

INTRODUCTION

HANS-HELMUT KOTZ *
GILLES VAYSSET **

La crise financière n'est pas finie, bien que sa fin fût déclarée à plusieurs reprises, au moins dans une première phase, à chaque fois que les indicateurs de tensions dans les marchés se détendaient. À vrai dire, jusqu'à la mi-septembre 2008 - avant la faillite de Lehman Brothers et la quasi-faillite d'AIG -, certains, surtout en Europe, ont choisi, en évaluant les faits/évolutions, un mode de dénéigation. Deux notions emblématiques caractérisaient cette situation : le découplage et la non-contagion. Depuis l'automne 2008, il est en revanche apparu indéniable que les coûts d'assainissement seront énormes et de longue durée, qu'ils nous forcent surtout à repenser les méthodes et les concepts de réglementation et surtout de supervision des activités financières. Maintenant, trois choses sont évidentes. Premièrement, il faut se prémunir contre les crises systémiques. Celles-ci ne sont pas des curiosités historiques ou géographiquement lointaines. Ce qui rappelle le besoin d'établir des institutions et des procédures capables de gérer de telles occurrences d'une manière efficace (en minimisant les coûts). Deuxièmement, il est impératif d'intégrer la dimension macroprudentielle, de contrôler les externalités ainsi que les effets procycliques et amplificateurs des règles prudentielles et comptables. Troisièmement, dans des marchés intégrés, en particulier dans un contexte de déréglementation et surtout du fait des forces d'arbitrage, chaque régulation qui ne tient pas compte de la dimension transfrontalière devient inefficace. Une telle interdépendance structurelle réclame soit davantage de centralisation,

9

* Conseil d'orientation, *Revue d'économie financière*.

** Comité de rédaction, *Revue d'économie financière*.

soit une coordination des régulateurs et des superviseurs rigoureuse et crédible.

La *Revue d'économie financière* (REF) a déjà, ces deux dernières années, abordé le sujet¹. D'où cette question : que dire sur la crise qui n'ait été dit ? Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer le choix d'aborder à nouveau ce sujet et de consacrer deux numéros à la problématique du risque systémique.

Si les manifestations les plus graves de la crise financière semblent derrière nous, elle n'est pas pour autant passée. Son onde de choc peut encore toucher certains établissements financiers fragiles. Mais surtout, elle s'est nourrie et a engendré à la fois des déséquilibres macroéconomiques - la « grande récession » avec des *output gaps* énormes et des taux de chômage élevés - qui prendront bien sûr beaucoup de temps à se résorber. Comme le montre Paul de Grauwe dans sa contribution à ce numéro, la dette publique s'est considérablement accrue en particulier dans les États où les finances publiques ont été le plus mises à contribution pour sauver des institutions financières, mais plus généralement dans tous les pays concernés par les répercussions néfastes de la crise et ayant mis en place des plans de soutien à l'économie réelle. Cette situation justifie un surcroît de gouvernance de la part des États : Gérard Thoris en appelle même dans ces colonnes à une remise ordonnée des dettes publiques. Quoi qu'il en soit, cette dette hypothèque incontestablement l'avenir ainsi que les déficits, partiellement liés, des balances des paiements. La question des changes et des équilibres extérieurs (mais aussi intraeurozone) revient au-devant de la scène : elle est, avec la résorption de la dette, une précondition pour une reprise durable, c'est-à-dire concertée et équitablement répartie. Et elle sera l'une des grandes questions à traiter par le G20 durant la présidence française.

Une deuxième raison est que si la réaction des gouvernements et des banques centrales a été extrêmement rapide et vigoureuse face à la situation d'urgence, les remèdes de long terme ne sont pas en tout point apportés. D'une part, il manque une vision totalement partagée des mesures correctrices nécessaires : leurs impacts sont en effet diversement appréciés d'un pays à l'autre. La nationalisation de fait des banques secourues incite, par exemple, les pays qui y ont été obligés à plaider en faveur d'une taxe sur les banques alimentant le budget de l'État ou des fonds de stabilisation systémiques. Mais parmi les pays qui n'y ont pas été forcés, la sensibilité au déficit public crée une autre ligne de partage. La concertation internationale en faveur de disciplines collectives se heurte aussi à la sensibilité de la position concurrentielle de certaines places financières, comme Londres où domine une réticence à réglementer les bonus des opérateurs de marché. En même temps,

il n'est pas contesté qu'à tout le moins, la structure, sinon le niveau, des rémunérations incite à un comportement court-termiste, insensible aux externalités potentiellement graves pour les autres *stakeholders*. D'autre part, la mise en œuvre de la feuille de route du G20, tracée au sommet de Pittsburgh en septembre 2009, prend du temps. Le consensus de l'immédiat postcrise peut se fissurer (ou la fameuse fenêtre d'opportunités se fermer), d'autant que la mise en œuvre des orientations communes dépend des particularités locales. Les réformes profondes ne se décrètent d'ailleurs pas du jour au lendemain : il faut convaincre avant de proposer une refonte de la loi bancaire fondamentale et les débats peuvent être vifs et longs sur un sujet où les intérêts concernés sont aussi concentrés qu'énormes. Il était garanti d'avance que les *lobbies* seraient actifs. La loi Dodd-Frank est maintenant passée aux États-Unis - avec, au regard des projets initiaux, des dilutions significatives. En France, la loi bancaire a été modifiée : la nouvelle Autorité de contrôle prudentiel (ACP) se voit chargée, en plus du contrôle des banques et des assurances, d'une mission de protection du consommateur de produits d'épargne et d'assurance et d'une mission de prévention des risques systémiques. Mais les discussions se poursuivent sur les modifications de la réglementation de la solvabilité bancaire et sur la nouvelle réglementation relative à la liquidité des banques : comme pour la solvabilité des assurances, les interrogations portent sur les impacts macroéconomiques de ces réformes, leurs effets procycliques et les distorsions entre différents circuits de financement de l'économie qu'elles peuvent induire. Jacques Mistral montre dans ce numéro quel immense « défi transatlantique » constitue l'émergence d'un nouveau référentiel commun de règles prudentielles et de modalités de supervision adaptées.

Une troisième raison de considérer que le sujet de la crise financière est loin d'être clos est que la réponse à la situation ne s'arrête pas au vote d'une loi ou à l'adoption d'une réglementation. L'histoire récente en apporte une illustration. Bâle II - à peine appliqué depuis 2007 que sa réforme (Bâle III) est déjà en vue - était supposé favoriser une meilleure appréhension du risque : au-delà du risque de crédit, des exigences de fonds propres étaient désormais imposées pour les risques de marché, les risques opérationnels, les risques de réputation, et les banques étaient invitées à suivre de près l'ensemble de leurs risques soit à travers des instruments standards, soit suivant des méthodes internes avancées. Le recours aux méthodes dites avancées, pour lequel la plupart des grandes banques ont opté, se voyait récompensé de telle sorte que, globalement, il permettait de compenser la surcharge de fonds propres à laquelle l'extension du périmètre de prise en compte des risques aurait dû conduire. Ainsi, à son entrée

en vigueur, Bâle II a conduit à une réduction des fonds propres des grandes banques. Seule une supervision rapprochée, à base de contrôles sur place, de stress tests, et aux antipodes de l'autorégulation et de la *better regulation*, a conduit les autorités de certains pays à accroître les exigences de solvabilité de leurs banques et à leur permettre d'aborder la crise dans de meilleures conditions. La clé du retour à la stabilité financière repose sur les modalités de supervision. Comme le rappelle dans cette publication le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, aucune règle prudentielle n'est infaillible : la responsabilité des autorités de contrôle est centrale dans le retour à la confiance dans les institutions financières et les marchés.

Enfin, il convient de rester vigilants pour éviter le risque du retour au *business as usual*. Les enjeux sont trop importants. Lors de cette crise, ce ne sont pas seulement quelques institutions financières qui sont mortes, aussi retentissantes qu'aient été leurs faillites et compte tenu de leurs tailles et de leurs réputations, mais c'est sur la finance tout entière qu'une menace mortelle a pesé. Il s'agit d'une « crise financière totale », d'une crise systémique, de nature différente de celles des années 1970 ou 1980 et nettement plus toxique. Comme le montrent dans un article Pierre Jacquet et *al.*, elle n'épargne pas les pays pauvres, même si l'œil du cyclone est centré sur l'Occident. Néanmoins, comme en témoigne Jacques de Larosière, certaines caractéristiques sont semblables, notamment la sanction par les marchés des États excessivement endettés, que cet endettement soit ou non le reflet des déséquilibres privés. Éviter de retomber dans les errements antérieurs, c'est jeter les bases d'une « nouvelle finance ».

Cette « nouvelle finance » fait l'objet d'un débat dans lequel, compte tenu des enjeux pour le futur, la dimension politique la dispute souvent aux considérations techniques. Deux exemples sont au cœur du sujet.

Le premier concerne les banques et les banquiers : ils sont souvent décriés et l'on ne peut se dispenser en effet d'une réflexion sur l'utilité sociale de l'activité bancaire, comme le fait Benjamin M. Friedman, ni d'une relecture du métier bancaire, comme nous y invitent Georges Pauget et Dhafer Saïdane. Le fait que la crise revient à considérer que les banques, quelle que soit leur taille, sont bien mortelles alimente cette réflexion. Le soutien des États ne doit pas être considéré comme acquis *a priori* (aléa moral) et les banques doivent donc s'atteler à une gouvernance qui en tienne compte : l'article de Frédéric Lobez nous éclaire sur cette question. Néanmoins, la crédibilité des États dans leur décision de soutien passe par des principes de partage de la charge clairement établis à l'avance, en particulier, comme Dirk Schoenmaker en souligne la nécessité, pour les institutions de taille internationale et, dès lors, avec des externalités transfrontalières.

À défaut, la non-coordination *ex ante* crée l'incertitude et génère des coûts substantiels.

Le deuxième exemple traite de la comptabilité. Elle apparaît, aux yeux de l'opinion, comme un sujet dont la maîtrise a été abandonnée au profit des techniciens - qui ne s'intéressent qu'à leurs questions bien définies -, au même titre que la finance de marché a été laissée à ses « virtuoses » qui ont failli l'amener à sa perte. La *fair value accounting* qui convient à des situations normales avec des marchés liquides peut devenir, en revanche, dans un contexte de marchés dysfonctionnels, une source d'instabilité majeure. La crise impose de redonner du sens aux règles comptables, exercice auquel se prêtent Franklin Allen et Elena Carletti s'agissant de la si contestée valeur *mark-to-market*. La crise impose également de rétablir dans ce domaine une gouvernance acceptable, ce qui semble pouvoir être le cas comme l'indique Nicolas Véron.

C'est cet ensemble de questions que ce numéro de la REF aborde : quelle est l'ampleur du caractère systémique de cette crise ? en d'autres termes, jusqu'où l'onde de choc de la crise se propage-t-elle ? jusqu'où impose-t-elle de reconsidérer les règles du jeu ? quel nouveau paradigme de la finance peut-il en sortir positivement ? Prendre ce recul dans l'analyse nous semble être un préalable nécessaire et utile pour éclairer ensuite les débats sur les enjeux techniques et réglementaires des réformes en cours, auxquels le prochain numéro sera consacré.

NOTE

1. Voir : le numéro 97 de la *Revue d'économie financière* de mars 2010 intitulé « Regards sur la crise financière », ainsi que le numéro hors-série de juin 2008 élaboré avec la revue *Risques* et intitulé « Crise financière : analyses et propositions ».

