



L'ALÉA MORAL

ALAN KIRMAN*

Quand un individu ou un pays est assuré contre un risque, son comportement en est influencé. Il n'aura plus une incitation à éviter le sinistre contre lequel il est assuré, et pire, il peut augmenter ce risque si celui qui l'assure n'a pas la possibilité de contrôler son comportement. Ce phénomène, appelé « l'aléa moral », très connu dans le monde des assurances, est souvent cité comme une des causes principales des grandes crises financières internationales de notre époque. L'existence même d'un prêteur en dernier ressort - le FMI - au niveau international, a été citée comme étant la cause du comportement « irresponsable » de certains pays. Quand les difficultés des secteurs bancaires sont évoquées comme étant à la base des crises dans les pays de l'Asie, deux facteurs sont cités : l'absence d'une supervision adéquate et l'idée selon laquelle le gouvernement ou la banque centrale ne permettrait pas à une banque de faire faillite, parce qu'elle craint une crise systémique. Ceci n'est pas toujours le cas et Quinn (1995) a explicitement dit que la Banque d'Angleterre n'a rien fait pour sauver Barings et la BCCI, car elle considérait que le risque conséquent à une faillite de ces banques n'était que minime. Certes, il est loin d'être clair que, dans ces deux cas, le problème était un problème d'aléa moral. Les actes des dirigeants de ces

banques étaient-ils induits par l'idée que la Banque d'Angleterre ne les laisserait pas faire faillite ? Il n'y a pas eu la même réticence à intervenir dans le cas du Crédit Lyonnais et l'on pourrait difficilement trouver meilleur exemple d'aléa moral.

L'existence de ce phénomène est sans doute très répandue. Mais deux questions subsistent. Quelle est son importance pour l'économie financière mondiale ? Pourquoi semble-t-il que son influence soit devenue beaucoup plus importante récemment, autrement dit, l'aléa moral est-il lié au phénomène de « contagion » ?

La première question demande une réponse au moins à deux niveaux, celui d'un pays et celui du secteur financier, et particulièrement bancaire, de chaque pays. Mais, en réalité, ces deux niveaux sont très liés. Une crise de confiance peut être induite par l'incapacité d'un gouvernement à contrôler son secteur financier. Mais, avant d'examiner ces problèmes en détail, considérons un exemple.

Les origines de la crise en Asie du Sud-Est sont très souvent attribuées au problème d'aléa moral. La dévaluation du baht en juillet 1997 était le premier symptôme des difficultés de la région. *Ex post*, l'explication de cet événement, selon beaucoup d'économistes, est que le secteur bancaire était mal surveillé, que le taux fixe du baht par rapport au dollar était fragile

* GREQAM, membre de l'Institut Universitaire de France ; Directeur d'Etudes à l'Ecole des Hautes Etudes ; Professeur à l'Université d'Aix-Marseille III.

et que les prix des actifs financiers et de l'immobilier avaient atteint un niveau insoutenable (voir, par exemple, Aglietta, 1999). Le manque de supervision et de contrôle du secteur financier, poursuivent les avocats de cette explication, sont à l'origine de la crise. Si on accepte cette vision, l'aléa moral est un élément central du problème. Comme l'ont souligné des théoriciens, tels que Rochet, l'aléa moral se produit à plusieurs niveaux. Une banque ou un organisme financier peut être encouragé à investir dans des projets très risqués, sachant que le danger que ceux-ci puissent entraîner sa faillite est presque nul. Mais, ceux qui prêtent à cette banque ou à cet organisme sont aussi vulnérables. Chaque banque aurait un devoir de surveiller les autres banques avec lesquelles elle a à faire. Deux facteurs aggravent le problème. Un tel système d'autorégulation est difficile à construire et à entretenir. De plus, les créiteurs sont souvent localisés en dehors du pays en question et ont tendance à retirer leur argent très rapidement, craignant une dévaluation.

L'objection principale à l'attribution de telles crises à l'existence d'un aléa moral est qu'il y a toujours, dans tout système, des éléments de risque et qu'en conséquence, la faillite d'une banque et le défaut sur ses obligations ne peuvent pas être totalement évités. En conséquence, il est utopique d'affirmer que chaque problème financier de ce type aurait pu être évité, si le système de surveillance au niveau national ou, dans le cas d'un pays, si le prêteur du dernier ressort avait été plus strict.

Trois facteurs suggèrent que trop de poids a été attribué au facteur aléa moral dans les crises financières récentes. En premier lieu, ces crises n'ont pas été prévues, ni par les organismes internationaux, ni par les banques centrales, ni par la grande majorité des économistes. Si les systèmes bancaires et les marchés financiers avaient été aussi fragiles qu'on l'affirme aujourd'hui, il est peu probable que les

crises auraient été aussi peu anticipées. En second lieu, les systèmes de surveillance sont moins stricts et le niveau des prix des actifs financiers est aussi élevé dans d'autres pays qui n'ont pas été touchés par les crises. Enfin, l'interconnectivité des systèmes nationaux est si importante qu'il est difficile pour un pays de s'isoler des problèmes des autres. Les banques japonaises auraient pu réagir à leurs difficultés internes en liquidant une partie de leurs actifs aux États-Unis. Si ceci avait eu comme conséquence une crise bancaire américaine, il n'aurait pas été raisonnable d'attribuer celle-ci à un problème d'aléa moral.

Le Japon est souvent cité comme un cas de déficience grave de supervision du secteur financier. Mais Corbett (1999) souligne le fait que la crise au Japon ne montre pas des symptômes d'aléa moral plus importants qu'ailleurs. En faisant des comparaisons explicites entre la crise au Japon et d'autres crises internationales, elle trouve que les risques pris par les banques n'étaient pas particulièrement exagérés. De plus, la situation quant au niveau des restrictions sur les crédits, qui résultait de mauvaises opérations des banques, n'était pas particulièrement sévère à la lumière de l'expérience passée du Japon.

En résumé, on affirme souvent que l'organisation des systèmes financiers nationaux et internationaux nécessite un certain niveau d'assurance. Mais l'existence d'un tel système induit inévitablement des comportements plus risqués.

Ceci dit, on peut très bien se demander pourquoi un tel système est mauvais. Il faut, pour l'efficacité, que les agents économiques prennent des risques. Il est aussi normal qu'ils aient la possibilité de s'assurer contre ceux-ci. Où donc est le problème ? Existe-t-il des raisons pour remettre en question les filets de sécurité existants ? La théorie économique nous montre que c'est l'impossibilité de vérifier le risque entrepris par les « assurés » qui pose problème. Si on arrivait à « contrôler » parfaitement les



activités des « assurés », il n'y aurait pas d'aléa moral. N'ayant pas cette possibilité, les autorités choisissent un système qui n'est pas optimal. Est-ce la cause des crises observées récemment ? Je vais brièvement passer en revue les différents aspects de ce problème, puis je suggérerai que c'est plutôt l'augmentation de l'interdépendance des systèmes et les problèmes de contagion qui sont à l'origine des crises.

LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

Le principal accusé, quand on analyse le problème d'aléa moral dans le système financier international, est le prêteur en dernier ressort. Le FMI est désigné comme responsable pour le comportement « irresponsable » des pays comme la Russie. Les gouvernements japonais et français sont considérés comme étant responsables pour les défaillances de leurs systèmes bancaires. La réponse des « libéraux » est de dire que s'il y avait plus de transparence sur les marchés financiers, il y aurait un système d'assurance privée qui fonctionnerait. La difficulté posée par l'existence de l'aléa moral peut être, selon cette vision des choses, évitée sans avoir recours à un système strict et coûteux de contrôle. Beaucoup d'économistes, mais peu de gouvernements, acceptent cette idée aujourd'hui. Il y a, néanmoins, des économistes théoriciens comme Freixas, Parigi et Rochet (1998) et Holmstrom et Tirole (1998), qui expliquent qu'un système opéré par le marché donnerait un niveau insuffisant d'assurance. Il y a aussi des macroéconomistes comme Aglietta (1999) qui affirment, par exemple, que l'Europe a besoin d'un prêteur en dernier ressort et d'un système harmonisé de contrôle des secteurs financiers. Il faut noter que ceci est dû, selon lui, à l'intégration des marchés financiers et à la vague récente de restruc-

turations des banques en Europe. Mais il affirme également que cet assureur doit être assisté par un filet de sécurité renforcé et coordonné au niveau européen. En reformulant ses propos, on pourrait dire que les phénomènes de contagion nécessitent un prêteur en dernier ressort pouvant faire face aux crises de liquidité et à des faillites bancaires importantes. Afin d'éliminer l'aléa moral associé à la création d'une telle institution, il faut renforcer et coordonner la supervision des marchés. Ce n'est donc pas l'aléa moral qui engendre la fragilité des marchés, mais plutôt le contraire.

D'autres économistes, comme Goodhart et Huang (1999), suggèrent que le rôle d'un prêteur en dernier ressort est d'éliminer la perte générale de confiance dans le système bancaire, consécutive à la faillite d'une banque importante. Dans ce cas de figure, le marché ne serait pas capable d'étouffer la crise. Encore une fois, ils mettent l'accent sur les rôles interconnectés de l'aléa moral et de la contagion. Si l'aléa moral était la principale préoccupation d'un prêteur en dernier ressort, il interviendrait rarement afin de sauver les banques. Par contre, si la contagion était sa préoccupation principale, le prêteur jouerait un rôle beaucoup plus actif et interviendrait souvent pour les grandes banques en difficulté. C'est lorsque la contagion est à l'origine des problèmes que l'intervention d'un prêteur en dernier ressort est nécessaire. Un exemple simple est que, après la faillite de la BCCI, un certain nombre de petites banques en Angleterre, dirigées par les Asiatiques, ont souffert des retraits importants dus à un effet de « culpabilité par association ». Elles étaient face à une crise de liquidité mais ne pouvaient pas obtenir l'aide du marché. En conséquence, la Banque d'Angleterre est intervenue pour les sauver.

Tout ceci renforce l'idée qu'une justification de base pour le prêteur en dernier ressort est que le niveau des vrais fondamentaux n'est pas connaissance commune.

Il y a ainsi un risque de liquidation généralisée alors que celle-ci n'est pas nécessaire. Si le coût du contrôle est élevé, le marché arrive à une solution qui n'est pas efficace du point de vue collectif. Deux facteurs sont à considérer. Pourquoi la banque centrale, par exemple, serait-elle plus en mesure d'apprendre les fondamentaux que le marché ? La réponse est que, même si elle est obligée d'agir en ignorance de cause, quand elle considère qu'il y a un risque de crise systémique, elle peut toujours intervenir, car elle a toujours la possibilité de fournir la liquidité nécessaire. Cette justification n'étant plus valable au niveau européen, les promoteurs, comme Aglietta, du prêteur en dernier ressort européen se trouvent confortés.

D'AUTRES SOLUTIONS

Pour éviter les crises de liquidité aux niveaux national et international, plusieurs propositions ont été faites. Une idée assez répandue est la création d'un fonds d'urgence de liquidité. Une prime serait payable par tous les organismes participants. Pour rendre ceci efficace, il faut arriver à une solution où la liquidation n'est pas envisagée pour une banque, qui est toujours techniquement solvable. Un tel système a besoin d'un fonds qui garantit sa capacité à intervenir en cas de « chocs de liquidité ». Ceci peut être calculé en considérant le seuil de solvabilité des banques qui y participent. Le problème, avec un tel système, est qu'il dépend d'un contrôle efficace, qui peut être très coûteux. Encore une fois, ce genre de système est utile si on veut éviter des crises de liquidité, mais peut être très coûteux. De plus, si l'origine du problème est l'interdépendance des banques, le fonds peut être insuffisant. L'avantage d'une banque centrale dans une telle situation est évident, car sa capacité d'intervention n'est pas limitée. Néan-

moins, étant donné qu'elle utilise sa discrétion et que, dans certains pays, elle est relativement indépendante, il est difficile d'évaluer sa responsabilité en cas de non-intervention ou d'intervention précoce. Le problème d'aléa moral reparaît.

Récemment, il y a eu une nouvelle vague de critiques du prêteur en dernier ressort international, le FMI. Dans le passé, deux types de critiques ont été faites. Le FMI a été accusé d'avoir imposé des conditions tellement strictes pour les pays en difficulté, que ces pays ont souffert d'un déclin injustifié de leur niveau de vie. Ceci est apparemment le contraire de l'aléa moral, car le coût du sauvetage est très élevé.

Néanmoins, il y a deux raisons de considérer cette situation comme présentant ce type de risque. Souvent, les gouvernements préfèrent que des mesures strictes soient imposées par une autorité extérieure. De plus, il est difficile pour le FMI de garantir que les mesures exigées soient effectivement imposées. Ceux qui considèrent que la présence du FMI engendre de l'aléa moral mettent l'accent sur ce dernier point.

Le deuxième type de critiques consiste à affirmer que le FMI, par crainte d'un aléa moral à venir, a réagi trop tard et trop faiblement aux crises récentes, telles que celles de l'Amérique du Sud et de l'Asie.

Maintenant, le FMI est critiqué pour avoir encouragé l'Équateur à faire défaut sur ses obligations, ce qui est fermement nié par le FMI. L'idée sous-jacente à un tel encouragement, même tacite, est claire : les détenteurs d'obligations d'un Etat ont, en général, évité les conséquences d'un défaut du pays en question. Si maintenant ces détenteurs savent qu'il y a un risque réel de défaut par un pays, ils vont y investir avec beaucoup plus de prudence. En envoyant alors ce signal, on diminue fortement le problème d'aléa moral posé par certains pays. Les réactions hostiles à un tel schéma sont dues au fait que les détenteurs



affirment qu'ils perdent déjà beaucoup, quand la valeur des obligations qu'ils détiennent, chute. Néanmoins, comme cela a récemment été remarqué dans *The Economist*, il serait préférable d'avoir une restructuration organisée plutôt qu'une situation dans laquelle les obligations de certains pays sont bradées et achetées par les spéculateurs. Ce qui est intéressant dans cet épisode, s'il s'avère véridique, c'est que le prêteur en dernier ressort ait lui-même encouragé un défaut pour éviter l'aléa moral dans l'avenir.

Un certain nombre d'économistes considèrent que les banques ne participent pas suffisamment aux risques systémiques. Ils suggèrent qu'une autorité qui essaierait d'éviter une crise devrait ne prêter qu'à des banques qui détiennent des obligations d'autres banques et qui sont donc affectées par les problèmes d'insolvabilité dans le système. Bien qu'une règle de ce type inciterait les banques à mieux se contrôler, une telle interdépendance augmenterait la probabilité d'une crise systémique que l'autorité veut éviter.

Une autre opinion, largement répandue, est que les banques centrales devraient se limiter à la politique monétaire comme arme contre les crises de liquidité. Mais c'est ignorer le fait qu'une telle politique, par nature non ciblée, peut nécessiter une intervention beaucoup plus importante que si la liquidité est fournie directement à la banque en difficulté. Qui plus est, il est clair que la politique monétaire, toute seule, a ses limites. La Banque du Japon n'arrive pas à sortir le secteur financier, en particulier, et l'économie, en général, de ses difficultés, malgré des taux d'intérêt proches de zéro et un excès d'offre de liquidités. Dans cette situation, la politique monétaire a perdu toute efficacité.

Malgré le fait que, pour des raisons théoriques et quelquefois idéologiques, il y a beaucoup d'économistes et d'autorités financières qui aimeraient voir disparaître les prêteurs internationaux et nationaux

de dernier ressort, il ne semble pas exister d'alternative viable. Ceci dit, l'importance et la nécessité de ceux-ci sont étroitement liées aux problèmes de contagion, plutôt qu'à une augmentation de l'aléa moral.

LA CONTAGION ET L'ALÉA MORAL

Ce que j'ai suggéré ici est que la fragilité du système financier international est due essentiellement à l'augmentation de son interconnectivité. Ceci a entraîné des risques de contagion qui, à leur tour, ont créé la nécessité d'une augmentation des « filets de sécurité » et en conséquence, des problèmes d'aléa moral. Considérons l'analyse de Chang et Velasco (1998). Chang et Velasco suggèrent que les crises financières récentes, telles que celle de l'Asie et leur transmission, ne relèvent pas de nouveaux phénomènes, mais présentent les mêmes caractéristiques que les crises antérieures, à commencer par la crise chinoise de 1982 et jusqu'à la crise mexicaine de 1994. Il décrit les caractéristiques de base. Il suggère que toutes les crises ont été des crises de liquidité du système bancaire. Les banques ont continué à jouer leur rôle de prêteur à long terme et d'emprunteur à court terme. Mais la différence importante avec les crises du passé est qu'une proportion croissante des fonds empruntés proviennent de l'étranger ; ce qui augmente la probabilité que les fonds soient retirés rapidement. Ces épisodes arrivent typiquement après une libéralisation du système financier. En d'autres termes, si les mouvements de capitaux sont facilités par un meilleur accès d'un pays au monde extérieur et lui offrent des opportunités plus profitables, ils rendent également ce pays plus vulnérable en situation de crise. L'avantage pour les banques de ce pays est qu'elles ont des possibilités d'arbitrages et qu'elles peuvent trouver en conséquence



les investissements les plus profitables. L'avantage pour les entreprises et les individus est de trouver des emprunts à l'étranger au coût le plus bas. Cependant, comme l'observent Allen et Gale (1998), tous ces éléments fragilisent le système général. Il note que, avec l'ouverture des marchés, les conséquences pour les banques dans un pays qui fait face à une crise de liquidité sont que ces dernières sont obligées de liquider certains de leurs actifs. Si ceci ne remplit pas immédiatement les besoins, elles vont continuer à le faire et vont ainsi provoquer des chutes de prix sur certains marchés, tels que le marché immobilier. Beaucoup de crises récentes ont été caractérisées par une telle chute de prix dans l'immobilier. La vulnérabilité des banques dans le monde moderne les pousse alors à liquider leurs actifs rapidement et donc à augmenter les crises qui peuvent devenir de plus en plus graves au fur et à mesure que le réseau international devient plus connexe.

Une autre conséquence de la globalisation des marchés financiers est que les banques ont tendance à établir des succursales dans d'autres pays. Comme l'observent Peek et Rosengren (1997), quand les banques ont des difficultés domestiques, elles ont tendance à utiliser leurs actifs à l'étranger ou à modifier le comportement de leurs succursales. Pendant la crise au Japon, les banques japonaises ont diminué leurs activités aux États-Unis, ce qui a eu un impact important sur la disponibilité des crédits sur le marché américain. On voit, à nouveau ici, plutôt un effet de contagion que d'aléa moral. Le comportement de ces banques n'a pas changé, parce qu'elles n'étaient pas suffisamment contrôlées, mais plutôt parce qu'elles étaient vulnérables aux difficultés intervenant sur deux marchés. Plusieurs aspects des problèmes actuels doivent être soulevés. Tout d'abord, l'horizon des gérants de fonds est très court. Ceci naturellement parce qu'ils sont jugés sur leurs performances à court terme. En consé-

quence, ils sont obligés de chercher partout dans le monde des rendements élevés à court terme. En raison de leur myopie, le risque engendré n'a pas d'importance pour eux. Ce comportement a pour effet de générer une augmentation du risque général. Le deuxième problème est celui des taux de change. Plusieurs pays ont adopté un taux de change fixe par rapport à une monnaie comme le dollar, mesure qui les place dans une position de vulnérabilité dès qu'il y a une spéculation sur le taux de change. Cette relation fixe avec le dollar a été rompue dans le cas du Brésil et a causé de nombreuses difficultés économiques à Hong-Kong.

Des économistes, tels que Day et Huang, (1990), Kirman (1991), Welch, (1992), Bikhchandani et al. (1992), ont décrit un autre problème. Ils suggèrent qu'il y a une tendance à un certain mimétisme sur les marchés financiers, de la part à la fois des gérants, mais aussi de la part des investisseurs en général. Ce mimétisme n'est pas irrationnel. Si une certaine vision de ce qui va arriver, par exemple en ce qui concerne un taux de change, devient prédominante, cette vision a tendance à être réalisée. Cette difficulté, liée à la corrélation des croyances des agents sur le marché financier, augmente la probabilité d'une crise. Encore une fois, on n'a pas ici d'aléa moral, mais plutôt un problème de contagion.

Il est intéressant d'observer que les gérants de fonds et les investisseurs s'intéressent à nouveau aux marchés émergents. L'évidence du passé, comme le soulignent Artus et de Bonneuil (1999), montre que ces marchés n'ont jamais eu de rendements comparables à ceux des marchés plus développés. Ce constat est dû au fait que ces marchés comportaient un risque élevé. Le comportement actuel des gérants de fonds accentue encore ce problème. Ils privilégient un rendement supérieur à court terme, sans tenir suffisamment compte du risque qu'ils génèrent. L'explication de ce phénomène est un problème d'aléa moral



d'un autre ordre que celui engendré par des filets de sécurité.

Il y a un courant de pensée assez répandu, qui suggère que le problème d'aléa moral est, à la fois issu de l'existence des prêteurs de dernier ressort aux niveaux national et international, et que ceci a engendré un phénomène d'aléa moral généralisé. Ces deux éléments, couplés avec l'absence d'un contrôle adéquat des banques dans les pays en difficulté, ont engendré les crises récentes. Il me semble que la réalité de la situation est que, avec l'augmentation de l'interconnectivité des marchés, il est désormais possible pour

les individus de transférer facilement leur capital d'un marché à un autre. Ce qui est arrivé relève plutôt d'un phénomène de contagion que d'aléa moral. L'aléa moral est, dans un certain sens, une réaction à la mise en place de filets de sécurité pour empêcher des conséquences de l'augmentation de la connexité du réseau international, situation engendrant un certain comportement des individus. L'origine du problème est un phénomène de contagion, d'imitation et d'épidémie sur les marchés internationaux et même avec la mise en place de systèmes draconiens de contrôle des banques dans les différents pays, on risque de se trouver face à de nouvelles crises dans l'avenir.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1999). *A Lender of Last Resort for Europe* Document de travail N° 99 CEPII. Paris.
- ALLEN F. and GALE D., (1998), *Comparing Financial Systems*, Cambridge The MIT Press
- ARTUS P. et DEBONNEUIL M. (1999), *Interaction des Comportements Microéconomiques et Macroéconomiques dans les crises* Rapport pour le Conseil d'Analyse Economique.
- BIKHCHANDANI S., HIRSCHLEIFER D. et WELCH I. (1992), *A Theory of Fads, Fashion, Custom et Cultural Change as Informational Cascades*, Journal of Political Economy, vol. 100. pp. 992-1026.
- CHANG R. et VELASCO A. (1998), *Capital Flows, Financial Intermediation, and Currency Crises*. In Essays in Honour of Robert Mundell, ed G. Calvo, R. Dombush, et M. Obstfeld. Cambridge, The MIT Press.
- CORBETT J. (1999), *Japan's Banking Crisis in International Perspective*, CEPR Discussion Paper, London.
- DAY R. et HUANG B. (1990), *Bulls, bears and market sheep*, Journal of Economic Behavior and Organization 14, 3 décembre, pp. 299-329.
- FREIXAS X, PARIGI J. et ROCHET J.C. (1999) *Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank* Document de Travail GREMAQ Toulouse.
- GOODHART C. et HUANG H. (1999), *A Model of the Lender of Last Resort*, Discussion Paper n° 313. Financial Markets Group. London School of Economics.
- HOLMSTROM B. et TIROLE J. (1998) *Private and Public Supply of Liquidity*, Journal of Political Economy, vol 106 pp. 1-40.
- KIRMAN A.P. (1991), *Epidemics of opinion and speculative bubbles in financial markets*, chapter 17 (pp. 354-68) of Money and Financial Markets. M. Taylor (ed.), Macmillan, London.
- QUINN B. (1995), *Dérivatives and Risk Management : Insight from the Barings Experience*, Proceedings of the 31st Annual Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 91-96.
- PEEK J. et ROSENGREN E.S., *The International Transmission of Financial Shocks : The Case of Japan*. The American Economic Review, September 1997, vol 87, n° 4 pp. 495-505.
- WELCH I. (1992), *Sequential Sales, Learning and Cascades*, Journal of Finance vol 47, (June).

