, pour faire face aux conséquences négatives sur les marchés monétaires du processus en cours de réduction du levier d'endettement¹ et envisager, dans le même temps, une série de mesures susceptibles d'empêcher que la situation actuelle ne se représente à l'avenir.

Facteurs à l'origine des turbulences récentes sur les marchés de capitaux

Avec la diffusion progressive des turbulences à l'ensemble du système financier mondial, la thèse selon laquelle plusieurs sources de vulnérabilité étaient présentes en amont de la crise a gagné de plus en plus de terrain par rapport aux scénarios identifiant un facteur ou une cause unique. Il est communément admis qu'une série de difficultés liées à la correction du marché immobilier résidentiel américain sont à l'origine des perturbations. Toutefois, la vigueur et la rapidité de la contagion à d'autres segments de marché ont montré les importantes vulnérabilités affectant le système, dont la nature et la complexité n'étaient pas toujours parfaitement saisies. Les défis posés au marché des prêts hypothécaires

à risque (le marché des « subprimes ») ne reflétaient qu'un aspect d'un problème bien plus large. La situation actuelle est marquée par une forte incertitude – dans laquelle il est très difficile de quantifier les risques – et, par voie de conséquence, la confiance des opérateurs de marché dans le fonctionnement même du système financier est sérieusement ébranlée. La détérioration de la confiance s'explique, de mon point de vue, par la conjonction de trois facteurs principaux qui, s'ils avaient chacun été identifiés par les opérateurs de marché et les responsables de la politique économique bien avant le début des turbulences, se sont renforcés mutuellement d'une manière que personne pratiquement n'aurait pu prédire. Ces facteurs ont trait, d'une part, à l'abondante liquidité qui a contribué au développement de l'effet de levier au sein du système financier, d'autre part, à un système financier de plus en plus intégré et complexe – dont la croissance a été alimentée par l'innovation financière – et aux incitations émanant de certains agents financiers,

enfin, assez éloignées des pratiques de prudence. Avec le recul, il convient de rappeler que les autorités publiques – et notamment la BCE à travers la *Financial Stability Review* (qui est publiée deux fois par an) – ont clairement attiré l'attention sur la sous-évaluation des risques dans certains compartiments de marché dès le début de l'année 2007. D'autres banques centrales ont également lancé des avertissements équivalents, et moi-même – en tant que président du « *Global Economy meeting* » réunissant à la Banque des règlements internationaux les gouverneurs de banques centrales –, j'ai exprimé régulièrement la vision partagée avec mes collègues gouverneurs selon laquelle la finance mondiale était caractérisée par une importante sous-évaluation généralisée des risques.

Il ne faut pas perdre de vue que le premier facteur – et le principal élément à l'origine de la forte hausse des niveaux d'endettement – a été un important excès préalable d'épargne par rapport aux investissements au sein de l'économie mondiale². Avec le temps, ces capitaux abondants disponibles pour des investissements ont entraîné une « chasse aux rendements » de plus en plus effrénée qui s'est traduite par une forte augmentation de la demande et de l'offre, entre autres actifs financiers, de produits financiers extrêmement complexes³.

Le recours aux effets de levier que nous venons d'observer n'est pas un phénomène nouveau. Comme l'ont signalé un grand nombre d'acteurs internationaux, la période qui a précédé les turbulences financières actuelles partage de nombreuses caractéristiques des épisodes précédents, ce que l'on appelle un « *moment Minsky* », lorsqu'on décide subitement de se dégager de crédits sous-jacents dont la qualité se dégradait en fait depuis plusieurs années⁴. Ainsi, le système financier comporterait-il intrinsèquement un biais procyclique, notamment à travers une propension à la distorsion du prix des actifs. Si l'on admet cette hypothèse, la possibilité est bien établie que les secteurs réel et financier, après avoir nourri de concert un mouvement à la hausse, puissent alimenter un mouvement en baisse, ce qui influencerait

la nature de la réaction optimale des autorités publiques.

À l'évidence, toutefois, l'épisode actuel ne se limite pas, loin s'en faut, à une forte augmentation du prix des actifs dans un environnement marqué par une hausse régulière de la liquidité sur les marchés de capitaux. Une deuxième source de vulnérabilité tient également à la grande complexité des liens à la fois au sein des systèmes financiers et entre ces systèmes⁵. La rapidité et le degré de complexité des flux de capitaux de nos jours, la relative variété, obscurité et interactivité de nombreux types d'instruments financiers, souvent avec recours importants aux effets de levier, et les liens étroits entre un nombre croissant d'établissements financiers témoignent de cette évolution, ne serait-ce que par comparaison avec la situation d'il y a une dizaine d'années. Ces évolutions ont pesé lourdement sur les procédures de gestion du risque des grands intermédiaires financiers.

Les développements du système financier ont non seulement facilité la multiplication des actifs financiers disponibles pour les investisseurs, mais ils ont également porté en eux les germes de la fragilité qui s'est matérialisée plus tard à travers une contagion d'une rapidité et d'une ampleur sans précédent au cours de la phase de réduction de l'endettement. Je ne voudrais pas que mes propos sur les évolutions financières puissent, en aucune manière, être mal interprétés. Permettez-moi donc de dire très clairement que je partage l'idée selon laquelle l'intermédiation financière moderne a démontré sa capacité à répartir efficacement les risques et a, sans aucun doute, favorisé l'efficacité économique et permis à des secteurs productifs de se financer à faible coût alors qu'ils n'auraient pas pu se financer du tout autrement. Le défi que nous devons tous relever aujourd'hui consiste à empêcher le système de s'autoalimenter à travers un emballement de l'endettement⁶. La complexité financière – de préférence encadrée par les indispensables mécanismes régulateurs – est une conséquence inévitable de la complexité croissante du système économique et financier mondial que nous devons maîtriser et utiliser à notre avantage.

L'abondance de la liquidité et la complexité financière représentent, à mon sens, le principal

moteur et le cadre du processus d'endettement financier et de son dénouement ; mais le tableau de l'ensemble des faiblesses découvertes dans le modèle d'intermédiation financière fondé sur le transfert des risques (ou « *originate-to-distribute* » *model*) ne serait pas complet sans dire un mot des systèmes d'incitation mis en place par les opérateurs financiers⁷. Au sens strict, le système financier a pour but d'émettre, gérer et négocier des droits sur des flux financiers futurs pour le reste de l'économie, un objectif qui a de plus en plus eu à pâtir d'un jeu de commissions, de bénéfices apparents à très court terme et de réglementations sur les arbitrages. Le « système bancaire de l'ombre », qui a rapidement vu le jour à côté du système bancaire traditionnel, contrairement à son pendant mieux compris et mieux réglementé, s'appuyait sur un système de confiance mal compris (fourni par les agences de notation) et la perception (erronée) que le prix des actifs ne pouvait évoluer que dans un sens, à la hausse. Il ne fallait en effet pas, dans ce système, de façon plus remarquable encore *ex post*, disposer des fonds propres permettant de faire face à un éventuel retournement de tendance, tel qu'il s'est produit lorsque l'euphorie a laissé place à la sobriété. Il convient sans cesse de se souvenir de l'affirmation du directeur de la Nasa (National Aeronautics and Space Administration) en charge de la sécurité, Jerome Lederer, valable tant pour l'aéronautique que pour la finance, selon laquelle de toutes les incitations à renforcer la sécurité, la plus pressante est, de loin, l'incitation économique. La question morale – qui se pose avec d'autant plus d'acuité après un accident – est plus forte, mais elle ne résiste pas au temps, soutient Lederer. Les autorités de contrôle et de régulation doivent à l'évidence évaluer sérieusement les structures des primes liées à l'intermédiation financière, en particulier en fonction du paysage en mutation constante qui caractérise cette activité⁸.

Avant le réveil brutal (en juillet 2007) des intervenants sur les marchés de capitaux, des observateurs et des régulateurs, ces trois facteurs avaient fait converger différents mécanismes en une spirale haussière du prix des actifs : un recours supplémentaire aux effets de levier, une complexité accrue et un recul de la transparence. Plus directement, ces facteurs

créèrent également les mécanismes à l'origine des turbulences : un choc important sur un seul compartiment de marché (les prêts hypothécaires américains à haut risque) a entraîné un vaste mouvement de réévaluation du risque crédit touchant l'ensemble des catégories d'instruments financiers et impliquant un grand nombre d'institutions financières. S'il ne s'agit pas en soi d'un phénomène nouveau – des évolutions similaires ont été observées avec une certaine régularité au cours de ces dernières années – le degré de contagion nettement supérieur qui s'en est suivi a aussi été provoqué, et renforcé, par ces facteurs. En premier lieu, le processus d'ajustement des positions à risque dans le secteur financier a été entravé par une rupture – parfois totale – dans le processus de découverte des prix entre instruments en raison de la mauvaise compréhension de la distribution et de l'ampleur des risques inhérents aux différents instruments financiers. En second lieu, l'assèchement de la liquidité sans précédent dans l'ensemble du système, qui a résulté de la diminution des prises de position de la part des grands intermédiaires financiers, a alimenté l'incertitude générale, favorisant la prise de risques calculés et contrecarrant les efforts de réduction des risques⁹.

La réaction de la communauté des banques centrales face aux turbulences

Les banques centrales ont réagi de différentes manières aux tensions sur les marchés interbancaires. Très tôt, l'Eurosystème a très clairement affirmé qu'il différenciait strictement la définition de l'orientation de la politique monétaire en vue d'assurer la stabilité des prix et les décisions relatives à la gestion de la liquidité prises parallèlement à la mise en œuvre de cette orientation. L'Eurosystème opère cette distinction pour isoler les signaux relatifs à l'orientation de la politique monétaire de l'incidence sur les taux d'intérêt à très court terme des « bruits » liés aux évolutions en

matière de liquidité. Il est encore plus important de souligner cette distinction en période de tension sur les marchés qu'en « temps normaux ». En cas de tension sur les marchés, nous pouvons être conduits à mener une gestion plus active de la liquidité pour contribuer au bon fonctionnement du marché monétaire et amener les taux de marché à très court terme à des niveaux proches du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème.

Il est apparu après le déclenchement des perturbations sur les marchés de capitaux que les établissements de crédit avaient développé une préférence pour constituer leurs réserves obligatoires assez tôt au cours de la période de constitution. La liquidité disponible aux différents jours d'une période de constitution de réserves n'était plus un parfait substitut et, par conséquent, les taux d'intérêt à court terme ne correspondaient plus à la fameuse « probabilité martingale »¹⁰. S'appuyant sur le modèle de référence présenté par Poole en 1968¹¹, ces établissements se sont comportés comme si chaque banque percevait la distribution des chocs de liquidité comme fortement biaisée dans le sens d'un assèchement, même si tel n'était bien entendu pas le cas à un niveau agrégé.

Dès lors, la BCE a ajusté la répartition de l'offre de liquidité sur la durée d'une période de constitution en augmentant l'offre en début de période et en la diminuant par la suite (stratégie qualifiée d'« élargissement de la liquidité »), afin que l'offre moyenne de liquidité demeure inchangée sur l'ensemble de la période de constitution des réserves. Cette politique est conforme à l'objectif de l'Eurosystème consistant à fournir au système bancaire, au cours de chaque période de constitution, le montant exact de liquidité dont il a besoin pour combler son déficit de liquidité. Le volume moyen des opérations de refinancement de l'Eurosystème au cours des périodes de constitution depuis août 2007 est resté proche de 450 milliards d'euros, comme au premier semestre 2007.

Lorsque les taux interbancaires au jour le jour ont été soumis à des pressions à la hausse aux États-Unis

et en Europe, la première réaction en termes de liquidité au cœur des turbulences a consisté à essayer de maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire à des niveaux proches des taux officiels grâce à une gestion plus dynamique de la liquidité. Tel a clairement été le cas le matin du 9 août 2007 lorsque le taux au jour le jour a augmenté très brusquement, signalant clairement des perturbations sur le marché monétaire. La BCE a, par conséquent, effectué une opération de réglage fin à 24 heures, injectant de la liquidité sur le marché à travers un appel d'offres à taux fixe dont le montant de l'adjudication répondrait à l'ensemble des demandes. Au cours de la semaine qui a suivi, la BCE a effectué trois nouvelles opérations de réglage fin d'apport de liquidité, chacune assortie d'une échéance de 24 heures, pour des montants progressivement moins élevés. Outre ces opérations de réglage fin, deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires à échéance de trois mois ont également été conduites, le 24 août et le 13 septembre 2007, pour faire face au recul sensible de l'activité sur le segment à plus long terme du marché monétaire. Les contreparties ont pu ainsi réduire leur besoin net de liquidité sur un horizon plus long.

Un appel d'offres exceptionnel avec un montant de l'adjudication répondant à l'ensemble des demandes a été effectué une nouvelle fois le 18 décembre 2007, lorsque, en raison de tension de fin d'année en termes de liquidité, il a été jugé adéquat de laisser le marché déterminer le montant exact de l'adjudication. Ce montant total alloué s'est élevé à 349 milliards d'euros.

Pour rapprocher l'EONIA (Euro OverNight Index Average) du taux de soumission minimal, la BCE a de façon générale recouru davantage aux opérations de réglage fin qu'en « temps normaux » pour injecter de la liquidité supplémentaire par rapport à celle fournie par le biais des opérations principales de refinancement, mais aussi pour retirer la liquidité excessive.

Ces mesures, les opérations de réglage fin et de refinancement à plus long terme, ont permis à la BCE de garder le contrôle sur les taux d'intérêt à

court terme du marché monétaire de l'euro et d'y préserver des conditions ordonnées, sans qu'il soit nécessaire de modifier les structures du cadre opérationnel sur lequel l'Eurosystème fonde la mise en œuvre de sa politique monétaire. Toutes ces mesures ont par ailleurs été communiquées rapidement, ce qui a contribué à assurer le marché que la BCE était prête à agir de façon adéquate.

D'autres banques centrales ont, quant à elles, adopté d'autres mesures, élargissant notamment la gamme des garanties éligibles et des contreparties. La Banque du Japon et la BCE, qui acceptaient déjà toutes deux une gamme relativement large de garanties, n'ont pas eu à adapter leur dispositif de garanties. De fait, s'agissant de l'Eurosystème, son dispositif de garanties acceptait déjà une vaste palette de garanties et un grand nombre de contreparties éligibles ; il offrait donc toutes les caractéristiques permettant de soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire pendant la phase de turbulences sur le marché. La part de garanties déposées non utilisées en couverture des crédits consentis dans le cadre des opérations de politique monétaire est demeurée élevée. Cela donne à penser que, dans cette période de turbulences, les contreparties de l'Eurosystème n'ont pas éprouvé de difficultés liées à la disponibilité des garanties.

Il est important de se rappeler que, lorsque les turbulences se sont inscrites dans la durée, les banques centrales ont renforcé leur coopération, dans le domaine de la communication et du suivi collectif des évolutions sur les marchés tout d'abord, en fournissant de concert de la liquidité par la suite.

Ainsi, à titre d'exemple d'action concertée entre banques centrales, la BCE a convenu avec la Réserve fédérale américaine (Fed) de proposer des financements en dollars aux banques de la zone euro dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*Term Auction Facility*, TAF) que la Fed venait d'instaurer. Il s'agissait là d'une réponse aux banques de la zone euro que l'on disait particulièrement préoccupées par la question des financements disponibles en dollars. Les crédits accordés par

l'Eurosystème ont été financés à travers un échange de devises (accord de *swap*) entre la Fed et la BCE. L'Eurosystème – lors de deux opérations réglées les 20 et 27 décembre 2007, qui ont été renouvelées les 17 et 31 janvier 2008 – a fourni les financements en dollars reçus à travers cet accord de *swap* à ses contreparties en échange de garanties éligibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème. La Banque nationale suisse a mené des opérations semblables. Le même jour, d'autres banques centrales – comme la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada – ont annoncé des mesures spécifiques visant à fournir directement des financements à terme à un plus grand nombre d'institutions financières en échange d'une gamme plus large de garanties éligibles. La Banque du Japon et la Riksbank (la banque centrale de Suède) ont à cette occasion indiqué qu'elles soutenaient cette initiative.

Au titre des opérations de l'Eurosystème, des financements à hauteur de 10 milliards de dollars, assortis d'une échéance d'un mois, ont été accordés aux contreparties ayant accès à la facilité de prêt marginal. Les quatre opérations ont été conduites à un taux fixe égal au taux marginal des adjudications menées simultanément par la Fed, c'est-à-dire, respectivement, 4,65, 4,67, 3,95 et 3,12 %. Ces opérations n'ont pas eu d'incidence directe sur les conditions de la liquidité en euros. Elles visaient au contraire à améliorer les conditions de financement dans le monde.

Depuis les actions coordonnées conduites en décembre 2007 et en janvier 2008, les banques centrales des pays du G10 ont continué à collaborer étroitement et à se consulter régulièrement au sujet des tensions sur la liquidité observées sur les marchés de financement. Les tensions persistant sur le marché monétaire, la BCE a annoncé, le 11 mars 2008, la reprise d'opérations d'apport de liquidité en dollars dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication (TAF) de la Fed, et l'augmentation du montant de ces opérations à 15 milliards de dollars, toutes les deux semaines, pour aussi longtemps que nécessaire. D'autres banques centrales ont annoncé le même jour des mesures spécifiques pour faire face à ces tensions continues.

Principaux enseignements et initiatives

La correction très significative des marchés à laquelle nous assistons, avec ses épisodes de turbulences, de forte volatilité et de « surréaction » sur certains marchés, a mis en lumière des insuffisances dans le fonctionnement des institutions financières et des marchés de capitaux. À de nombreux égards, il s'agit là du premier test « grandeur nature » pour la finance mondialisée d'aujourd'hui qui a connu de nombreuses innovations récemment avec l'essor des nouveaux instruments de financement structurés extrêmement complexes, une croissance très rapide des institutions à fort effet de levier et une explosion récente des produits dérivés en tous genres, notamment des dérivés de crédit. Il apparaît à présent que le choc auquel le système financier mondial a dû faire face après l'éclatement de la bulle internet a été – tout bien considéré – relativement modeste et que la capacité de résistance du système à cette époque a probablement été erronément attribuée à l'utilisation – déjà largement répandue – des produits dérivés. Aujourd'hui, comme je l'ai dit, le test est réel et il est extrêmement important que nous tirions toutes les leçons qui s'imposent des turbulences financières que nous traversons.

Ces leçons, j'insiste, doivent être tirées au plan national, mais aussi au plan régional. Il convient de noter à cet égard la série de travaux, coordonnés au niveau de l'Union européenne (UE) par le Conseil des ministres des Finances (le Conseil Écofin, Conseil pour les Affaires économiques et financières), visant à renforcer les dispositifs dans le domaine de la surveillance et de la stabilité financière ; il s'agit notamment :

- de l'introduction d'un mandat européen confié aux autorités de surveillance nationales ;
- de la clarification et de la consolidation du mode de fonctionnement des comités de surveillance au niveau des vingt-sept États membres ;
- du recours accru à des collèges de surveillance pour

renforcer le contrôle des groupes bancaires transfrontaliers ;

- de l'adoption d'un protocole d'accord (*Memorandum of Understanding*) sur la coopération internationale en cas de crises financières entre l'ensemble des autorités compétentes de l'UE, à savoir les autorités de surveillance, les banques centrales et les ministères des Finances.

Des initiatives similaires ont été lancées aux États-Unis – à l'instar des récentes propositions formulées par le secrétaire au Trésor Paulson en vue de renforcer la structure de régulation financière – et sont à l'étude dans d'autres pays.

Toutefois, il était plus important encore de se mettre d'accord au niveau international sur la méthodologie adéquate permettant d'identifier les leçons communes à tirer de façon coordonnée des deux côtés de l'Atlantique et des deux côtés du Pacifique. Les perturbations actuelles sont un phénomène mondial. Seule une réponse mondiale peut être efficace. Après la crise asiatique, à l'initiative des ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale des pays du G7, le Forum sur la stabilité financière (FSF) a été créé. Il s'agit d'un groupe informel où un diagnostic synthétique de la situation de la finance mondiale peut être posé dans le but d'identifier les faiblesses susceptibles d'affecter le système financier international et des pistes d'amélioration.

De ce point de vue, je suis heureux de souligner que le « *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience* » (Rapport sur le renforcement de la résilience internationale et des marchés), présenté en avril par le FSF à la communauté internationale et en particulier au G7 et au Comité monétaire et financier international (CMFI) du Fonds monétaire international (FMI), correspond aux attentes qui avaient été formulées par la communauté internationale. Je me félicite du consensus concernant la mise en œuvre, avec détermination et selon le calendrier fixé, des recommandations précises du G7. La communauté des banques centrales suivra de très près leur mise en application.

Ayant participé aux débats au sein du G7, début avril 2008, permettez-moi de détailler les recommandations qui, selon nous, comptent parmi les priorités

immédiates et doivent être mises en œuvre dans un délai de cent jours :

- les institutions financières doivent communiquer complètement et rapidement – dans les rapports semestriels qu'elles publieront bientôt – leur exposition aux risques et aux moins-values, ainsi que des estimations d'une « juste valeur » pour les instruments complexes et illiquides qu'elles détiennent ; pour ce faire, il convient qu'elles respectent les meilleures pratiques d'information telles que définies dans le rapport du FSF ;

- il appartient au Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board*, IASB) et aux autres instances de normalisation compétentes d'améliorer d'urgence les normes comptables et d'information applicables aux entités hors-bilan et de renforcer les orientations formulées en matière de comptabilisation en juste valeur, notamment s'agissant de la valorisation des instruments financiers en période de tension ;

- il convient que les institutions financières renforcent leurs pratiques de gestion des risques, notamment à travers des simulations de crises rigoureuses, avec le soutien des autorités de surveillance ; le cas échéant, les institutions financières devraient également consolider le niveau de leurs fonds propres ;

- le Comité de Bâle devrait formuler, d'ici mi-2008, des orientations révisées en matière de gestion des risques de liquidité, tandis que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) devrait amender son code de conduite pour les agences de notation.

Dans d'autres domaines également, des recommandations importantes doivent être mises en œuvre d'ici fin 2008, ou en 2009 au plus tard. Il faut :

- réviser les exigences de fonds propres au titre du pilier 1 de Bâle II (comme certains aspects du cadre en matière de titrisation) ;

- renforcer la gestion des risques de liquidité par les banques et leur surveillance ;

- assurer un contrôle prudentiel efficace au titre du pilier 2 ;

- accroître la transparence et améliorer la valorisation ;

- augmenter la qualité des notations des produits structurés ;

- optimiser la capacité de réaction des autorités face aux risques ;

- et, enfin, développer des dispositifs solides de gestion des tensions dans le système financier.

Conclusion

Une mise en œuvre rapide et effective est essentielle à ce stade. Cela devrait être considérablement facilité par le fait que les recommandations ont été formulées, au niveau mondial, par les autorités et entités qui doivent précisément les appliquer. Je recommande d'agir immédiatement, dans le respect autant que possible des principes suivants qui ont inspiré les recommandations faites par le FSF au G 7.

Il faut, en premier lieu, accroître la transparence. Les turbulences actuelles ont démontré une nouvelle fois que l'opacité en ce qui concerne les marchés, les instruments financiers et la situation exacte des institutions financières conduit à des catastrophes. Dès que des marchés de capitaux entrent dans une période d'incertitude et de turbulences, l'absence de transparence entraîne la contagion et des comportements moutonniers néfastes. La contagion liée à l'opacité a été au cœur de la crise asiatique. Elle est un facteur central de l'épisode actuel également. Cela vaut tant pour les instruments financiers – produits structurés sophistiqués, titres adossés à des actifs, etc. – que pour les institutions financières elles-mêmes. L'absence d'informations pertinentes, crédibles et fiables, conduit les opérateurs de marché à adopter les hypothèses les plus pessimistes à propos des instruments et institutions en cause et à agir en conséquence. Une plus grande transparence n'est pas seulement nécessaire pour accroître l'efficacité des marchés et pour optimiser l'allocation des capitaux, elle constitue aussi la meilleure police d'assurance contre les comportements moutonniers irresponsables et la contagion injustifiée en période de tension.

Il convient, en deuxième lieu, de réduire la procyclicité. Dans des circonstances normales, les éléments procycliques ancrés au sein de la finance mondiale sont moins évidents. Mais, en période d'envolée et

d'effondrement, ces facteurs se manifestent très nettement. La nature humaine explique sans doute le comportement spontanément procyclique des opérateurs de marché à l'origine de phases bipolaires successives d'exubérance et de détresse. Le paradoxe est que plusieurs règles, réglementations ou procédures, et le comportement des autorités, contribuent très souvent à augmenter l'ampleur des fluctuations. On trouve de tels éléments de procyclicité dans les règles prudentielles applicables aux banques et aux sociétés d'assurances, et, de même, dans les règles comptables. Également, après avoir fait preuve de nonchalance dans leur attitude lors des épisodes d'expansion antérieurs, les autorités peuvent paradoxalement appliquer avec plus de rigueur leurs règles et réglementations en période de difficulté.

Ces caractéristiques sont aussi liées à deux traits importants de la finance mondiale qui, je pense, sont particulièrement néfastes pour la stabilité financière : la tendance à privilégier le court terme et l'asymétrie profonde des réactions en phase d'essor et de chute.

De nombreuses recommandations faites au G7 par le FSF contribueront à diminuer le degré de procyclicité propre au système. J'encourage tous les acteurs concernés par la mise en œuvre de ces recommandations à se demander si leurs propres décisions sont conformes à l'objectif de réduction de la procyclicité.

Notes

1. Une analyse conceptuelle de la dynamique des cycles financiers et de liquidité est proposée, par exemple, par Tobias Adrian et Hyun Song Shin dans « *Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles* », *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, volume n° 14, n° 1, février 2008* ; et dans « *Liquidity and Leverage* », document de travail présenté lors de la Conférence annuelle de la BRI (Banque des règlements internationaux) en juin 2007. Hyun Song Shin, David Greenlaw, Jan Hatzius et Anil Kashyap ont également évalué en détail l'épisode en cours dans « *Leveraged Losses : Lessons from the Mortgage Market Meltdown* », document de travail préparé en vue du 2008 US Monetary Policy Forum, février 2008.

2. Même si le mécanisme de liquidité traditionnel lié aux faibles taux d'intérêt et le mécanisme moins connu (voir L. Chen, D. A. Lesmond et J. Zhanshun Wei, « *Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity* », préprint, avril 2005) entre la liquidité des titres et les spreads étaient bien compris, il restait étonnamment difficile, avant la crise, d'établir le lien (indirect) entre les faibles taux d'intérêt et les faibles rendements des titres. Les chercheurs universitaires, beaucoup plus que les analystes de marché, ont également étudié de près le scénario inverse, à savoir l'incidence de l'absence de liquidité sur le prix des actifs (voir par exemple le modèle de valorisation des actifs corrigée en fonction de la liquidité de Acharya et Pedersen, « *Asset Pricing with Liquidity Risk* », *Journal of Financial Economics, vol. 77, p. 375-410, 2005*).

3. Des éléments empiriques montrent que le coût de la liquidité influence les banques quant aux risques qu'elles sont prêtes à prendre en matière de crédits (voir G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró et J. Saurina, « *Hazardous Times for Monetary Policy : What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk ?* » CEPR Discussion Paper n° 6514). En particulier, en période de faible coût de la liquidité (et de niveau élevé de la liquidité), les banques prennent davantage de risques de crédit. Ces risques élevés en matière de crédit peuvent se traduire en défaut de paiement lorsque le coût de la liquidité remonte à des niveaux normaux.

4. Le modèle d'Hyman Minsky sur le système de crédit, qu'il a surnommé « Hypothèse d'instabilité financière », est récemment devenu d'une extrême actualité. En résumé, des périodes inhabituellement longues de stabilité financière incitent les investisseurs à prendre davantage de risques. Cela les amène à trop emprunter et à payer trop cher les actifs. Le « moment Minsky » est le point du cycle correspondant à des difficultés de trésorerie chez les investisseurs, dues à la spirale d'endettement dans laquelle ils se sont engagés pour financer leurs placements spéculatifs.

5. Voir le document de travail du NBER n° 11728 (novembre 2005), intitulé « *Has Financial Development Made the World Riskier?* », dans lequel Raghuram Rajan décrit parmi les premiers comment la complexité croissante du système financier en détermine la fragilité.

6. La littérature économique décrit la possibilité que de tels épisodes se produisent, mettant en avant l'arbitrage inhérent entre stabilité et efficacité du système financier. Voir par exemple A. Perez, P. Gai, S. Kapadia et S. Millard,

« *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises* », préprint, février 2006.

7. La question des incitations pécuniaires dans la titrisation avait aussi été identifiée dans la littérature universitaire, du moins depuis le document de travail n° 03-7C de C. Calomiris et J. Mason, intitulé « *Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage* », Federal Reserve Bank of Philadelphia, avril 2003.

8. Des éléments empiriques montrent que la titrisation a entraîné des normes d'octroi de prêts plus souples et une hausse des défauts de paiement. Par exemple, B. Keys, T. Mukherjee, A. Seru et V. Vig, dans « *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans 2001-2006* », GSB Chicago, 2008, montrent que, en cas de titrisation, le portefeuille le plus susceptible d'être titrisé connaît un risque de défaillance d'environ 20 % supérieur à un groupe ayant un profil de risque similaire et dont la probabilité de titrisation est plus faible. A. Mian et A. Sufi (« *The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis* », GSB Chicago, 2008) montrent qu'une croissance rapide de l'offre de crédits hypothécaires résultant de la désintermédiation

explique en grande partie l'augmentation récente des prix de l'immobilier résidentiel américain et les défauts de remboursement sur crédits hypothécaires qui s'en sont suivis.

9. La situation actuelle peut être comprise grâce à un modèle de sélection adverse sur le marché interbancaire (voir M. Flannery, « *Financial Crises, Payment System Problems, and Discount Window Lending* », Journal of Money, Credit, and Banking, n° 28, 1996). À la suite d'un choc important dans le système financier, les banques peuvent douter de la qualité du crédit des banques emprunteuses. Confrontés à la difficulté accrue de distinguer entre « bonnes » et « mauvaises » banques, les prêteurs peuvent soit augmenter les taux d'intérêt, soit ne pas servir la liquidité aux coûts de sélection adverse plus élevés.

10. Voir J. D. Hamilton, « *The Daily Market for Federal Funds* », Journal of Political Economy, vol. 104 (1996), p. 26-56.

11. Voir W. Poole, « *Commercial Bank Reserve Management in a Stochastic Model : Implications for Monetary Policy* », Journal of Finance, vol. 23 (1968), p. 769-791.

