

LE RISQUE DE SYSTÈME

MICHEL AGLIETTA,

PROFESSEUR À L'UNIVERSITÉ DE PARIS 8-NANTERRE

La sécurité des systèmes financiers est une préoccupation majeure des Banques centrales. Mais c'est un souci qui ne se prête pas à la définition et à l'application de règles automatiques. Deux raisons au moins s'y opposent. D'une part, il n'est pas facile de distinguer la stabilité globale des systèmes financiers du destin des institutions particulières. Le principe *too big to fail*, souvent appliqué par les prêteurs en dernier ressort, est une reconnaissance implicite de cette ambiguïté. D'autre part, la vulnérabilité au risque de système n'est pas constante dans le temps. Elle dépend de l'évolution des structures financières.

C'est pourquoi la connaissance des expériences passées et des leçons que l'on peut en tirer est indispensable, mais insuffisante si elle demeure singulière. Le risque de système est un domaine où l'approche théorique peut et doit guider l'action publique. Car celle-ci est encline à retarder sur le changement structurel, tant qu'elle n'est pas confrontée à des crises qui révèlent à chaud les nouveaux processus menaçant la sécurité financière. De la faillite de la banque Herstatt à celle de la BCCI, les autorités de surveillance ont souvent été surprises.

La conceptualisation des expériences historiques peut parvenir à élaborer des critères pour caractériser la fragilité de différents types de structures financières. Elle peut aussi aider à définir les principes d'organisation de filets de sécurité robustes pour la globalisation financière, au lieu d'être adaptés aux systèmes financiers segmentés d'antan.

Pour apporter quelques éléments de réflexion dans cette perspective, nous chercherons d'abord à définir la nature du risque du système. Puis nous analyserons les différentes dynamiques qui le propagent d'abord dans les marchés financiers, puis dans les systèmes de crédit et de paiement. Enfin, nous chercherons à tirer les leçons pour la constitution d'un filet de sécurité en insistant sur la combinaison des moyens d'action : prévention des défaillances techniques, interventions en dernier ressort, assurance collective

des dépôts, normes prudentielles, renforcement de l'observation et de la surveillance, méthodes de résolution de faillite ; mais aussi et surtout des politiques plus globales : choix des règles et des incitations qui influencent l'évolution des structures financières d'une part, conduite de politiques monétaires réduisant l'instabilité des prix des actifs financiers d'autre part.

DÉFINITION ET TYPOLOGIE DU RISQUE DE SYSTÈME

Le risque de système n'appartient pas à la théorie financière du risque. Cette dernière appréhende le risque au niveau micro-économique et fonde le principe de l'assurance. Les risques courus par les agents économiques sont supposés individualisables et diversifiables.

Cette séparabilité des risques est l'hypothèse qui fait défaut lorsqu'il est question de risque de système. Bien qu'il provienne de l'interaction des comportements individuels, le risque de système n'est pas l'agrégation de risques individuels indépendants. Il se réalise au niveau macro-économique dans des systèmes économiques où l'équilibre global n'est pas l'agrégation d'équilibres de marchés élémentaires. La théorie du risque de système ne peut donc pas s'envisager dans le cadre de l'équilibre général des marchés parfaitement concurrentiels.

Le risque de système prend racine dans les économies concrètes qui sont faites de marchés incomplets et imparfaits. Dans ces économies, les marchés ne sont pas les seules modalités de coordination des décisions individuelles. Ils se combinent à des règles, des habitudes, des organisations qui sont capables d'influencer leur environnement et d'avoir entre elles des interactions stratégiques.

Depuis quelques années la science économique a fait des progrès dans l'étude des économies concrètes. Leur immense distance à la rationalité de la concurrence pure et parfaite est devenue moins insolite. On a appris à conceptualiser des rationalités individuelles dans des situations où l'information et les capacités de calcul sont limitées. Dans ces économies des équilibres multiples sont possibles. La sélection d'équilibres plus ou moins satisfaisants dépend de la qualité d'institutions intermédiaires, parmi lesquelles les intermédiaires financiers ont une importance cruciale. Tel est le contexte dans lequel le risque de système a un sens et peut être bien défini.

Définition et hypothèses générales

Dans les économies concrètes, aux caractéristiques évoquées ci-dessus, on peut généralement repérer des situations normales qui se conservent à court

terme dans un état donné des structures. Ces situations normales désignent une plage d'équilibres macro-économiques stables, parmi l'ensemble des équilibres possibles, parce que les attentes et les comportements des agents micro-économiques sont compatibles avec eux. Ce caractère auto-renforçant des équilibres normaux provient des capacités des institutions financières et plus généralement des organisations économiques, à absorber les chocs. La limitation des choix individuels par les réseaux des règles nécessaires au fonctionnement des institutions, n'est pas un handicap et une source d'inefficience, comme elle le serait dans un monde où l'équilibre de concurrence parfaite existerait et serait seul efficace. Au contraire, cette limitation a un puissant effet stabilisateur, parce que les comportements s'adaptent aux processus régulateurs des institutions intermédiaires.

Le risque de système se définit dans cette conception élargie de l'équilibre économique. Il se réalise lorsqu'une discordance entre les comportements individuels et les capacités régulatrices des intermédiaires se produit. Cette discordance provoque la réalisation d'états macro-économiques clairement insatisfaisants, c'est-à-dire d'états qui réduisent le bien-être de presque tous les agents économiques.

Selon cette approche, on peut proposer la définition suivante :

Le risque de système est l'éventualité qu'apparaissent des états dans lesquels les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques individuels, conduisent à élever l'insécurité générale.

63

Les économistes appellent externalités négatives les processus qui font sortir l'économie de la plage des équilibres normaux. Ils expliquent la possibilité de tels processus par l'absence des marchés qui auraient pu séparer les risques (marchés incomplets), ou par l'incapacité des marchés existants à exprimer correctement l'information disponible (marchés imparfaits).

Lorsqu'on prend en compte la nécessité des institutions intermédiaires dans les économies qui ne sont pas entièrement ni exclusivement régulées par les marchés, on peut énoncer des hypothèses plus précises sur les externalités négatives qui forment des équilibres anormaux. C'est la sous-optimalité manifeste de ces derniers qui incite souvent à les qualifier, à tort, de déséquilibres.

Les externalités négatives proviennent de l'interaction de comportements individuels, cette interaction engendrant des processus qui mettent en porte-à-faux les capacités régulatrices des intermédiaires. Ces dernières ne sont plus capables de maintenir la dynamique macro-économique dans la plage des équilibres normaux.

Les comportements en situation de risques non séparables ni diversifiables peuvent être énoncés de manière heuristique :

— Les agents individuels subissent des déséquilibres financiers, à la fois imprévisibles et impossibles à probabiliser.

— Ces déséquilibres sont les résultats non intentionnels des actions des autres agents, non pas des variations aléatoires de paramètres exogènes.

— Les agents ne peuvent réagir à ces déséquilibres sans former des anticipations croisées sur leurs situations financières respectives.

— Pour former ces anticipations, les prix de marché des actifs financiers ne sont pas des résumés exhaustifs des informations pertinentes ; les positions financières héritées du passé sont très importantes.

— Cependant la connaissance des actions passées est incomplète pour prendre les décisions engageant l'avenir. Car le savoir hérité ne peut préjuger des innovations qui influenceront le savoir futur. De plus, la mémoire des expériences passées se dégrade dans le temps.

Lorsque ces comportements se renforcent par interaction cumulative (*positive feedbacks*), ils donnent au risque son caractère collectif, entraînent des dysfonctionnements dans l'activité des intermédiaires financiers et précipitent l'économie en dehors de la plage des équilibres normaux. Trois formes d'externalités négatives ressortent clairement de l'histoire des crises financières :

— Des échecs de marchés (par exemple immobiliers ou boursiers), lorsque la concurrence entraîne des processus divergents plutôt que des ajustements correcteurs dans l'évolution des prix des actifs vis-à-vis des valeurs fondamentales.

— Des discontinuités de régimes du crédit, lorsqu'une offre de crédit flexible, avec des primes de risque écrasées, est brutalement remplacée par un rationnement quantitatif indiscriminé. Ces discontinuités sont provoquées par des changements collectifs et discontinus d'opinions (*shifts in beliefs*). Les fondements micro-économiques de ces discontinuités se trouvent principalement dans les asymétries d'information.

— Des dynamiques cumulatives entre différents domaines du système financier. Ainsi des chutes brutales de prix des titres détériorent la qualité du crédit dont ils sont les collatéraux. Les banques réagissent en contractant le volume du crédit. Il s'ensuit une baisse des patrimoines qui entraîne une fuite vers la qualité, c'est-à-dire les bons du Trésor et la monnaie fiduciaire, au détriment des dépôts bancaires. Il en résulte aussi une récession qui rend les emprunteurs des banques incapables de rembourser leurs prêts, alors que les banques ne veulent pas les renouveler. La pression qui s'exerce sur les deux côtés des bilans bancaires les force à des ventes d'actifs en catastrophe. La chute des prix des titres est relancée.

Typologie du risque du système

On dispose maintenant des éléments analytiques pour dresser cette typologie à partir des comportements et des processus qui se combinent. Les premiers spécifient les sources de l'incertitude et la rationalité des agents dans cet environnement. Les seconds décrivent les externalités négatives qui propagent le risque de système. Le tableau présente cette typologie en distinguant les trois grands domaines du système financier. Le graphique illustre les enchaînements cumulatifs qui peuvent provoquer un désordre économique global.

La lecture de ces documents permet de faire plusieurs remarques :

— Le risque de système a une origine dans chacun des trois grands domaines de relations qui constituent la finance. Il est présent à l'état latent dans l'incertitude sur l'évaluation des promesses que sont toujours les relations financières : évaluation des titres sur les marchés secondaires, appréciation et suivi des emprunteurs par les banques, estimation de la qualité des moyens de paiements par les déposants et par les autres banques.

— Les individus se comportent rationnellement compte tenu de leur mémoire, de leur connaissance sur leurs relations réciproques, de leur expérience des contextes de ces relations. Ils se conforment à une rationalité procédurale qui les entraîne dans des interactions stratégiques. Les anticipations croisées y jouent un rôle décisif.

— Ces interactions aboutissent à des externalités qui se propagent selon les processus énoncés au tableau : la déconnexion des prix des actifs financiers vis-à-vis des valeurs fondamentales, le surendettement et l'insolvabilité des intermédiaires, les fuites de dépôts et les défauts de règlement. Tous ces processus entraînent une fragilité générale dans le système financier, qui se manifeste par une vulnérabilité aux chocs macro-économiques, bien plus grande que dans des situations où ces externalités sont maîtrisées.

— C'est cette fragilité générale qui peut provoquer des désordres économiques globaux, lorsqu'elle est exposée à des chocs conjoncturels. Nous avons défini ce phénomène comme une sortie de l'économie hors de la plage des équilibres normaux, sous l'effet des processus auto-renforçants qui sont identifiés sur le graphique. La crise financière est l'évolution la plus extrême de l'économie vers des équilibres anormaux. Elle est caractérisée par les symptômes suivants : l'effondrement des prix d'actifs qui se répercute de marché en marché, l'étranglement du crédit et la paralysie subséquente de l'intermédiation, les paniques bancaires épidémiques, la contraction résultante de l'offre de monnaie, les crises des paiements qui peuvent s'ensuivre.

Cette typologie montre qu'une même logique est à l'œuvre dans tous les domaines où le risque de système existe à l'état latent. La fragilité de la

finance est la détérioration des structures qui peut conduire l'économie globale vers des équilibres anormaux. C'est pourquoi la sécurité du système financier doit être un objectif des autorités monétaires, au même titre que le contrôle de la monnaie et en conjonction étroite avec lui.

Or un système financier est un réseau de relations fortement polarisées, c'est-à-dire organisé à partir de centres où se trouvent réunis des volumes de transactions élevés, des engagements croisés de haute densité, des positions enchevêtrées, des informations à circulation rapide et à influence contagieuse. C'est pourquoi la sécurité de place, qui concerne le cœur des systèmes financiers nationaux et des centres importants dans les liaisons financières internationales, est un niveau essentiel de perception et de maîtrise du risque de système.

Le double aspect structurel et macro-économique du risque de système incite à concevoir l'action publique pour le maîtriser comme une organisation structurée qui combine plusieurs fonctions. C'est cette idée que l'on trouve dans l'image du filet de sécurité constitué de plusieurs lignes de défense :

— Une fonction essentielle est la supervision qui permet d'évaluer les degrés de fragilité des institutions soumises à des chocs imprévisibles, donc d'intervenir le plus tôt possible aux points de plus grande vulnérabilité, avant que les externalités négatives n'aient le temps de se propager. Améliorer la qualité de la supervision suppose de gros investissements en information et compétences, ainsi qu'une collaboration étroite entre les différentes autorités de surveillance dans plusieurs pays.

— Une autre fonction essentielle et souvent malmenée par les *a priori* idéologiques des gouvernements lancés dans la libéralisation financière, est l'encadrement des changements de structures. Elle consiste à rechercher les meilleures règles et les meilleurs schémas d'incitations pour promouvoir des modes particuliers d'organisation de la finance capables d'accroître la robustesse des structures. Il en résulte une plus grande stabilité des comportements individuels dans la plage des équilibres normaux. Le type de question que cette fonction aborde ouvre un champ théorique nouveau à la finance : la banque universelle est-elle plus ou moins efficace que la séparation des métiers de la banque et de l'intermédiation de marché ? Le groupe financier pluri-institutionnel est-il un compromis acceptable par son intériorisation des risques et de la résolution des faillites ? Existe-t-il un degré optimal de concentration bancaire pour gérer le dilemme entre efficacité et sécurité ?

— La politique monétaire ne saurait s'intéresser seulement à l'inflation des prix des biens et services. Les impulsions données aux variations des *taux d'intérêt et des taux de change ont une grande influence sur les prix de marché des actifs financiers, surtout par la voie des anticipations. Les*

réserves obligatoires sont à la fois une disposition prudentielle contre le risque de liquidité et un moyen d'action direct sur le montant du crédit dans les régimes de rationnement d'équilibre par les banques. La politique monétaire peut donc réduire ou accroître l'intensité et la fréquence des chocs, contribuant ainsi à fournir des références communes aux anticipations ou à les déstabiliser.

— Les choix effectués par les autorités pour la supervision, l'encadrement des changements de structure et le guidage macro-économique, sont décisifs pour la qualité de la fonction prudentielle proprement dite. Seuls des choix cohérents dans ces fonctions amont à l'égard du risque de système permettent d'élaborer une doctrine de prêteur en dernier ressort qui puisse à la fois étouffer la propagation des accidents dans le système financier et tenir en respect l'aléa moral déclenché par la perspective des interventions.

Nous insisterons essentiellement sur cette cohérence dans les propositions que nous ferons en faveur des réformes en cours du filet de sécurité dans les grands pays de l'OCDE. Ces réformes sont devenues indispensables sous l'effet des changements radicaux qui sont intervenus dans les structures financières au cours des années quatre-vingt. Pour argumenter plus à fond selon l'approche du risque de système que nous avons définie, nous devons approfondir l'analyse des processus qui sont énoncés dans le tableau. Cette analyse s'appuie sur des résultats théoriques que nous utiliserons sans les décrire. Nous nous limiterons à étudier les phénomènes nouveaux dans les trois domaines des systèmes financiers et les processus macro-économiques qui réalisent le risque de système par déviation en dehors de la plage des équilibres normaux.

67

LA MONTÉE DU RISQUE DE SYSTÈME AVEC LA GLOBALISATION FINANCIÈRE

Depuis 1974, les accidents financiers, qui étaient très rares auparavant après la fin de la Seconde Guerre mondiale, se sont multipliés dans tous les domaines. Les faillites bancaires ont pris une grande extension dans les pays où les marchés sont très développés, crise des banques secondaires au Royaume-Uni dans les années soixante-dix, faillites retentissantes de grandes banques et naufrage des Caisses d'épargne aux Etats-Unis dans les années quatre-vingt.

Le risque de système a pris une extension internationale, révélée par différents épisodes. Les marchés de créances interbancaires sont des lieux de vulnérabilité élevée, parce qu'un incident peut menacer directement le fonctionnement des systèmes de paiements. Les problèmes systémiques proviennent de l'enchevêtrement des positions croisées. Un choc macro-

économique (le relèvement inopiné du dollar au début de 1974) provoqua des pertes de change dans les bilans de banques qui avaient pris position contre le dollar. Ces pertes causèrent la faillite de la banque Herstatt en juin 1974. Cela déclencha instantanément une chute de confiance dans le marché interbancaire international.

La crise de la dette du Tiers Monde et l'augmentation de la fragilité qu'elle provoqua parmi les banques de plusieurs pays, les pertes sur les crédits à l'immobilier et à la bourse au Japon et au Royaume-Uni, sont des exemples spectaculaires de l'impact des chocs macro-économiques sur les structures financières.

L'apparition directe du risque systémique dans les marchés est une conséquence de la libéralisation financière des années quatre-vingt : crise du marché international des titres à taux d'intérêt flottants, double crise boursière, effondrement du marché des obligations de pacotille, sont des épisodes qui révèlent les distorsions dans les évolutions des prix des actifs spéculatifs et rendent évidente l'inadéquation des primes de risque dans les taux d'intérêt.

Comme la définition théorique du risque de système le laissait prévoir, les dysfonctionnements, distorsions, évaluations erronées, comportements imprévoyants ou fraudeurs, se sont multipliés dans tous les domaines et se sont répercutés les uns sur les autres. Essayons d'en tirer quelques enseignements pour nourrir la réflexion sur les principes à adopter pour réformer un filet de sécurité devenu notoirement inefficace.

*Le risque de système
dans les marchés d'actifs négociables*

Il existe des modèles qui démontrent l'existence d'équilibres multiples d'anticipations auto-réalisatrices. Ils confirment une célèbre conjecture keynésienne : dans une économie de marchés où règne le laisser-faire, l'avenir est imprévisible. Même si les agents connaissent l'évolution des fondamentaux, ce qui est rarement le cas, ils ne pourraient pas prévoir l'évolution des prix. Car la possibilité d'équilibres spéculatifs multiples force chacun à anticiper les anticipations des autres. Or l'information privée d'agents concurrents est indirecte et rudimentaire sur les croyances d'autrui. Le marché rencontre un obstacle interne pour coordonner les anticipations. On peut certes invoquer l'apprentissage. Mais la conjonction d'une coordination inefficace et d'événements aléatoires en succession rapide rend l'apprentissage lent et incertain. L'environnement n'étant jamais assez répétitif pour permettre au marché de converger vers un équilibre particulier d'anticipations auto-réalisatrices, les prix de marché suivent des dynamiques complexes et intrinsèquement imprévisibles. Ces dynamiques sont à l'origine du risque de système pour les marchés d'actifs négociables. On peut s'écarter

des équilibres normaux qui signifient, pour les marchés financiers, des prix relatifs entre les actifs financiers suffisamment stables et proches des déterminants fondamentaux pour guider l'épargne vers les opportunités réelles d'investissement. Maintenir les marchés financiers dans une plage d'équilibres normaux, c'est permettre aux agents de se préoccuper du long terme.

Les changements institutionnels survenus dans les années quatre-vingt ont exacerbé le problème de la stabilité des marchés financiers. D'un côté, la montée en puissance de l'épargne contractuelle et l'engouement pour les fonds communs de placement en valeurs mobilières ont dirigé une épargne à vocation longue vers les investisseurs institutionnels. De l'autre, la concurrence de ces intermédiaires, munis de gros montants de liquidités à placer, s'est traduite par un mélange de gestion routinière et de gestion agressive à la marge, tournée vers la recherche des plus-values à court terme. Par exemple, l'assurance de portefeuille, pratiquée par les fonds de pension britanniques et américains, a été un exemple célèbre de ce *short termism*. Le ressort de ces dynamiques de court terme est un comportement forcément mimétique, puisqu'inspiré par le désir d'afficher un rendement trimestriel au moins aussi bon que le rendement médian de la catégorie d'investisseurs institutionnels à laquelle chaque gestionnaire de fonds se mesure. Ce comportement transforme les investisseurs institutionnels en échangistes bruyants sur les marchés secondaires. Ils font varier leur position sur le marché en fonction croissante de l'évolution récente des prix. Les dynamiques des prix sur les marchés où existent à la fois de tels agents et des spéculateurs professionnels, peuvent être des successions de vagues optimistes et pessimistes, si l'influence des échangistes bruyants est prépondérante. Plus l'écart de rendement perçu par les deux catégories d'opérateurs est grand, plus les spéculateurs professionnels ont intérêt à abandonner leur propre opinion et à s'aligner sur les agents qui ont à court terme le plus fort levier sur le marché, plus la divergence spéculative des prix est ample et longue. Des bulles négatives et positives peuvent se succéder, entrecoupées de périodes calmes ou de cycles de périodicités et d'amplitudes variables.

Ces désordres dans les marchés financiers contaminent d'autres compartiments des systèmes financiers et ont des répercussions macro-économiques.

Les maillons faibles sur les marchés spéculatifs sont les intermédiaires spécialisés (*market makers*) qui concentrent des risques élevés en prenant des positions très importantes par rapport à leur capital. Au cours du krach de 1987, leur liquidité est devenue illusoire au regard des positions à prendre en contrepartie des ordres de vente en bloc des investisseurs institutionnels. Or ces opérateurs empruntent des fonds liquides sur le marché monétaire. Leur vulnérabilité à une perte de confiance provient de la très grande volatilité de ces fonds. Comme ces intermédiaires de marché n'ont pas d'accès direct au

prêteur en dernier ressort, ils recherchent diverses sources de financement. Aucun prêteur individuel ne peut connaître à tout moment leur position effective globale. L'enchevêtrement des positions, au comptant et à terme, sur plusieurs marchés crée une opacité sur l'exposition au risque des banques qui leur prêtent. C'est pourquoi l'incertitude sur les pertes provoquées par un retournement brutal et simultané des marchés au comptant et à terme, à cause des pannes d'arbitrage résultant de l'impuissance des *market makers* privés de liquidités, peut inciter les banques à ne pas renouveler leurs lignes de crédit. Certains intermédiaires de marché sont alors forcés de vendre des actifs en catastrophe ; ce qui renforce la pression baissière et accentue les pertes des autres *market makers* sur les mêmes segments de marché. Comme ces institutions sont aussi des membres importants des systèmes de compensation et de règlement, des difficultés à régler des positions peuvent être transférées dans ces systèmes. L'injection d'un supplément de capital adéquat et l'élargissement des lignes de crédit, lorsque les limites précédemment convenues sont dépassées, est alors indispensable pour stopper l'effondrement simultané des marchés au comptant et à terme.

70 Indépendamment du risque de crise financière évoqué ci-dessus, les grandes fluctuations des prix sur les marchés spéculatifs ont d'importantes répercussions macro-économiques qui peuvent perturber la stabilité des équilibres normaux. Une vague spéculative haussière, sur les marchés boursiers et immobiliers, élève la richesse des ménages détenteurs de ces actifs par rapport à leur revenu. Il se passe l'équivalent d'une chute non anticipée du taux d'épargne. Les ménages augmentent leur consommation et financent leurs dépenses supplémentaires par crédit gagé sur l'espoir des gains futurs en capital portés par leur patrimoine. A court terme, la courbe de demande globale se déplace vers le haut, alors que la courbe d'offre globale demeure inchangée. A politique monétaire donnée, le taux d'intérêt s'élève.

Ensuite, la poursuite de la hausse spéculative des prix d'actifs a des répercussions dynamiques au-delà du choc initial. Le Japon et le Royaume-Uni en ont été des exemples spectaculaires au cours des années 1986-1989. Les plus-values spéculatives incitent les ménages et les entreprises à emprunter, parce que l'endettement paraît bon marché malgré l'accroissement effectif des charges financières. La consommation croissante et les restructurations d'entreprises en bourse sont des motifs d'investissement accru. Le crédit pour investir, pour consommer, pour financer les opérations spéculatives, sont des demandes de crédit qui entrent en concurrence. Le rythme extrêmement rapide du crédit est le signe que l'économie évolue en dehors de la plage des équilibres normaux. Comme les banques émettent facilement des titres pour nourrir leurs crédits, le rythme d'augmentation de la masse monétaire, pas plus que la progression des taux

d'intérêt, ne sont des indicateurs adéquats des tensions en train de se développer. Toute l'économie est mue par l'inflation des prix d'actifs et celle-ci finit par se transmettre aux autres marchés, même si la politique monétaire paraît restrictive, comme elle l'était au Royaume-Uni. Le biais des indicateurs monétaire, entraîne que les tensions accumulées dans l'économie ne sont perçues qu'avec retard, lorsque les ratios d'endettement ont atteint des niveaux insolites ou que l'inflation s'est transmise aux marchés des biens et du travail.

L'action des autorités ne devient efficace que si elle accompagne le changement de climat des anticipations de l'optimisme au pessimisme, à cause du surendettement disséminé parmi les intermédiaires de marché (maisons de titres et promoteurs immobiliers). Le danger est alors un changement brutal du crédit qui peut amplifier le retournement de conjoncture, lorsque le poids des charges financières oblige les emprunteurs à réduire le montant de leurs dettes.

Les pertes en capital sur les marchés entraînent des faillites qui incitent les banques à rationner leur offre de crédit. Comme la politique monétaire restrictive maintient en même temps les taux d'intérêt réels à des niveaux élevés, l'économie peut s'enfoncer dans un équilibre de sous-activité, non pas par pénurie d'épargne, mais par manque de crédit. Il faut étudier le comportement des banques pour préciser ce risque.

71

*Le risque de système
dans le crédit intermédié*

Hormis l'importance grandissante des marchés, la globalisation financière a remis en cause, sous l'aiguillon de la concurrence, la séparation entre métiers bancaires et activités d'intermédiation de marché, dans les pays où cette séparation avait été instituée auparavant. On conçoit que le développement de marchés instables, couplé à une participation des banques aux activités de marché, ait élevé le risque de système. Car les risques assumés dans les marchés interagissent avec ceux que les banques rencontrent dans leur métier principal. L'élévation du risque dans le système bancaire est à prendre d'autant plus au sérieux que les banques n'ont pas de substitut pour une part essentielle du financement de l'économie.

La spécificité des banques est bien établie dans la théorie moderne du crédit. Elle est l'envers de l'incomplétude des marchés en présence d'asymétries d'information sur les conditions des contrats de prêts. En résolvant partiellement l'asymétrie d'information, les banques transforment le risque systémique. Au lieu de se focaliser entièrement sur l'instabilité des marchés, il est en partie déplacé sur la liquidité.

Les banques sont les seules à traiter la grande variété de projets d'investissement dont l'évaluation ne peut être publique et transparente. Ces

projets ne peuvent être financés par émission de titres représentatifs de créances normalisées. Les relations financières de ce type posent des problèmes dits « d'agence », qui ont pour origine la mauvaise connaissance que les prêteurs ont des candidats à l'emprunt, pour résultat une mauvaise allocation de l'épargne, pour symptômes la sélection adverse et l'aléa moral. La sélection adverse se produit lorsqu'il est impossible au banquier de discriminer parfaitement la qualité des débiteurs potentiels au moyen des informations disponibles. L'aléa moral a lieu lorsque les emprunteurs ont intérêt à cacher une situation financière délicate et à investir le produit des prêts dans des projets à valeur actuelle négative, dans l'espoir de profits élevés en cas de succès. De leur côté, les banques n'ont pas intérêt à cette prise de risque excessive puisque les paiements d'intérêts sont inchangés et que la probabilité de défaut du débiteur augmente avec le niveau de risque.

La relation de crédit élémentaire est donc source d'externalités, les banques peuvent mieux surmonter l'asymétrie d'information que les marchés, parce qu'elles nouent des relations continues à long terme avec leurs débiteurs, relations caractéristiques des jeux répétés. Les banques peuvent imposer aux emprunteurs des obligations plus contraignantes en contrepartie d'un accès régulier au crédit. De ce suivi et de ce contrôle continus, les banques tirent une information non accessible à des agences externes d'évaluation.

72

Cependant ces contrats à long terme sont soumis à l'érosion de la concurrence bancaire. Dans les périodes d'anticipations optimistes, où le crédit augmente rapidement, les banques luttent pour les parts de marché. Chacune anticipe que ses concurrentes vont proposer des conditions moins strictes pour attirer un volume d'affaires plus grand. Les emprunteurs en profitent pour recourir au service de multiples banques avec lesquelles ils n'ont pas d'attaches particulières. L'ensemble des banques offre alors des crédits très élastiques au taux d'intérêt courant. Les primes de risque entre les emprunteurs sont très étroites. Dans ces conditions, aucune banque ne peut savoir ce que sera le montant des dettes accumulées par un débiteur donné dans l'avenir. Comme la solvabilité des débiteurs dépend du profil de leur endettement futur, eu égard à leur capacité de remboursement, la concurrence excessive des banques entraîne une externalité dynamique qui peut conduire au surendettement.

A cause de cette dynamique concurrentielle, la qualité des prêts bancaires est affectée d'une incertitude endogène. Le profil de l'endettement est auto-engendré et l'évaluation de la solvabilité d'un débiteur par une banque particulière dépend du comportement des banques concurrentes. C'est un processus irréversible qui ne se découvre qu'au fur et à mesure qu'il se développe. La rationalité qu'on peut y appliquer est forcément bornée. Elle répond à la conjecture de myopie intrinsèque : la sensibilité des banques

individuelles au risque de système dépend de la mémoire du dernier épisode de crise, laquelle se dégrade au fur et à mesure que le temps s'écoule ; il existe un seuil de perception en dessous duquel le risque de système est tenu pour nul.

Les modèles construits sur l'hypothèse de myopie intrinsèque rendent compte des discontinuités de régimes de crédit qui sont un chaînon essentiel dans la propagation macro-économique des externalités. Ces discontinuités mènent l'économie en dehors de la plage des équilibres normaux.

On peut esquisser succinctement l'argumentation de ces modèles. Lorsque les banques sont en dessous de leur seuil de perception du risque systémique, elles se font une concurrence acharnée pour offrir du crédit à des conditions très favorables, qui écrasent les primes de risque et entraînent un accroissement rapide de l'endettement. La structure des actifs bancaires se détériore par évolution vers une proportion croissante de prêts à hauts risques et inadéquatement tarifés ; la structure des passifs bancaires évolue vers une proportion croissante d'engagements à des coûts qui dépendent étroitement des taux de marché. Certaines banques entrent dans une situation de fragilité financière lorsque leurs ratios de capitalisation baissent et que leur rentabilité perd toute autonomie par rapport aux fluctuations du marché monétaire.

Lorsque la fragilité financière latente est disséminée dans le système bancaire, un choc macro-économique qui élève brutalement le taux d'intérêt monétaire révèle la fragilité à l'ensemble des banques, y compris à celles qui n'ont pas elles-mêmes un bilan détérioré. Les banques réévaluent simultanément leur perception du risque de système et se retrouvent au-dessus de leur seuil heuristique de sensibilité. Il s'ensuit une discontinuité d'anticipations qui les amène à adopter simultanément des schémas de rationnement quantitatif du crédit. Telle est la logique d'un *credit crunch*.

Les conséquences macro-économiques d'un *credit crunch* peuvent être fort sérieuses si elles vont jusqu'à désorganiser l'intermédiation financière. Les banques modifient le régime du crédit parce qu'elles sont devenues pessimistes sur la qualité des demandes qui leur sont présentées et parce qu'elles cherchent à consolider leurs bilans, ou qu'elles y sont forcées par des normes prudentielles. Le durcissement du crédit se manifeste de plusieurs manières. La première est l'élargissement des primes de risque, les emprunteurs étant jugés en fonction de la solidité de leur capital. La hiérarchie des primes de risque est alors fonction décroissante du ratio des fonds propres aux immobilisations des entreprises, quelles que soient les caractéristiques des projets à financer. Ainsi des emprunteurs de bonne qualité, mais peu capitalisés, payent-ils pour des emprunteurs de mauvaise qualité. L'investissement devient sensible au niveau de capitalisation des débiteurs. Une autre catégorie d'emprunteurs subit le rationnement

quantitatif. Ce peut être le durcissement des conditions hors prix du crédit : limitation de la durée, du montant, relèvement des collatéraux exigés. Ce peut être un refus pur et simple d'accorder de nouveaux crédits. Par ces ajustements les banques réduisent, relativement ou absolument, les crédits dans leurs bilans et augmentent leurs portefeuilles de titres sans risque (réserves secondaires).

A la suite de ces différents ajustements, l'investissement se contracte violemment, entraînant non seulement une demande insuffisante, mais aussi des capacités de production insuffisantes. Il se peut que des goulots d'étranglement se produisent et que les prix augmentent encore pendant un certain temps malgré la récession qui n'en devient que plus profonde. Des modèles combinant un multiplicateur de crédit, effet macro-économique du rationnement bancaire, et un multiplicateur keynésien de demande, ont montré qu'il pouvait exister des équilibres macro-économiques instables. On peut ainsi identifier d'où provient l'évolution de l'économie hors de la plage des équilibres normaux, sans qu'il y ait nécessairement des chaînes de faillites bancaires. L'instabilité vient d'un effet du crédit sur la réduction des capacités de production supérieur à l'effet de la baisse de l'investissement sur la réduction de la demande globale. La hausse des prix qui en résulte réduit la valeur réelle de l'offre de crédit, de telle manière que le rationnement se poursuit à un niveau déprimé de l'investissement réel.

On comprend donc pourquoi le comportement bancaire influence les équilibres dynamiques de l'économie. Le crédit, l'investissement et le reflux de profit se renforcent par auto-réalisation des anticipations de demande. Il y a plusieurs sentiers d'équilibre et certains peuvent être instables. Ce biais « dissipatif » des comportements bancaires justifie le souci de la Banque centrale pour la stabilité du système bancaire. Le rôle crucial que les banques jouent dans les paiements renforce cette préoccupation.

Le risque de système dans les paiements

Dans une économie monétaire, les agents demandent explicitement ou implicitement que les moyens de paiements soient sans risque. Comme les banques émettent les moyens de paiements (du moins pour l'essentiel) et gèrent le système des paiements, le défaut d'une banque peut avoir des effets externes désastreux. Une conversion massive des dépôts en monnaie fiduciaire (fuite vers la qualité) peut paralyser de nombreuses banques. Car les moyens de paiements émis par une banque doivent être convertibles au pair en moyens de paiements d'une autre banque et tous doivent être convertibles en monnaie fiduciaire. Cette caractéristique découle elle-même de l'impossibilité d'établir des cours d'équilibre pour des monnaies parallèles ayant vocation à régler les mêmes transactions. Cette convertibilité à prix fixe

implique la règle « premier arrivé, premier servi ». De cette règle découle que la fuite des dépôts est la forme la plus redoutable du risque de système.

De nos jours on considère souvent trop vite que l'assurance des dépôts supprime les paniques bancaires, parce qu'elle bloque à la source la contagion des retraits en les rendant sans objet. Cependant les expériences de la Continental Illinois et de la Bank of New England montrent que la fuite des dépôts se produit malgré la garantie. Car l'assurance ne peut être totale pour des raisons de coût et d'aléa moral. De plus, un système d'assurance trop sollicité est suspecté d'être incapable de faire face à ses obligations. Il y a donc toujours des dépôts non assurés et des agents qui mettent en doute la qualité de l'assurance.

Le risque de système ne se produit plus selon la vieille image de la panique contagieuse par la ruée de tous les déposants sur toutes les banques. Mais des pertes sur la valeur des dépôts non assurés dans une ou plusieurs banques de grande taille en faillite se répercutent sur le système des paiements. Car les pertes provoquent l'impossibilité d'honorer un flux de chèques sur les banques en défaut, événement qui peut paralyser le système de compensation des chèques. Par ailleurs les dépôts non assurés, les plus vulnérables aux fuites, sont les dépôts interbancaires. Le refus d'une banque de renouveler les dépôts dans une autre banque, de proroger une ligne de crédit, d'accepter des prises en pension temporaires d'actifs est un signal pour la clientèle qui ne dispose pas d'information publique pertinente sur la banque en difficulté.

75

En outre, de telles perturbations dans les relations interbancaires se répercutent sur les positions débitrices et créditrices dans la compensation multilatérale des paiements entre banques, qui est le centre nerveux de la totalisation quotidienne de l'ensemble des paiements effectués dans la monnaie considérée. Comme les positions interbancaires constituent généralement un réseau indécomposable, un risque de liquidité peut résulter d'un incident dans l'exécution des paiements, ou un risque de crédit provoquer un défaut de règlement ; ce sont *ipso facto* des risques systémiques. La forme que prend le risque systémique et la manière de le traiter dépendent décisivement des règles qui organisent le système des paiements interbancaires de gros montants. Ce risque a pris une extension inquiétante au cours des dix dernières années à cause de l'expansion vertigineuse des volumes de transactions induits par les opérations financières. Des règles de fonctionnement, efficaces autrefois, ne sont plus aptes à prévenir l'extension des risques dans les conditions renouvelées de la libération et de l'intégration financière. Car les transactions de valeurs élevées peuvent créer des positions débitrices intra-journalières de très gros montants, si les règles en vigueur autorisent librement ces découverts.

Un risque individuel, de crédit ou de liquidité pure, dans le réseau des paiements interbancaires, se transforme en risque de système de plusieurs

manières selon les normes qui stipulent le protocole de règlement. Deux normes sont particulièrement importantes :

— La temporalité du règlement. Il peut être brut (c'est-à-dire réaliser le règlement des instructions de paiements dans l'ordre où elles arrivent) ou net (c'est-à-dire régler simultanément le solde de l'ensemble des opérations sur la période de compensation).

— La validation du règlement. Il peut être irrévocable (définitif) ou révoquant (non définitif). Dans la première procédure les bénéficiaires des règlements en sont crédités même si certains débiteurs sont incapables de régler leurs positions nettes auprès de l'agent central de règlement. Dans la seconde, les paiements qui concernent un participant incapable d'effectuer le règlement final de sa position sont annulés. La compensation est refaite en l'absence du membre qui a failli et de nouvelles positions à régler sont calculées.

Lorsque le règlement est net et irrévocable et que des découverts illimités sont permis en cours de journée, une banque participante peut être en défaut auprès de l'agent central de règlement pour des montants très importants et définitifs. Le risque est systémique parce qu'il se reporte sur la contrepartie centrale. Si cet agent n'a pas les ressources disponibles pour régler les participants qui ont des positions créditrices sur lui, il y a bien une externalité. Il faut alors une intervention du prêteur en dernier ressort pour sauvegarder la liquidité de la contrepartie centrale.

Lorsque le règlement est net et révoquant, le risque de système prend la forme classique de la réaction en chaîne que l'on trouve aussi dans la panique contagieuse. Le défaut d'une banque individuelle entraîne révocation de ses paiements et nouvelle compensation. Il se peut que les nouvelles positions empêchent un autre participant d'effectuer le règlement, même s'il n'avait aucune relation directe avec la banque qui avait failli initialement. Il faut alors procéder à la révocation des paiements de ce nouveau membre. On peut ainsi assister de proche en proche à une paralysie du règlement. L'externalité est patente puisque le coût social du défaut de paiement initial s'étend bien au-delà du coût de l'exposition au risque de crédit de ses créanciers directs.

Lorsque le règlement est brut, il est logiquement irrévocable puisqu'il n'y a pas de compensation multilatérale en fin de journée. En outre, l'agent central de règlement est en principe exempt de risque de crédit lorsque les paiements ne sont effectués qu'après approvisionnement des comptes des débiteurs. Cependant, cette procédure entraîne que les règlements successifs des opérations dépendent les uns des autres au sein d'une même journée. Le manque de liquidité peut rendre les paiements intra-journaliers incertains. L'externalité prend la forme d'un gel des paiements qui restent en suspens de proche en proche dans l'ordre de leur exécution retardée.

Les autorités de tutelle des systèmes de paiements doivent faire un compromis entre la sécurité et l'efficacité. La disposition majeure qui a été préconisée par des recommandations à portée internationale et qui est adoptée par les autorités nationales engagées dans la réforme des systèmes de paiements de gros montants, est de choisir l'irrévocabilité parce qu'elle sépare les risques de liquidité et les risques de crédit. Lorsque l'irrévocabilité est admise, le choix entre règlement brut et règlement net n'implique pas une différence d'organisation décisive.

LE DÉBAT SUR LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT ET L'ORGANISATION DU FILET DE SÉCURITÉ FINANCIÈRE

On a voulu montrer dans les pages précédentes que le risque de système peut avoir des conséquences graves pour une économie. Il fait sortir de la plage des équilibres normaux où les comportements sont bien balisés. Il fait entrer dans des territoires inconnus où les marchés n'ont plus leurs propriétés régulatrices. Le prêteur en dernier ressort est la fonction collective qui affronte ce type de problème. Cette fonction participe à la fois de la macro-économie et du contrôle prudentiel. D'un côté elle empêche des équilibres très inefficients de sous-liquidité ; de l'autre elle prévient la désorganisation de l'intermédiation financière, en évitant à des institutions saines de devenir insolubles à la suite de la propagation d'externalités négatives.

77

Si elle n'est guère contestée dans son principe, sauf par quelques extrémistes du *Free Banking*, la fonction du prêteur en dernier ressort est controversée dans sa pratique. Car c'est une opération exorbitante des règles du marché. Prêter en dernier ressort, c'est lever la contrainte de paiement. C'est donc suspendre la logique du marché par un acte hors marché qui est pourtant accompli dans l'intérêt de l'économie de marché. Des engagements privés qui ne peuvent être honorés ont leur sanction suspendue pour un temps indéterminé. D'autres engagements privés, qui sont sains mais qui ne pourraient pas être honorés à cause de la répercussion externe des engagements qui ont failli, sont préservés. Le rôle du prêteur en dernier ressort est donc ambivalent, car il dépend d'une logique de situation. Il a été identifié à l'essence de l'art de banque centrale. Cette ambivalence découle de l'aléa moral qui est inhérent au risque systémique, parce que c'est un comportement qui tire parti de la dissociation du coût social et du coût privé des externalités.

La doctrine du prêteur en dernier ressort, qu'elle ait été formulée explicitement par Bagehot à l'âge classique du capitalisme libéral ou qu'elle soit restée implicite à l'âge keynésien de l'économie mixte, dépend de

l'évolution des structures financières. Il n'est donc pas étonnant que les transformations de la décennie précédente remette cette doctrine en débat.

*Les deux legs historiques
du prêteur en dernier ressort*

La doctrine de Bagehot fut formulée en Angleterre entre 1866 et 1873. Elle s'imposa jusqu'à la Première Guerre mondiale. L'expérience pratique qu'elle a formalisée était celle d'une économie où les marchés financiers étaient prépondérants et où les intermédiaires de dépôts étaient encore peu développés. C'est l'instabilité des marchés qui était la source principale du risque de système. Elle s'inscrivait dans l'ordre monétaire de l'étalon-or qui était unanimement respecté. Aussi l'intervention en dernier ressort ne devait-elle pas mettre en péril durablement la convertibilité-or des billets émis par la Banque d'Angleterre. Sa rationalité pouvait être identifiée et explicitée à partir du moment où il devenait possible de distinguer conceptuellement la stabilité globale du système financier et le destin des institutions particulières. Bagehot fit conceptuellement cette distinction sous la forme de l'opposition entre *liquidité et solvabilité*. Il l'exprima dans des normes de conduite qui visaient à dissiper l'ambiguïté sur laquelle prospère l'aléa moral.

78

Les institutions qui ont failli ne doivent pas être secourues, mais vendues à de nouveaux propriétaires et recapitalisées. Mais l'assistance financière temporaire ne doit pas avoir de limites lorsqu'il s'agit d'étouffer les paniques. Il faut prêter à des emprunteurs sains, mais qui n'ont pas d'autres ressources de liquidités disponibles à cause de la crise financière. Ces emprunteurs éligibles ne sont pas nécessairement des banques. Leur qualité ne se juge pas à des métiers particuliers, mais aux collatéraux qu'ils peuvent présenter. Ces collatéraux doivent être acceptés à leur valeur d'avant-crise. En contrepartie la banque doit prêter à un taux pénalisateur qui est une prime de risque pour couvrir ses pertes potentielles liées à son acceptation des collatéraux à une valeur supérieure à leur valeur courante du marché.

La philosophie de la doctrine de Bagehot est donc limpide : il s'agissait de soutenir la valeur de marché des actifs négociables. La robustesse des situations financières en dépendait entièrement. Pour cela il fallait alimenter en liquidité des maisons de titres saines qui étaient capables de former un pool d'acheteurs pour absorber les actifs vendus par les épargnants qui désiraient la monnaie. Cette pratique fait apparaître une notion essentielle : la ligne de défense constituée par des agents de marché, dont la banque centrale tire des informations sur l'état des tensions financières et qu'elle soutient en urgence pour démultiplier son action stabilisatrice.

Les structures financières qui ont émergé des bouleversements de la grande dépression et de la Seconde Guerre mondiale étaient radicalement

différentes. Les marchés de titres y avaient la portion congrue, hormis les titres d'Etat dont les taux d'intérêt étaient étroitement contrôlés. Les banques commerciales et les autres intermédiaires de dépôts y avaient une importance décisive. L'instauration du cours forcé et la bancarisation progressive de la population ont fait des dépôts bancaires la forme dominante des moyens de paiements. La source essentielle du risque systémique s'était déplacée des marchés d'actifs négociables vers la stabilité des dépôts. Il fallait éviter les effets externes des faillites bancaires.

Il était donc logique que le principe *too big to fail* ait remplacé la doctrine de Bagehot. Ce principe complète l'assurance des dépôts. Enfin, c'est la concentration bancaire qui est la ligne de défense pour renforcer la robustesse des structures financières. De fait, en France où les métiers bancaires ont été protégés des opérations sur titres, où la concentration a été très grande et où le rôle des marchés dans le financement de l'économie a été subordonné, le prêteur en dernier ressort n'a pratiquement pas eu à intervenir pendant plus de deux décennies. Même aux Etats-Unis, où la concurrence des marchés a provoqué la menace de désintermédiation, l'assurance des dépôts a été efficace et l'échelle des actions du prêteur en dernier ressort est restée limitée jusqu'à la faillite de la Penn Central en 1970.

On comprend que le retour en force des marchés et la dérèglementation des métiers de la finance aient mis en porte-à-faux le principe *too big to fail*, parce que l'aléa moral a été énormément développé, comme l'illustre spectaculairement le désastre des Caisses d'épargne américaine. La conjonction de l'instabilité des marchés et de l'affaiblissement des intermédiaires de dépôts a entraîné une prolifération des interventions en dernier ressort et une sérieuse inefficacité de l'assurance des dépôts dans ses règles actuelles.

Il ne paraît pourtant pas possible de revenir purement et simplement à la doctrine de Bagehot. Car le retour des marchés n'a pas fait disparaître les caractéristiques des systèmes financiers qui se sont établis depuis un demi-siècle. La sécurité des moyens de paiements que le public demande n'est pas la liberté de chercher un refuge dans la monnaie métallique, mais bien la certitude que les dépôts bancaires sont sans risque. Les interrelations dans les systèmes de paiements sont devenues d'une complexité extrême et véhiculent des risques qui se sont accrus du seul fait du gigantisme des volumes de transactions journalières. Les flux de paiements quotidiens qui traversent les marchés de la monnaie à New York atteignent 4 trillions de dollars, alors que le montant quotidien des transactions au Stock Exchange ne dépasse guère 8 à 9 milliards et que le PNB des Etats-Unis a été de 5,5 trillions en 1990. Il est donc indispensable de reconnaître que l'ensemble des paiements, qui sont la contrepartie des échanges de toutes natures et qui font la cohérence au quotidien d'une économie diversifiée en millions

d'unités autonomes, repose en définitive sur le flux des paiements dans les comptes de transactions interbancaires. L'extrême centralisation des paiements est l'organisation qui permet à une économie marchande décentralisée de fonctionner. Il est logique que la source la plus dangereuse du risque systémique vienne s'y loger.

Tout ce qui rend le système financier plus fragile, de l'instabilité des prix d'actifs à la concurrence excessive des banques qui les pousse à offrir des volumes rapidement croissants de crédit en sous-évaluant le risque, se répercute dans le système des paiements bancaires. La surveillance des interconnexions est donc décisive. La question n'est pas de savoir si une institution est trop grande pour faire défaut. La question est de détecter les configurations de positions, qui ne concernent pas seulement les banques, susceptibles de provoquer les défauts dans des circonstances de marché perturbées, pour éviter qu'une série de réactions en chaîne ne se déclenche dans les paiements. C'est pourquoi, en amont des principes d'intervention du prêteur en dernier ressort et de la réforme de l'assurance des dépôts, il faut conduire des politiques monétaires et orienter les changements de structures financières pour diminuer les risques de faillites. Lorsqu'elles se produisent néanmoins, il faut des dispositifs de surveillance et des procédures de résolution capables d'en circonscrire les effets externes. C'est donc l'ensemble des compétences et des moyens d'action des autorités monétaires qui doit être tourné vers la prévention du risque de système. Mais les compétences peuvent être réparties entre plusieurs instances.

80

Stabiliser les marchés

À la lumière de l'expérience d'une décennie, il est clair que la dynamique des prix d'actifs doit être un souci de la politique monétaire. Non seulement elle ne l'a pas été après le second choc pétrolier, mais on pourrait soutenir que les changements de cap brutaux de la politique monétaire ont aggravé les effets d'une déréglementation imprudente. Les gains en capital à court terme ont été délibérément favorisés, en même temps que le crédit à la consommation était désencadré. La relaxation des contraintes de liquidités pour les ménages a été faite, en même temps qu'on se lançait à corps perdu dans les privatisations et autres manœuvres boursières.

Tirer les leçons de ces désordres est d'une certaine manière revenir à l'esprit de Bagehot. Les autorités monétaires ont un rôle irremplaçable à jouer pour coordonner les anticipations privées. Il est de leur devoir de former leur propre jugement sur la plage des équilibres normaux qu'elles veulent voir se réaliser et d'en transmettre l'information aux marchés.

Dans les économies où les marchés de titres sont développés, la stabilité des taux d'intérêt à long terme désigne l'ancrage des anticipations. Parce que

les taux d'intérêt anglais sur les obligations perpétuelles ne sont pas sortis de la plage de 3 à 3,5 % pendant des décennies avant la Première Guerre mondiale, l'épargne a été abondante. La croyance dans la stabilité de l'ordre monétaire créait un horizon moyen et robuste d'une trentaine d'années pour les placements des agents privés, puisque cet horizon est égal à l'inverse du taux long sur les titres de première catégorie.

En créant un horizon stable pour les placements longs, on réduit drastiquement l'attraction du *short termism*. La recherche frénétique des plus-values à court terme et l'obsession d'éviter les pertes en capital perdraient leur attrait. Le *turn over* des stocks d'actifs, qui a tant contribué à l'effervescence financière, se réduirait dramatiquement.

Pour stabiliser l'horizon des prévisions à long terme, la politique monétaire doit se garder de toute règle mécanique et de toute polarisation sur un indicateur particulier, surtout s'il a été élevé au rang d'objectif intermédiaire. Les taux d'intérêt à long terme et les cours boursiers sont des indicateurs importants. En les confrontant à ceux qui expriment plus directement l'état de la conjoncture, la Banque centrale peut déceler les tensions en train de s'accumuler et évaluer la probabilité de voir l'économie dévier de la plage des équilibres normaux. En agissant très tôt pour corriger ces tensions, la politique monétaire peut réduire les distorsions dans l'évolution des prix des actifs financiers.

81

Etant donné l'ampleur des tensions accumulées, la tâche actuelle des autorités est de conduire la déflation financière d'une manière ordonnée pour ramener progressivement les taux d'intérêt à long terme dans une plage où ils pourront être compatibles avec la croissance potentielle. La manière dont la Banque du Japon gère le dénouement de la spéculation immobilière et boursière est un exemple de cette interaction avec les marchés. Elle essaie de casser brutalement la psychologie spéculative, tout en évitant une vague d'insolvabilité parmi les institutions financières. La remise en ordre de la structure des prix d'actifs apparaît comme le moyen d'éviter un endettement excessif, en étouffant les gains en capital qui permettent de lever des fonds à bon marché pour soutenir une accumulation incompatible avec la croissance potentielle des richesses réelles. C'est aussi pour les banques le moyen d'éviter le danger d'un changement brutal du régime du crédit, après que le surendettement des débiteurs ait fragilisé la structure de leurs bilans.

*Renforcer la surveillance
et le contrôle prudentiel*

L'action globale de la politique monétaire pour stabiliser les taux d'intérêt à long terme dans une plage compatible avec la croissance potentielle est sans doute la seule manière efficace d'inciter les intermédiaires financiers à prendre moins de risques dans un environnement concurrentiel. Mais un

filet de sécurité doit aussi pouvoir déceler à leur source les risques individuels porteurs d'externalités et doter le système financier des moyens de les absorber, sans répercussion globale néfaste sur les montants et les conditions du crédit et sans dysfonctionnement majeur des marchés.

La détection des risques demande un investissement considérable dans des instances de surveillance et dans leur coopération internationale. Ces instances n'ont pas besoin d'être logées au sein des Banques centrales. Mais elles doivent travailler en étroite collaboration avec ces dernières, pour identifier les cas qui requièrent une intervention du prêteur en dernier ressort et pour préparer au mieux les paramètres de cette intervention. Pour circonscrire les effets externes des défauts, ces instances de surveillance doivent aussi avoir des pouvoirs étendus en matière de résolution des faillites, ainsi qu'une liberté de jugement et de décision pour les exercer effectivement. Des cellules de crise, dans lesquelles les organismes de surveillance prudentielle, la Banque centrale, les organismes de tutelle des marchés centralisés, voire les associations représentatives des principaux teneurs de marché sont représentés, devraient être créées sur les places financières importantes qui n'en disposent pas. Le renforcement considérable du dispositif prudentiel actif est la conséquence logique de la globalisation financière et le moyen de la rendre viable. C'est une tâche dont la grande difficulté peut être illustrée par deux de ses aspects.

Une surveillance efficace doit reposer sur une évaluation précise et fidèle des positions des agents financiers qui peuvent être à l'origine des effets externes étendus. Pour atteindre cet objectif, il faudrait adopter le principe du contrôle consolidé. Pour le mettre en œuvre, il faut établir des critères normalisés d'évaluation et donner aux superviseurs des pouvoirs d'investigation qui dépassent les frontières des professions. Car, pour calculer les positions consolidées, il faut établir des équivalences en termes de risques entre des actifs de marché, des actifs investis dans des contrats de gré à gré, des positions hors bilan. Il faut aussi saisir l'exposition des banques à l'intérieur de groupes financiers pluri-institutionnels, dispersés géographiquement, opérant en plusieurs monnaies et comportant des unités diversement réglementées. Ces problèmes sont rarement posés, encore moins résolus à ce jour. Pourtant c'est l'application du principe consolidé, non pas les murailles de Chine entre les composantes d'un groupe, qui peut contenir la propagation des risques.

La résolution des faillites dépend de la qualité des évaluations faites par les superviseurs et de l'indépendance de l'autorité chargée de les prononcer et de les administrer. Les exemples récents, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ont montré à quel point le pourrissement des situations de défaut accroît le coût social des faillites. Le laxisme dans la résolution est une véritable incitation à l'irresponsabilité. Ainsi en maintenant en activité des banques

insolvables, la FDIC a-t-elle remplacé des actifs sans valeur par des liquidités, assurant ainsi *de facto* la totalité des dettes des banques. Lorsqu'elle se décidait enfin à les fermer, la FDIC prenait en charge les actifs et toutes les obligations de passif des banques faillies. Cela revient à assurer l'ensemble des créanciers. Une surveillance efficace et une intervention précoce, grâce à des techniques et des moyens permettant d'examiner beaucoup plus fréquemment la situation des banques, seraient, au contraire, une contribution significative pour alléger le fardeau de l'assurance des dépôts et pour éviter que le prêteur en dernier ressort ne soit l'otage des gestions privées incompétentes et indélicates.

Réformer l'assurance des dépôts

C'est une fonction qui est au cœur de la prévention du risque systémique. Elle serait protégée des dysfonctionnements auxquels son usage intensif a donné lieu aux Etats-Unis dans la décennie précédente, si elle s'inscrivait dans le filet de sécurité dont on a énoncé les principales dispositions.

L'assurance des dépôts est le siège d'un dilemme entre la prévention des effets externes provoqués par la fuite des dépôts et l'augmentation des risques pris par les banques du fait de l'assurance elle-même. En théorie, on montre que la garantie d'assurance des dépôts est une option de vente (*put option*). Cette option est achetée par les banques et émise par un organisme qui a, explicitement ou implicitement, la garantie de l'Etat. Elle est émise sur la valeur des actifs des banques. Elle donne droit pour les banques qui achètent ce contrat de « vendre » leurs dépôts à une valeur fixe à la date d'expiration de l'option, qui est la date prochaine d'examen de la situation financière de la banque par l'autorité de tutelle. La valeur fixe spécifiée par le contrat (*striking price*) est égale à la valeur des dépôts assurés à la date d'expiration. A ce moment-là, la valeur de la garantie des dépôts est égale soit à zéro si la banque est solvable, soit à l'excès de la valeur de ses dépôts sur celle de ses actifs si elle est insolvable.

L'intérêt de l'assimilation de la valeur de la garantie à celle d'une option est que l'on peut appliquer la théorie des prix d'option pour déterminer la valeur actuelle de la garantie de dépôts par une banque à n'importe quel moment compris entre deux dates d'examen par le superviseur. On peut alors démontrer que la valeur de la garantie dépend de trois variables. Elle est fonction décroissante du ratio de capitalisation de la banque. Elle est fonction croissante de la volatilité du rendement des actifs de la banque par unité de temps. Elle est fonction croissante de l'intervalle de temps entre le moment présent et la prochaine date d'examen de la banque.

Pour diminuer le coût social de l'assurance des dépôts, il faut réduire la valeur de la garantie. C'est justement ce que fait l'encadrement prudentiel renforcé dont on a voulu énoncer les lignes directrices. Des banques mieux

capitalisées, une surveillance plus fréquente et plus précise agissent favorablement sur deux des trois variables dont dépend la valeur de la garantie. On a vu, par ailleurs, que le degré d'exposition au risque dépend de la stabilité de l'environnement macro-économique qui influence la volatilité des rendements des actifs financiers. La réforme de l'assurance des dépôts proprement dite doit être conçue comme un moyen spécifique d'accroître l'incitation des banques à limiter leur prise de risque. On n'entrera pas ici dans les dispositions techniques envisageables. Indiquons seulement que la restructuration de l'assurance des dépôts concerne la tarification et la couverture.

La tarification en fonction d'une évaluation des risques pris par les banques a la faveur des économistes. Car la prime d'assurance forfaitaire a été une incitation à prendre des risques. Cependant, estimer un taux actuariel modulé sur le risque pour calculer la prime d'assurance, revient à évaluer la valeur d'option du fonds de garantie pour chaque banque individuelle. Or l'estimation des prix d'option est très délicate et dépend d'hypothèses contestables sur la distribution stochastique des rendements. Il se pourrait que si les banques connaissent la formule du calcul de la prime, elles soient incitées à accroître les risques sur leur portefeuille.

L'étendue de la couverture, au contraire, peut être un moyen efficace de faire porter une discipline de marché sur les banques. Encore faut-il être capable de définir le domaine des dépôts assurés de manière que le risque de système dans les paiements ne soit pas accru par une redéfinition du champ de la couverture. Des propositions ont été faites pour ne couvrir que les dépôts de petits montants et ceux qui sont les supports directs de moyens de paiements. Encore faut-il prévoir les moyens de prévenir le fractionnement des dépôts à terme par les gros déposants.

*Dépasser l'ambiguïté du prêteur
en dernier ressort*

Que l'action du prêteur en dernier ressort soit discrétionnaire découle de la nature du risque de système. Mais l'attitude des banquiers centraux contemporains est de vouloir cette action secrète. Pour diminuer l'aléa moral, la Banque centrale doit créer l'imprévisibilité sur l'éventualité de son intervention. Dans la pratique, les Banques centrales considèrent que cette imprévisibilité ne peut être effective que si les principes mêmes de l'action en dernier ressort sont dissimulés. Il y aurait ainsi une ambiguïté constructive.

Cette conception ne va pas sans problèmes sérieux. Si l'on a pu identifier comme *too big to fail* le principe directeur du prêteur en dernier ressort, c'est bien que l'ambiguïté s'est dissoute. Epreuve après épreuve, il a été possible aux agents qui observent la conduite du prêteur en dernier ressort de voir que ses interventions étaient de plus en plus prévisibles et de déterminer la

taille des bilans au-delà de laquelle l'intervention était certaine. Avec les crises de marché, il a été possible d'observer que le parapluie du prêteur en dernier ressort s'étendait à des non-banques à cause des répercussions de leurs faillites sur les banques. Il y a donc une dérive insidieuse qui aboutit à la négation de l'imprévisibilité recherchée.

Remarquons que cette ambiguïté constructive pour Bagehot concernait les situations, pas les principes de l'action. Celui-ci essayait de distinguer le plus clairement possible la liquidité et la solvabilité. Le principe définissant l'éligibilité à l'assistance du prêteur en dernier ressort était explicite et public. C'était la qualité des collatéraux à la valeur d'avant-crise dans un environnement qui préservait la stabilité des taux d'intérêt à long terme. Était discrétionnaire et imprévisible pour les agents privés, le jugement sur l'adéquation des situations au principe.

Nous ne pouvons aujourd'hui nous contenter de la distinction de Bagehot. Car nous savons que le risque de système est plus complexe. Il se repère par référence à des états macro-économiques, les équilibres normaux que la Banque centrale a pour mission de préserver. Tel est le principe à adopter. Nous avons montré que ce principe ne peut être appliqué que par la construction d'un filet de sécurité beaucoup plus robuste que celui qui était nécessaire dans l'économie de crédit intermédié. Deux lignes de défense se sont dégagées de l'analyse : une politique monétaire qui prend en charge la stabilité de l'horizon des prévisions des agents, un dispositif de surveillance et de résolution des faillites beaucoup plus performant que ce qui existe maintenant. Au sein de ce dispositif, l'aléa moral peut être mieux combattu en contractualisant la relation du prêteur en dernier ressort aux banques.

Des travaux récents cherchent, en effet, à définir les termes d'un contrat qui amènerait les banques à révéler l'information sur leur véritable situation. Ce contrat reviendrait à considérer les réserves obligatoires comme des collatéraux pour l'accès à une ligne de crédit du prêteur en dernier ressort : les réserves obligatoires élevées donnent droit à payer un taux bas en cas d'un besoin de liquidité d'urgence, les réserves obligatoires faibles seront sanctionnées par un coût très pénalisateur. Les banques devraient révéler leur situation financière en choisissant leur type de contrat.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M. et Brender A., Globalisation financière et risque de système, *Cahiers économiques et monétaires*, n° 37, Banque de France, 1991.
- Bagehot W., *Lombard Street*, reprint, Homewood III, Richard D. Irwin, 1962.
- Bernanke B., Bankruptcy, liquidity and recession, *American Economic Review*, may 1981.
- Bernanke B., Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, *Federal American Economic Review*, June 1983.
- Bordo M., « The leuder of last resort : alternative views and historial experience », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January-February 1990.
- BRI, Systèmes de paiements dans onze pays développés, mai 1989.
- BRI, Rapport du comité sur les systèmes de compensation interbancaires des Banques centrales des pays du Groupe des Dix, novembre 1990.
- Brimmer A., Central Banking and systemic risks in capital markets, *Journal of Economic Perspectives*, spring 1989.
- Cal M.L., Proposition pour une forme contractuelle de relations entre le prêteur en dernier ressort et les banques, Mimeo, mai 1991.
- Committee on Financial Markets, Functioning and regulation of securities markets : systemic risk in securities markets, OECD, April 1990.
- Corrigan E.G., Financial market structure : a longer view, 72nd annual report, *Federal Reserve Bank of New York*, 1986.
- Corrigan E.G., Balancing progressive change and caution in reforming the financial system, *Federal Reserve Bank of New York Quaterly Review*, vol. 16, summer 1991.
- Davis E.P., *Instability in the euromarkets and the economic theory of financial crisis*, *Bank of England Discussion Papers*, n° 43, October 1989.
- Diamond D.W. and Dybvig B.H., Bank runs, deposit insurance and liquidity, *Journal of Political Economy*, 91, June 1983.
- Eichengreen B. and Portes R., The anatomy of financial crises, in *Threats to international financial stability*, CEPR, Portes and Swoboda eds., Cambridge University Press, 1987.
- Folkerts Landau, Systemic financial risk in payments systems, *IMF Working Paper*, 310, July 1990.
- Fries S.M., Issues in the reform of deposit insurance and regulation of depository institutions, *IMF Working Paper*, n° 312, August 1990.
- Gendreau B., US deposit insurance reform, *World Financial Markets*, n° 1, 1991.
- Goodfriend M., Money, credit, banking and payments system policy, *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper*, 89-3, August 1989.

- Guttentag J. and Herring R., The lender of last resort function in an international context, *Essays in International Finance*, n° 151, Princeton, may 1983.
- Guttentag J. and Herring R., Disaster myopia in international banking, *Essays in International Finance*, n° 164, Princeton, sept. 1986.
- Humphrey D., Lender of last resort : the concept in history, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, march-april 1989.
- Humphrey D., *The US payment system : efficiency, risk and the role of the Federal Reserve*, Kluwer Academic Publishers, 1990.
- Keeley M.C., Deposit insurance, risk and market power in banking, *American Economic Review*, december 1990.
- Kindleberger C.P., *Manias, panics and crashes*, Basic Books, 1978.
- Lamfalussy A., Globalization of financial markets : international supervisory and regulatory issues, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, january 1989.
- Mankiw G., The allocation of credit and financial collapse, *Quarterly Journal of Economics*, august 1986.
- Merton R.C., an analytical derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees, *Journal of Banking and Finance*, vol. 1, 1977.
- Patat J.P., Les autorités financières face à l'instabilité et aux nouveaux risques du système financier, *Revue d'Economie politique*, septembre-octobre 1988.
- Sayers R.S., *Central Banking after Bagehot*, Oxford University Press, 1987.
- Schwartz A.J., The lender of last resort and the federal safety net, *Journal of Financial Services Research*, september 1987.
- Solow R.M., On the lender of last resort, in *Financial Crises : Theory, history and policy*, Kindleberger and Laffargue eds., Cambridge University Press, 1982.
- White L.J., The reform of Federal Deposit Insurance, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, 1989.
- Wojnilower A.M., The central role of credit crunches in recent financial history, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 1980.

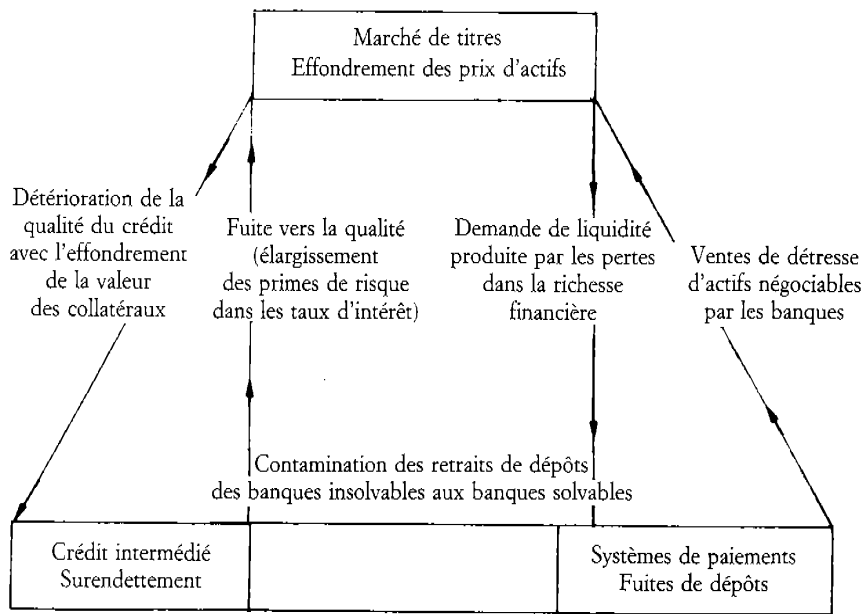
Tableau

UN SYNOPSIS DU RISQUE DE SYSTÈME

Secteurs financiers	Sources de l'incertitude	Rationalité individuelle	Processus initiateurs	Dynamiques de propagation
Marchés de titres	Valeurs fondamentales inconnues ou incomprises	Anticipation croisée des opérateurs sur les prix futurs mimétisme	Dynamique divergente des prix d'actifs parce que détachée des valeurs fondamentales	Bulles spéculatives Effondrement imprévisible des prix d'actifs Transmission entre marchés
Crédit intermédié	Inconséquence temporelle, aléa moral externalité dans la relation créancier/débiteur	Aveuglement au désastre Myopie intrinsèque	Surendettement Fragilité financière Insolvabilité dans les banques	Etranglement du crédit Paralyse de l'intermédiation par augmentation brutale des coûts
Systèmes paiements	Doutes sur la convertibilité des moyens de paiements au pair	Préférence pour la liquidité et pour les actifs sans risque	Fuite des dépôts Défauts de règlement dans les paiements interbancaires	Paniques bancaires Contraction de l'offre de monnaie Augmentation des coûts de transaction

Graphique

PROCESSUS AUTO-RENFORÇANTS ENTRE DOMAINES PORTEURS DE RISQUE DE SYSTÈME



Étranglement du crédit
(rationnement quantitatif indiscriminé des emprunteurs privés)