

SESSION 3 (TABLE RONDE)

Globalisation financière, croissance et prix d'actifs

Président :	Arnout H. E. M. WELLINK, Président, De Nederlandsche Bank	95
Panélistes :	Alan BOLLARD, Gouverneur, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	97
	Arvind KRISHNAMURTHY, Professeur de Finance, Kellogg School of Management — Northwestern University	101
	Yaga Venugopal REDDY, Gouverneur, Banque de réserve d'Inde	105
	Hélène REY, Professeur, London Business School	110
	Martin WOLF, Éditorialiste associé et rédacteur en chef économique, The Financial Times, Londres	112

Arnout H. E. M. WELLINK

Président

De Nederlandsche Bank

Globalisation financière et innovation financière

J'ai été chargé de présider cette table ronde à laquelle participent d'éminents intervenants qui vont discuter de « la globalisation financière, de la croissance et des prix des actifs ». Je me réjouis de constater que les intervenants, grâce à leurs différents domaines d'expertise, seront à même d'éclairer ce sujet à travers une diversité de points de vue.

Avant de leur donner la parole, je souhaiterais évoquer un certain nombre de points. La globalisation financière, aussi positive soit-elle, comporte son lot de risques et de défis. La phase récente de globalisation financière, qui a débuté au milieu des années quatre-vingt, est apparue comme un catalyseur de l'innovation financière. Nous avons assisté à l'ouverture des frontières pour les banques et d'autres acteurs de marché. En conséquence, les marchés mondiaux de capitaux sont devenus plus profonds et plus diversifiés, et les produits financiers sont devenus plus complexes. En réponse à ces évolutions, tant les autorités de surveillance que le secteur lui-même ont dû adapter leurs structures réglementaires. À cet égard, le dispositif Bâle II est, par nature, flexible du fait de son approche fondée sur les risques. Toutefois, les enseignements tirés des perturbations se précisant, il pourrait être nécessaire de procéder à un réglage fin de certains paramètres de Bâle II.

Comme pour rendre plus intéressante encore la tâche des banquiers centraux, la globalisation financière a modifié l'environnement de la politique monétaire avec le développement des flux financiers transfrontières et le transfert du risque entre différentes juridictions. Face à ces évolutions, les banquiers centraux ont également arrêté un certain nombre de mesures pour adapter leurs stratégies de soutien aux marchés de capitaux et à la stabilité des prix. Pour citer un exemple récent, les actions collectives des banques centrales visant à faciliter la fourniture de liquidité sur les marchés monétaires à court terme ont constitué une initiative importante en ce sens.

Mais dans quelle mesure l'intensification de la globalisation financière influence-t-elle l'efficacité et la stabilité des prix des actifs et les performances économiques en général ?

Globalisation financière, croissance et prix des actifs

Ces dernières années, alors que la globalisation financière et l'approfondissement des marchés de capitaux acquéraient un rôle de premier plan, l'environnement macroéconomique s'est stabilisé. L'inflation mondiale a été contenue, dans un contexte de moindre volatilité de la croissance économique, des taux de change et des taux d'intérêt, conduisant à ce qu'on a nommé la « grande modération »¹. Ces facteurs ont contribué à l'amélioration du sentiment des marchés. La liquidité semblait abondante et cette perception a eu une grande influence sur le comportement des investisseurs et sur leur tolérance au risque, qui s'est accrue avec la quête de rendement. Des catégories alternatives d'actifs ont commencé à recevoir des injections massives de liquidité. L'immobilier, les produits de crédit à haut risque, le capital-investissement et l'art, par exemple, ont vu leurs prix considérablement augmenter, ce qui a accru le potentiel de bulles financières. On a également assisté à un important développement des flux de capitaux, tant à destination qu'en provenance des marchés émergents. Au cours des cinq dernières années, les entrées de capitaux enregistrées par ces marchés ont été multipliées par six, suscitant des difficultés pour de nombreuses économies.

Cet environnement a contribué à une nouvelle tendance en matière d'innovation financière, principalement au travers de la titrisation et d'une modification de la stratégie bancaire en faveur du modèle de transfert des risques «*originate-to-distribute*». Ce modèle a permis aux banques d'initier des prêts, de mettre en commun les risques de crédit et de les céder à des investisseurs. La titrisation des prêts hypothécaires est devenue une plate-forme importante pour le modèle «*originate-to-distribute*». À l'origine, un problème apparu sur le marché immobilier aux

¹ Dans un discours prononcé en 2004, Ben Bernanke a déclaré que les modifications structurelles entraînées par des marchés de capitaux plus profonds, une politique monétaire plus stable et une dose de chance comptaient parmi les explications de la « grande modération » (le recul de la volatilité de l'économie ces dernières années).

États-Unis s'est rapidement propagé au-delà des frontières et à d'autres segments des marchés de capitaux, en particulier là où le risque de crédit avait été transféré mais pas exclusivement. Une incertitude généralisée subsiste en ce qui concerne les pertes sur les produits titrisés (de 250 à 600 milliards de dollars), le rôle des notations de crédits, les éventuels effets de contagion à d'autres institutions financières (dont les assureurs *monoline*) et les conséquences globales des turbulences financières sur la croissance économique mondiale. Les évolutions récentes aux États-Unis et sur les marchés de capitaux étrangers suscitent une profusion d'examen et d'analyses.

Les autorités de régulation et de surveillance, les banques centrales, les conseils de normes comptables, les agences de notation et les universitaires s'efforcent de tirer des leçons de la crise. Pour faciliter et coordonner ces efforts, le Forum de stabilité financière, par exemple, a créé un groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions. Ce groupe a analysé les causes des perturbations observées sur les marchés et propose des orientations pour renforcer la résilience du système financier. Les résultats du rapport seront disponibles en avril 2008.

La qualité de la globalisation financière à son importance

Si les marchés restent fragmentés, on ne pourra pas pleinement bénéficier des avantages de la globalisation financière. Par conséquent, il est probablement nécessaire d'agir de façon plus concertée pour améliorer la qualité de la globalisation. Permettez-moi d'évoquer quelques enseignements tirés des récentes perturbations financières.

- Premièrement, je voudrais souligner qu'un excès de confiance dans la *gestion du risque* est souvent un terrain propice aux difficultés financières. L'excès de confiance constaté sur l'ensemble des marchés mondiaux a contribué à des hypothèses trop optimistes s'agissant des conditions de liquidité sur le marché et a conduit à trop s'en remettre aux agences de notation.

- Deuxièmement, par le passé, la *gestion du risque de liquidité* n'était pas la préoccupation principale. La plupart des améliorations de la gestion du risque

de liquidité ont été conçues sur mesure pour chaque pays. Aujourd'hui, il existe un consensus au sein des autorités de supervision et du secteur bancaire sur la nécessité d'améliorer la gestion du risque de liquidité pour tenir compte des conséquences d'un système financier globalisé et du développement rapide de l'innovation financière.

- Troisièmement, le modèle "*originate-to-distribute*" a montré quelques insuffisances : les incitations non optimales dans la chaîne d'initiation, d'acquisition et de distribution des prêts ont entraîné une évaluation médiocre des risques, reposant sur l'hypothèse d'un transfert rapide du risque de crédit par le biais de la titrisation. Une autre faiblesse importante réside dans l'insuffisance des informations concernant les produits et la qualité des actifs sous-jacents. De plus, la dépendance du modèle envers la liquidité de marché l'a rendu extrêmement vulnérable.

- Quatrièmement, les événements récents ont induit des modifications dans la mise en œuvre de la *politique monétaire via* les opérations *d'open market*. Les banques centrales du G 10 ont agi de façon coordonnée pour ramener les taux du marché monétaire aux niveaux souhaités.

- Enfin, sur la base de l'expérience propre à la banque centrale néerlandaise, je dois ajouter que la combinaison des rôles de *banque centrale* et *superviseur* a déterminé une structure de communication interne efficace et une bonne interaction avec le secteur financier à l'occasion des événements récents.

Questions nécessitant un suivi

En conclusion, le rythme des évolutions financières s'est accéléré avec la globalisation financière. Par conséquent, nous devons rester exceptionnellement vigilants et flexibles pour faire face aux dynamiques défavorables qui pourraient menacer la stabilité financière ou économique. De mon point de vue, les évolutions qui doivent être suivies avec attention sont le renforcement de la gestion du risque et la mise en œuvre de Bâle II. Il existe d'autres questions intéressantes à suivre comme le rôle des fonds souverains dans un contexte de globalisation des marchés de capitaux. Je gage que les intervenants vont approfondir ces questions ainsi que d'autres sujets intéressants dans les heures qui viennent.

Alan BOLLARD**Gouverneur**

Banque de réserve de Nouvelle-Zélande

Pour les responsables de la politique économique de la plupart des petites économies ouvertes, deux prix d'actifs présentent un intérêt particulier. Il s'agit des prix des logements et du taux de change. Au cours des dix dernières années, l'excès d'épargne mondiale, le recul des taux d'intérêt et la quête du rendement ont entraîné une appréciation des taux de change dans de nombreuses petites économies ouvertes telles que l'Australie et la Nouvelle-Zélande et ont également alimenté la forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans de nombreux pays. Les évolutions récentes sur les marchés mondiaux devraient continuer d'avoir des répercussions sur les marchés du logement et les taux de change, et être à l'origine de nouveaux défis sur les fronts de la politique monétaire et de la stabilité financière.

L'expérience de la décennie écoulée est aujourd'hui assurément familière. Le recul des taux d'intérêt a été amplifié par la « grande modération » de la volatilité macroéconomique apparente de la plupart des économies. Les investisseurs sont devenus plus enclins à accepter le risque, en partie dans un souci de maintien des rendements dans un contexte de recul de la rémunération des placements sans risque, et en partie parce que les risques semblaient s'être réduits.

Du point de vue de la politique monétaire, la dernière décennie a mis en lumière certains des défis auxquels nous sommes confrontés en essayant de mener une politique indépendante dans un monde interdépendant. En définissant une cible d'inflation, ainsi que le font de nombreuses petites économies ouvertes, nous fixons un taux directeur domestique, qui a une influence sur la situation monétaire du pays. Mais celle-ci dépend également de l'évolution des taux d'intérêt dans le reste du monde. Les évolutions des taux d'intérêt au niveau mondial concordent parfois avec l'orientation de la politique monétaire nationale et la confortent. À d'autres moments, elles sont en déphasage et peuvent aller à son encontre, réduisant l'incidence de la politique monétaire et sans doute son efficacité.

À divers moments au cours des dix dernières années, la politique monétaire en Nouvelle-Zélande et dans certaines autres petites économies ouvertes a dû faire face à des taux d'intérêt mondiaux d'un niveau

nettement inférieur à ce que la situation économique nationale pouvait justifier. Les institutions financières dans ces pays ont pu avoir accès à des financements moins onéreux que ceux qu'elles auraient pu obtenir sur le marché domestique, leurs taux de change se sont appréciés pour atteindre des niveaux inconfortables sous l'effet du *carry trade* (portage en devises) et certains marchés d'actifs, comme celui de l'immobilier résidentiel, ont connu un vif essor en raison de taux d'intérêt effectifs plus faibles que ne l'auraient nécessité les paramètres internes.

Une composante importante des entrées de capitaux en Nouvelle-Zélande a pris la forme d'émissions par des institutions internationales de grand renom comme la Banque mondiale de titres à taux fixe libellés en dollars néo-zélandais à l'intention des investisseurs individuels internationaux (il s'agit d'une innovation financière, bien que déjà relativement ancienne). La volonté de ces investisseurs de prendre des risques en dollars néo-zélandais alors que cette devise atteignait des niveaux élevés a soutenu le cours de change et a maintenu les taux d'intérêt à court terme à un niveau légèrement inférieur à celui auquel ils se seraient situés autrement. Cette combinaison de conditions monétaires était loin d'être idéale à un moment où les tensions inflationnistes se concentraient essentiellement dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme le marché du logement. L'éventualité de conséquences néfastes pour le secteur exposé de l'économie doit être prise au sérieux. En Nouvelle-Zélande, d'importants travaux de recherche ont été réalisés, mis en évidence par un certain nombre d'études figurant sur notre site internet, quant à la question de savoir si des mesures réglementaires supplémentaires ou d'autres politiques auraient pu contribuer à un meilleur *policy mix* pour répondre aux tensions inflationnistes sous-jacentes. Personne ne s'étonnera d'apprendre que nous n'avons pas trouvé à ce jour de solution miracle.

Outre les investisseurs individuels, on observe également la présence d'institutions telles que les *hedge funds* participant au portage des fonds empruntés sur des marchés à faible rendement pour être investis sur des marchés comme celui de la Nouvelle-Zélande. Une question sans réponse porte sur le point de savoir si ces *hedge funds* fournissent

réellement un complément de liquidité de marché aux petites économies ou plutôt s'ils la ponctionnent, en particulier en période de tensions. Le rôle que ces fonds peuvent jouer au moment crucial où un taux de change surévalué commence à s'ajuster pour revenir à un niveau plus normal est également confus. Déterminer si les *hedge funds* favorisent le processus d'ajustement, ou s'ils le rendent plus brutal et plus coûteux, est sujet à débat.

Le marché de l'immobilier résidentiel a affiché un remarquable dynamisme dans de nombreux pays au cours de la dernière décennie. La vigueur de ce marché est souvent allée de pair avec des dépenses de consommation soutenues. La Nouvelle-Zélande en est un des meilleurs exemples. Les prix du logement, rapportés au revenu, se sont fortement accrus ces cinq dernières années. Les taux d'intérêt à long terme ayant récemment augmenté en Nouvelle-Zélande, et l'activité sur le marché immobilier s'étant ralentie, le niveau élevé des prix du logement est apparu de plus en plus insoutenable.

Selon une interprétation des cycles du logement récents, une surabondance de capitaux a alimenté la baisse des taux d'intérêt et exercé des tensions sur les prix de l'immobilier résidentiel, entraînant une dynamique procyclique pour certaines économies. Lorsque les résidences changent de propriétaire et s'accompagnent de crédits hypothécaires de plus en plus lourds, le cédant, qui extrait du *cash*, peut souvent choisir de dépenser les fonds, ce qui a favorisé le maintien d'une demande très robuste en Nouvelle-Zélande pendant plusieurs années et semble avoir également soutenu les dépenses de consommation.

Avec les évolutions récentes sur les marchés mondiaux de capitaux, il semble que nous soyons entrés dans une ère nouvelle et les autorités font face à de nouveaux défis sur les fronts de la politique monétaire et de la stabilité financière. Nous ne faisons que commencer à comprendre ce qui provoque le passage de la recherche du rendement et de la prise de risque à une aversion au risque importante. L'existence d'investisseurs enclins à s'engager et une forte appétence pour le risque semblent avoir encouragé d'importantes innovations financières et la création d'une nouvelle gamme d'instruments financiers, dont certains ont fini par se révéler beaucoup plus risqués qu'ils ne le paraissaient au début. Une grande partie de cette activité était concentrée aux États-Unis.

La création de ces instruments a fait intervenir les éléments suivants, simplement mentionnés ici, mais qui pourraient mériter une étude et une analyse plus approfondies dans les années à venir.

- Initiation de crédits de nature plus risquée. Un bon exemple est fourni par la dette assortie de conventions de crédit (*covenants*) que les sociétés de capital-investissement ont pu contracter jusqu'en 2007, et par la forte accélération des crédits hypothécaires aux États-Unis, qui n'aurait pu se produire auparavant.
- Externalisation de l'initiation et titrisation du prêt définitif, qui sont toutes deux susceptibles de susciter un aléa moral.
- Mutualisation du risque et hypothèses de corrélation qui reposaient sur des données passées mais ne se révélaient pas toujours exactes.
- Existence de garanties de crédit, souvent apportées par les assureurs dits *monoline*.
- Utilisation par les institutions financières de conduits d'émission pour développer la création de crédits et la détention d'avoirs au-delà des contraintes de bilan habituelles.
- Une approche relativement laxiste du risque de liquidité, avec l'hypothèse implicite que le financement sur le marché interbancaire n'était pas risqué, comme dans le cas de *Northern Rock*, par exemple.

Ces événements ont des conséquences importantes pour les petites économies ouvertes, y compris la Nouvelle-Zélande, l'Australie et les économies de Scandinavie et d'Europe de l'Est, qui dépendent fortement des marchés internationaux de capitaux. La plupart de ces pays n'ont pas été directement affectés par les problèmes imputables aux innovations complexes décrites précédemment. En Nouvelle-Zélande, par exemple, nous n'avons pas véritablement observé de développement des instruments financiers complexes qui sont au centre des problèmes financiers actuels des États-Unis. Toutefois, en tant qu'emprunteur net et en tant qu'intervenant sur les marchés internationaux, la Nouvelle-Zélande est certainement affectée par les fortes variations des taux d'intérêt, des *spreads* et des taux de change résultant des évolutions récentes. Nous assistons actuellement à une hausse des coûts de financement sur les marchés mondiaux pour des raisons qui ne sont en grande partie pas de notre fait.

Nous devons actuellement faire face à une situation contrastée en ce qui concerne les taux d'intérêt mondiaux. D'une part, un assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et dans certains autres pays exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à moyen et à long termes. Pour les petites économies qui, comme la Nouvelle-Zélande et l'Australie, sont actuellement confrontées à des tensions inflationnistes relativement fortes, cela devrait normalement compliquer la tâche incombant à la politique monétaire. D'autre part, la hausse des *spreads* de crédit accroît réellement le coût effectif des financements pour nombre de nos institutions financières et de nos entreprises qui se financent par le biais des marchés internationaux de capitaux. Ainsi sommes-nous véritablement confrontés à de grandes difficultés lorsqu'il s'agit d'évaluer dans quelle mesure l'orientation de notre politique et la situation internationale vont affecter l'activité économique domestique et l'inflation dans les mois à venir.

En dépit d'une aversion au risque accrue au niveau mondial, il n'est pas encore certain que le *carry trade* ait disparu. Nous avons encore observé des émissions relativement importantes en dollars néo-zélandais ces derniers mois, par exemple sous forme d'obligations Uridashi. Le dollar néo-zélandais demeure à des niveaux relativement élevés et a enregistré récemment vis-à-vis du dollar des États-Unis un niveau record depuis le début du régime de changes flottants, bien que ce mouvement traduise principalement la faiblesse de la monnaie américaine. Toutefois, comme on pouvait s'y attendre, la volatilité du taux de change a dernièrement été élevée et la trajectoire probable de ce taux dans les prochains mois est peut-être entourée de davantage d'incertitude qu'à l'accoutumée.

Avec la hausse des coûts de financement pour les banques, les taux des prêts hypothécaires ont augmenté récemment en Nouvelle-Zélande et en Australie, ainsi que dans un certain nombre d'autres petites économies. Cela se produit à un moment où le marché de l'immobilier résidentiel en Nouvelle-Zélande se ralentit déjà sous l'effet du durcissement antérieur de la politique monétaire. Nous prévoyons que le ralentissement du secteur immobilier prendra la forme d'un atterrissage en douceur, mais il existe un risque manifeste que la décélération soit plus prononcée. L'histoire nous montre que ces deux scénarios ne sont pas moins

réalistes l'un que l'autre. À l'évidence, l'évolution des taux d'intérêt mondiaux aura une incidence sur la sphère réelle, compte tenu de l'influence de ces taux sur les coûts de financement des banques.

Bien sûr, la politique monétaire n'est pas notre unique centre d'intérêt. Les évolutions des marchés mondiaux de capitaux ont également d'importantes ramifications affectant la stabilité du système financier dans les petites économies ouvertes. Dans nombre de ces pays, dont la Nouvelle-Zélande et l'Australie, les banques sont des emprunteurs nets sur les marchés internationaux. Les événements récents ont mis en lumière certains risques et une vulnérabilité dont les institutions et les contrôleurs bancaires doivent garantir qu'ils sont correctement gérés. Nous avons toujours évoqué ces risques, mais ils sont devenus plus prégnants. Nos institutions doivent être à même de faire face à de fortes variations du coût de financement sur le marché mondial. Mais comme nous l'avons observé en juillet l'année dernière, nous devons également envisager que les financements internationaux puissent ne plus être aussi facilement disponibles que nous avons peut-être l'habitude de le penser. Les stratégies en matière de gestion de la liquidité sur les marchés de capitaux et la gestion du financement par les établissements financiers sont deux domaines susceptibles de faire l'objet d'une très grande attention de la part des autorités dans de nombreux pays au cours des prochains mois.

En particulier, je remarque qu'une analyse opportune et très complète des questions relatives à la liquidité a été présentée dans un numéro spécial de la *Revue de la stabilité financière* par la Banque de France en février. En Nouvelle-Zélande, nous étions également pleinement conscients des risques de liquidité qui se sont manifestés lors des événements récents. Les banques ont joué un rôle d'intermédiation de premier plan s'agissant des mouvements de capitaux vers la Nouvelle-Zélande (et l'Australie) et ont massivement fait appel à des flux de capitaux à court terme afin de réduire les coûts de financement. Nous souhaitons examiner si les vulnérabilités que cela pourrait créer ont été correctement évaluées et gérées, en remarquant que certains coûts afférents aux événements de liquidité constituent probablement des externalités qui pourraient en dernier ressort être supportées par d'autres acteurs en Nouvelle-Zélande.

La défaillance des marchés de prêts à court terme est un défi spécifique auquel nous pourrions être confrontés si la stabilité financière continuait de se détériorer de façon marquée dans une ou plusieurs des principales économies avancées. Il y aurait certainement aussi d'autres effets de contagion. De même que la transmission des problèmes du marché des *subprime* aux assureurs *monoline*, et semble-t-il à d'autres marchés, nombre de ces répercussions

pourraient nous surprendre. Toutefois, la probabilité qu'une détérioration de la stabilité financière n'entraîne une intensification de l'aversion au risque semble importante. Pour des pays qui sont, comme la Nouvelle-Zélande, fortement emprunteurs à l'étranger, cela pourrait clairement avoir une incidence sur le coût des financements et/ou sur l'accès aux financements sur certains compartiments des marchés internationaux de capitaux.

Arvind KRISHNAMURTHY**Professeur de Finance***Kellogg School of Management – Northwestern University*

Je vous remercie de m'avoir invité à participer à cette table ronde afin d'exposer mes vues sur la mondialisation et la stabilité financière. Je consacrerai l'essentiel de mon intervention au lien entre innovation financière et stabilité.

La principale thèse que je développerai aujourd'hui est la suivante : alors qu'elle favorise le bien-être à long terme, une innovation financière connaît souvent entre-temps un parcours chaotique. À l'aide de quelques exemples historiques, à commencer par la crise actuelle, je ferai valoir que les crises financières sont souvent associées à la prolifération rapide d'une innovation financière. Je mettrai en évidence le fait que l'incertitude constitue le lien essentiel entre innovation et crises et j'expliquerai de quelle manière. Je montrerai ensuite que la situation actuelle, et notamment la mondialisation, incite fortement à l'innovation financière. En conclusion, je ferai part de certaines réflexions sur les enseignements que peuvent tirer les responsables des politiques économiques de ces observations ¹.

L'incertitude au sens de Knight et les crises

Les turbulences actuelles sur les marchés de capitaux constituent un bon point de départ pour illustrer mes arguments. Le changement sans doute le plus important survenu ces cinq dernières années dans l'environnement financier concerne les produits de crédit complexes : *collateralised debt obligations* (CDO), *collateralised loan obligations* (CLO) et produits apparentés. En raison de la prolifération rapide de ces instruments, les intervenants de marché n'ont à cet égard qu'une expérience limitée et, lorsque les défaillances sur les prêts hypothécaires *subprime* se sont produites l'année dernière, nombre d'entre eux ont été pris au dépourvu. Ils se sont rendu compte qu'ils n'appréhendaient pas correctement leurs investissements et n'ont pas su comment réagir. Un exemple flagrant à cet égard est celui des pertes subies par les prêts hypothécaires *subprime* notés AAA.

Dans cette situation d'incertitude, la réponse naturelle des investisseurs est de se désengager et de se remettre à la recherche du type de modèle à utiliser. Pendant

ce temps, ils prennent des décisions pour se protéger de l'incertitude qu'ils ne comprennent pas.

À ce stade, je voudrais apporter une précision sur l'utilisation très spécifique que je fais du mot « incertitude ». En économie, une longue tradition, qui remonte à Frank Knight, distingue l'incertitude (les risques inconnus et non mesurables) et le risque (qui est quantifiable et mesurable). Confronté à l'incertitude, le comportement humain vise à en minimiser les effets, c'est-à-dire à se désengager de ce qui crée l'incertitude. En revanche, face au risque, les agents ajustent correctement leurs décisions et leurs stratégies de fixation des prix afin d'en tenir compte et le secteur financier se spécialise dans la gestion du risque mesurable. En fait, outre la réponse comportementale face à l'incertitude, je pense qu'il est intrinsèquement difficile pour un organisme financier d'y faire face.

Si l'incertitude avait concerné seulement les crédits hypothécaires *subprime*, compte tenu de la taille relativement modeste de ce compartiment, le système financier aurait pu facilement absorber ces pertes. Toutefois, les investisseurs ont commencé à s'interroger sur la valorisation de la multitude d'autres produits de crédit, pas simplement hypothécaires, qui avaient été structurés de la même manière que les investissements *subprime*. En conséquence, l'incertitude a gagné l'ensemble du marché du crédit.

Pour comprendre comment l'incertitude peut entraîner une pénurie de liquidité, il peut être utile de recourir à une analogie. Prenons le jeu des chaises musicales. Les règles sont les suivantes : il y a toujours un enfant en surnombre par rapport aux chaises, les enfants tournent autour de celles-ci jusqu'à ce que la musique s'arrête et, à ce moment-là, un enfant se retrouve privé de chaise. Supposons maintenant que les enfants ne comprennent pas bien ces règles, car il s'agit d'un nouveau jeu, et que chacun d'entre eux est convaincu d'être celui qui sera éliminé. La situation peut devenir chaotique : les enfants peuvent se mettre à s'emparer des chaises, à courir en sens inverse, à refuser de jouer, etc. ². Voilà ce que l'incertitude provoque.

¹ Pour ces idées, on trouvera une référence académique dans "Collective risk management in a flight to quality episode", co-écrit avec Ricardo Caballero et à paraître dans le *Journal of Finance*. Mes idées sont aussi nourries de mes discussions avec Ricardo, qui ne doit pas être tenu pour responsable des éventuelles imperfections de mon exposé.

² Pour une analyse plus détaillée de ce point, cf. l'article intitulé « Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit » dans la *Revue de la stabilité financière de la Banque de France*, numéro spécial Liquidité (février 2008)

Lors de la crise du crédit, l'incertitude a conduit chacun des acteurs à prendre des décisions reposant sur les scénarios les plus pessimistes. Les opérateurs disposant de liquidité sont restés en dehors du marché ou s'en sont brusquement retirés. Certains intervenants se sont demandé si leurs contreparties n'avaient pas occulté des pertes sur leurs livres et ont cessé d'effectuer des transactions. D'autres ont thésaurisé leurs liquidités car ils étaient certains de subir un choc extrême. Mais pour fonctionner, les marchés de capitaux ont besoin d'intervenants et de leur liquidité. Lorsque de nombreux acteurs se désengagent en raison de l'incertitude, la fourniture effective de liquidité au système financier se contracte. Les acteurs qui ont besoin de liquidité ne peuvent en obtenir et les marchés deviennent illiquides. Les événements du dernier semestre ont montré que l'illiquidité peut entraîner des conséquences macroéconomiques considérables.

À cet égard, il convient de noter l'importance de l'absence de perspective historique. Si les opérateurs de marché disposaient de données sur longue période permettant de comprendre les événements, nous nous serions retrouvés dans une situation de risque mais pas d'incertitude au sens de Knight. Dans ce cas, la dynamique de la crise aurait peut-être été beaucoup moins grave.

Innovation financière

Examinons donc le rôle de l'innovation financière : comme je l'exposerai, la crise récente constitue un exemple d'un phénomène plus général associé à celle-ci. Une innovation financière réussie est un produit qui répond à la demande du marché et se trouve donc largement adoptée, comme dans le cas des *subprime*. Mais les intervenants de marché ne disposent pas de données sur longue période et sont pris au dépourvu par certaines évolutions. Il est facile de comprendre comment peut alors survenir une crise provoquée par l'incertitude.

Permettez-moi de développer ce point et de vous présenter trois exemples historiques.

Commençons par la défaillance en 1970 de *Penn Central Railroad*, qui a porté sur 82 millions de dollars de billets de trésorerie bénéficiant d'une notation de premier ordre. Le marché de ces instruments n'était pas aussi mature qu'il l'est aujourd'hui. Il s'était rapidement développé dans les années soixante afin de répondre aux besoins croissants de financement

des entreprises. Toutefois, les notations n'étaient pas très au point et les facilités de liquidité de soutien, qui sont pratique courante aujourd'hui, n'existaient pas. Lorsque la défaillance s'est produite, les investisseurs sur le marché monétaire ont pris peur et ont commencé à réévaluer leurs modèles de crédit et de notation. Ils se sont désengagés, cessant complètement leurs achats de billets de trésorerie. Le Système fédéral de réserve a dû intervenir et inciter les banques à en acheter pour que le marché revienne à la normale.

En 1997, les événements se sont déroulés très différemment : *Mercury Finance* (un autre emprunteur de billets de trésorerie) a fait défaut sur 500 millions de dollars de billets de trésorerie. Cette défaillance était beaucoup plus importante en termes réels que celle de *Penn Central* et a également pris le marché au dépourvu. Mais, contrairement au cas *Penn Central*, elle n'a pas eu de répercussions sur le compartiment des billets de trésorerie car il s'est rapidement avéré qu'elle était imputable à une comptabilité frauduleuse de *Mercury Finance*. L'élément d'incertitude, qui avait été si important en 1970, n'existait plus.

Un autre exemple permettant d'illustrer ce point est le krach boursier du 19 octobre 1987. L'innovation en cause concernait les stratégies d'assurance de portefeuille, c'est-à-dire la réplification informatisée des options de vente. Ces stratégies étaient devenues de plus en plus répandues parmi les investisseurs au cours de cette période. Mais personne ne connaissait leur étendue et personne ne savait comment les marchés de capitaux s'équilibreraient en leur présence. La rapidité de la baisse du marché le 19 octobre a pris tous les acteurs au dépourvu. Les teneurs de marché ont élargi leurs fourchettes de cotation et d'autres intervenants majeurs se sont complètement désengagés du marché, d'où un manque de liquidité. Les ventes informatisées s'effectuant dans un marché illiquide ont encore entraîné les prix à la baisse et ont aggravé la situation, qui a dégénéré en krach boursier.

Mon dernier exemple concerne la crise des *hedge funds* ou fonds spéculatifs à l'automne 1998, époque à laquelle ces instruments constituaient encore un véhicule financier relativement nouveau et opaque. Les actifs qu'ils géraient étaient passés de 10 milliards de dollars environ en 1991 à 80 milliards en 1997, ce qui représente encore un montant largement inférieur aux billions de dollars gérés à l'heure actuelle. À l'automne 1998, même des intervenants de marché sophistiqués comme *Long-Term Capital Management*

ont été pris au dépourvu par la corrélation absolue de l'évolution de nombreux écarts de rendement sur obligations. Les écarts de rendement des emprunts publics russes, les écarts de rendement brésiliens et les écarts de rendement sur les obligations du Trésor américain évoluaient de conserve d'une manière sans précédent. Les modèles standards de gestion du risque utilisés jusqu'alors n'étaient plus applicables. Par conséquent, les intervenants de marché ont cherché de nouveaux modèles et ont pris des décisions fondées sur les scénarios les plus pessimistes. Nous savons maintenant que les *hedge funds* avaient adopté des stratégies comparables et avaient investi dans des catégories d'actifs similaires, ce qui expliquait ces corrélations³. Mais à ce moment, les *hedge funds* ne le savaient pas et les banques créditrices ne le comprenaient certainement pas. Cette incertitude a donc débouché sur l'illiquidité et la crise.

Dans chacun de ces cas, l'innovation financière a finalement été absorbée par le marché. Une fois que les opérateurs ont compris ce qui pouvait se produire, ils en ont tenu compte dans leur prise de décision. Lors de la défaillance de *Mercury Finance* en 1997, l'épisode *Penn Central* était connu et le marché n'a enregistré que de légères perturbations. De la même façon, lors du mini-krach d'octobre 1989, les opérateurs connaissaient les techniques d'assurance de portefeuille et il n'y a pas eu de crise boursière. Il est intéressant de noter que cette pratique, ainsi que d'autres stratégies de négociation informatisées et sophistiquées, sont tout à fait courantes de nos jours. À l'heure actuelle, contrairement à ce qui se passait en 1998, les opérateurs comprennent que les prix des actifs doivent évoluer de façon corrélée lors des périodes d'illiquidité. Les créanciers connaissent le risque impliqué par des prêts à des *hedge funds*. Alors qu'en 1998, ces derniers étaient encore des véhicules financiers nouveaux, les pertes importantes enregistrées par le *hedge fund Amaranth* en 2006 n'ont pratiquement pas eu de répercussions sur les marchés de capitaux.

Les analyses *a posteriori* sont bien évidemment faciles et tel n'est pas mon objectif. Ce que ces exemples démontrent, c'est qu'une dynamique de crise est probable lorsqu'un événement inattendu se produit. Il s'agit d'une évolution naturelle. L'enseignement que nous pouvons en tirer, c'est que les événements

inattendus se produisent plus souvent avec les innovations financières récentes. Une fois écoulé un certain temps, les décisions du marché intègrent mieux ces événements dans leur espace d'information. C'est à ce moment-là seulement que l'innovation est absorbée par le marché.

Mondialisation et demande d'actifs

J'ai parlé jusqu'à présent du lien entre l'innovation et les crises. J'aimerais à présent aborder un aspect plus spéculatif mais certainement très important. La demande d'actifs financiers des économies développées progresse actuellement de façon sensible au niveau mondial. Cette tendance a été commentée par de nombreux participants ici présents et a attiré l'attention de nombreux universitaires et responsables monétaires de renom. Nous comprenons que cette demande joue un rôle dans les flux internationaux de capitaux ainsi que dans le faible niveau des taux d'intérêt réels au niveau mondial.

Cette tendance est également importante pour l'innovation financière. Une augmentation de la demande d'actifs sera satisfaite par une augmentation de l'offre d'actifs. Celle-ci ne peut s'ajuster que de deux façons : soit le secteur réel opère des investissements et produit plus d'actifs réels, soit le secteur financier fonctionne à partir du stock existant d'actifs réels et élabore de nouveaux actifs financiers. C'est cette seconde force qui est importante pour l'innovation financière. Je considère que l'élaboration de produits de crédit au cours des cinq dernières années est imputable en partie à l'augmentation de la demande d'actifs.

Enseignements pour les politiques économiques

Il semble que cette hausse de la demande d'actifs et ce développement de l'innovation financière seront durables. Les dernières innovations concernaient les produits de crédit, les prochaines concerneront des produits différents. Permettez-moi pour conclure de vous faire part de certaines réflexions sur les enseignements qu'il convient d'en tirer.

En premier lieu, nous devons reconnaître d'une certaine façon les limites posées à l'action des autorités. La nouveauté de l'innovation financière, à l'origine de l'incertitude du marché, pose également

³ Des événements comparables se sont produits en août 2007 avec les fonds *Quant* : nombre d'entre eux avaient des stratégies similaires, mais aucun des intervenants de marché n'avait pris conscience de l'ampleur des similitudes. Toutefois, en analysant le comportement des prix des actifs à la lumière de la crise de 1998, les gestionnaires de fonds ont rapidement compris la situation et la crise a été d'ampleur relativement limitée.

problème aux autorités, qui sont dans le même bateau que les intervenants de marché. Elles ne peuvent pas savoir (et ne sauront pas) de quelle façon les événements peuvent mal tourner.

Il est toutefois possible de tirer des enseignements et d'identifier au préalable les sources de problèmes, en se concentrant, comme je l'ai suggéré, sur l'innovation financière. Je pense que la complexité est également source de problèmes. La dynamique de l'incertitude trouve son origine dans le manque d'information. Il est donc important de bien appréhender les sources potentielles de difficultés et de créer des situations où l'information est partagée entre les intervenants de marché.

En deuxième lieu, lors d'une crise liée à l'incertitude, les banques centrales peuvent représenter la seule

source de certitude. Une politique crédible de prêteur en dernier ressort peut atténuer les effets d'une crise. La politique monétaire peut donc jouer un rôle important en permettant de réduire l'inquiétude liée aux résultats les plus pessimistes. La stratégie des banques centrales vise avant tout à « donner de la certitude » aux agents et la moindre ambiguïté à cet égard est préjudiciable. Je pense qu'il est important que les banques centrales affinent leur arsenal d'instruments de prêteurs en dernier ressort et les déploient de façon claire à l'occasion d'une crise.

Comme je l'ai dit au début de mon intervention, l'innovation entraîne des bénéfices à long terme mais à court terme, le parcours est chaotique. Le suivi prudent de l'innovation financière consiste à tirer parti de ses avantages tout en limitant les inévitables coûts induits par l'instabilité à court terme.

Yaga Venugopal REDDY**Gouverneur***Banque de réserve d'Inde*

Je remercie la Banque de France de m'avoir offert l'opportunité de participer au Symposium international consacré au thème *Globalisation, inflation et politique monétaire*. Je me propose de présenter certains aspects de l'expérience indienne dans ce domaine avant de conclure en évoquant brièvement quelques pistes de réflexions que m'inspirent les récentes évolutions mondiales.

Les réformes du secteur financier

En Inde, les réformes visant à améliorer l'efficacité et la solidité du secteur financier ont été entreprises dès le début du cycle de réformes entamé en 1991, anticipant d'une certaine façon les gains qui résulteraient de la flexibilité ainsi obtenue sur les marchés de produits et de facteurs. Toutefois, le processus de renforcement du fonctionnement des institutions financières en termes de cadre prudentiel, d'efficacité opérationnelle et de régimes de réglementation et de surveillance a été progressif. Il a également été calibré en fonction des évolutions du marché monétaire, des marchés de change, du marché des titres publics et du marché boursier. Dans le même temps, le rythme et le contenu des réformes dans les secteurs bancaire et financier et dans le secteur extérieur sont étroitement corrélés avec les progrès des réformes dans le secteur non financier et dans le domaine budgétaire ainsi que dans l'ensemble du secteur public, sachant notamment que le secteur bancaire indien est dominé par le secteur public. Nos efforts pour aligner le secteur financier sur les meilleures pratiques mondiales prennent en compte les progrès réalisés au niveau de la politique publique s'agissant d'alignements similaires effectués dans des domaines liés : flexibilité de l'économie réelle, bonne santé budgétaire et normes de gouvernance globale.

Dans le contexte indien, la Banque de réserve d'Inde accorde actuellement une importance considérable à la stabilité des prix et à la stabilité financière, tout en conservant son double objectif de croissance et de stabilité. La population pauvre ne profite généralement des avantages d'une forte croissance qu'après un certain temps alors que les hausses de prix l'affectent immédiatement. En outre, nous sommes conscients de la capacité limitée des démunis à supporter les risques susceptibles d'apparaître dans l'économie

réelle du fait des évolutions dans le secteur financier, en l'absence de mécanismes de sécurité sociale et de filet de sécurité public.

Permettez-moi de vous donner deux exemples de l'importance particulière accordée à la stabilité s'agissant des institutions financières et des marchés de capitaux. Premièrement, le noyau de l'activité bancaire, notamment la base constituée par les dépôts des particuliers et les crédits, est maintenu tout en développant progressivement la pratique d'une banque universelle diversifiée. Deuxièmement, en ce qui concerne les marchés de capitaux, compte tenu de la persistance, malgré un ralentissement, d'un ratio élevé de dette publique cumulée (c'est-à-dire la dette au niveau fédéral et au niveau des provinces) par rapport au PIB, soit un taux supérieur à 70 %, conjugué aux niveaux actuels des déficits budgétaires, la quasi-totalité de la dette souveraine, essentiellement à taux fixe, est libellée en monnaie nationale et détenue presque entièrement par des résidents. Une petite partie est accessible aux investisseurs institutionnels étrangers et aux agences multilatérales/bilatérales. Parallèlement, le marché des titres publics est bien développé et ouvre la voie à une évolution saine d'un marché des obligations privées en pleine expansion.

La libéralisation du compte de capital

La libéralisation du compte de capital est intervenue de manière progressive, une distinction étant effectuée entre les ménages, les entreprises et les intermédiaires financiers, et s'est accompagnée d'une hiérarchisation des préférences dans les mouvements de capitaux. Les marchés boursiers sont davantage libéralisés que les marchés obligataires. L'expérience a montré que les investissements en actions, notamment en termes d'investissements directs étrangers, peuvent apporter des avantages collatéraux tels qu'un savoir-faire technologique et organisationnel. Il existe, par conséquent, une politique d'ouverture considérable en ce qui concerne les actions qui va de pair avec une gestion active de la dette extérieure.

Alors que la politique reconnaît sans hésitation les bénéfices de la libéralisation des échanges, en ce qui concerne la gestion du compte de capital,

elle évalue en permanence les risques et les avantages en se fondant sur les évolutions au plan intérieur et sur les conditions au niveau mondial. Par conséquent, le processus de libéralisation du compte de capital tient compte du rythme des évolutions concomitantes du secteur financier domestique, de la santé budgétaire et de la flexibilité dans le secteur non financier.

La gestion du compte de capital

On peut soutenir que, de même que les « fonds de stabilisation » prennent en charge les chocs affectant le compte de transactions courantes, la gestion du compte de capital et les interventions sur les marchés se justifient pour réguler les chocs identifiables qui concernent le compte de capital.

S'attacher au suivi du développement et du degré de sophistication du marché des capitaux permettrait d'atténuer, sans aucun doute, le défi représenté par les mouvements de capitaux à moyen terme. Toutefois, il est important d'admettre que la maturation des marchés prend du temps. Dès lors, les mouvements de capitaux doivent parfois être gérés à court terme par le biais d'autres instruments, tout en continuant à œuvrer au développement des marchés financiers.

Dans un contexte caractérisé par des entrées de capitaux importantes, un accroissement de la capacité d'absorption de l'économie pourrait constituer un facteur modérateur. Il est toutefois peu aisé de développer cette capacité à court terme et il s'avère dans tous les cas très difficile de la calibrer, sachant que les mouvements de capitaux peuvent se révéler volatils. De plus, en ce qui concerne les économies de marché émergentes, le niveau de déficit du compte de transactions courantes généralement considéré comme soutenable par les marchés de capitaux mondiaux peut être inférieur au volume même des entrées de capitaux dans ces économies.

Certains font valoir que pour gérer l'augmentation des entrées de capitaux, la bonne solution consisterait à encourager les flux sortants. Même si cette approche présente quelque intérêt, la libéralisation des sorties de capitaux n'est sans doute pas d'une grande utilité à court terme, dans la mesure où elle s'accompagne généralement d'entrées de capitaux plus importantes. Par conséquent, une telle politique doit être associée à d'autres mesures susceptibles de contribuer à gérer les flux de manière efficace.

La mise en œuvre d'un processus calibré de libéralisation du compte de capital, associé à des développements dans d'autres secteurs, nécessite que plusieurs questions soient traitées s'agissant de la gestion des mouvements de capitaux à court terme. Il s'agit de savoir :

- si les mouvements de capitaux sont jugés importants et irréguliers ;
- si on les considère comme temporaires ;
- quelles sont les limites à l'efficacité des interventions si les variations du taux de change sont unidirectionnelles ;
- quelle est l'ampleur souhaitable de la stérilisation, compte tenu des coûts et des instruments disponibles ;
- et surtout, quelle est l'incidence probable de l'orientation de politique monétaire correspondante et des mesures de procédure sur les anticipations de taux de change.

Naturellement, la gestion de la politique monétaire, du taux de change et des réserves est complexifiée dans le contexte du « trilemme » bien connu, notamment dans l'environnement international actuel.

La politique monétaire

La politique monétaire reconnaît l'importance croissante des facteurs internationaux mais les évolutions sur le plan intérieur jouent un rôle prépondérant. Les mutations structurelles en cours et l'importance persistante du secteur public dans le secteur financier ainsi que la prédominance des taux d'intérêt administrés rend, sans aucun doute, la tâche particulièrement complexe aux autorités monétaires. Même si la Banque de réserve d'Inde a toujours eu un double mandat, elle a mis en place avec succès, ces dernières années, une limite de tolérance fixée à 5 % pour l'inflation globale. Le resserrement de la politique monétaire a été entamé en octobre 2004 et sept relèvements successifs de 0,25 % du taux des pensions sont intervenus jusqu'en mars 2007, pour réagir aux premiers signes d'une éventuelle surchauffe au cours de cette période. Afin de faire face aux défis représentés par l'excédent de liquidité dû à la forte augmentation des flux de capitaux, le coefficient de réserves obligatoires des banques

a été augmenté à dix reprises depuis septembre 2004, soit de 300 points de base au total. Actuellement, la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie au niveau mondial ainsi que les turbulences sur les marchés financiers posent d'importantes difficultés aux autorités monétaires qui doivent donner lieu à des réponses appropriées.

La surveillance des banques

Ces dernières années, reflétant en partie la vigueur de l'économie, la croissance du crédit a été très dynamique, notamment dans certains compartiments, et les prix des actifs ont fortement augmenté. La Banque de réserve d'Inde a clairement indiqué que, même si elle n'a pas de regard sur les valorisations de marché, elle souhaite sensibiliser le système bancaire aux risques potentiels d'une escalade rapide des prix. Parmi les actions entreprises dans ce sens depuis décembre 2004 figure une hausse des pondérations attachées aux risques s'agissant des prêts au logement et des secteurs sensibles comme l'immobilier commercial et de l'exposition aux marchés de capitaux. De plus, depuis novembre 2005, les exigences en termes de provision pour les concours normaux, à l'exception de ceux consentis à l'agriculture et aux PME, ont été renforcées, et celles concernant les secteurs sensibles ont été plus nettement durcies. Diverses mesures de procédure et de persuasion, ainsi que des processus de surveillance prudentielle ont également été appliqués à certaines banques afin de les sensibiliser sur ce sujet. En particulier, la Banque de réserve d'Inde a fait part à de nombreuses reprises, lors de la phase d'expansion du crédit, de ses préoccupations concernant la qualité du crédit, le recours des banques à des ressources autres que les dépôts pour financer leurs actifs, les quotités de financement préoccupantes et leur dépendance excessive à l'égard des dépôts de gros montants. Sa démarche s'est accompagnée d'interactions avec certaines banques, si nécessaire. En conséquence, la croissance globale du crédit, de même que les concours consentis aux secteurs sensibles ont ralenti depuis. La Banque de réserve d'Inde a invité fermement les banques à surveiller également avec attention les positions de change non couvertes de leur clientèle d'entreprises.

Compte tenu de la tendance de certaines banques à utiliser des sociétés financières non bancaires comme conduits pour mobiliser des ressources,

entraînant ainsi des arbitrages réglementaires sources de tensions, des limites ont été imposées aux expositions directes et indirectes et la transparence a été exigée dans leurs relations avec les banques. De plus, un processus de surveillance prudentielle a été mis en œuvre à l'égard de quelques banques qui avaient accru trop rapidement leurs expositions figurant hors bilan, afin de garantir une surveillance dans de bonnes conditions.

En ce qui concerne les produits financiers complexes, le marché du crédit structuré est encore très limité. Les titres adossés à des créances hypothécaires et les titres adossés à des actifs sont en vogue mais, compte tenu des pratiques différentes en usage sur les marchés et des préoccupations liées à la comptabilisation, à la valorisation et aux exigences de fonds propres relatives à ces produits, la Banque de réserve d'Inde a fixé, en février 2006, des lignes directrices concernant la titrisation des actifs classiques. La possibilité d'introduire en Inde des dérivés de crédit, des contrats à terme sur devises et sur taux d'intérêt en modifiant certaines caractéristiques est activement étudiée et de larges consultations avec les intervenants de marché sont actuellement en cours.

Une réglementation axée sur la liquidité

La liquidité globale est gérée de façon active dans le système par la Banque de réserve d'Inde, essentiellement par le biais de la facilité d'ajustement de la liquidité (*liquidity adjustment facility*), sur une base quotidienne, ainsi que par la stérilisation effectuée par le biais de différents instruments.

Tout en prescrivant des directives prudentielles pour la gestion actif-passif des banques, qui disposent d'une certaine flexibilité pour définir leurs propres stratégies de gestion du risque dans le cadre d'une décision du directoire, sous réserve du respect de limites réglementaires applicables aux asymétries d'échéance concernant le court terme, la Banque de réserve d'Inde a également pris des initiatives pour atténuer les risques au niveau du système.

La Banque de réserve d'Inde a reconnu, à un stade précoce, qu'il y avait des risques à permettre à toutes les catégories d'établissements d'accéder aux fonds sur le marché des opérations en blanc au jour le jour et a donc limité cet accès aux banques et aux *primary dealers*.

À l'instar d'autres autorités de contrôle, la Banque de réserve d'Inde a publié des directives relatives à la gestion actif-passif pour traiter les décalages entre l'actif et le passif. Dans la mesure où une dépendance excessive à l'égard des emprunts au jour le jour pourrait entraîner des problèmes systémiques, des limites prudentielles relatives à la richesse nette ont été édictées pour les prêts et les emprunts sur le marché de l'argent au jour le jour, s'ajoutant ainsi à celles s'appliquant aux engagements interbancaires.

Les directives relatives à la titrisation des actifs classiques ont défini des règles détaillées concernant la fourniture d'une couverture de liquidité aux véhicules *ad hoc*. Elles permettent, entre autres, l'octroi d'une facilité de liquidité par le cédant ou par un tiers, permettant d'atténuer les problèmes de délai rencontrés par le véhicule *ad hoc* entre la réception des flux de trésorerie provenant des actifs sous-jacents et les paiements à effectuer auprès des investisseurs. La facilité de liquidité est soumise à certaines conditions pour s'assurer que la couverture de liquidité était seulement provisoire et n'est utilisée que pour faire face à des déséquilibres de trésorerie et absorber les pertes. Tout engagement à fournir une telle facilité de liquidité doit être enregistré comme un poste de hors-bilan et il lui est attribué un facteur d'équivalent-crédit de 100 % ainsi qu'une pondération du risque de 100 %.

Quelques pistes de réflexion

En gardant à l'esprit l'expérience indienne et les récentes évolutions au plan mondial, je me permets de vous soumettre quelques réflexions. Premièrement, la globalisation a sans doute contribué à diminuer les tensions inflationnistes. Il serait intéressant de se demander si la mondialisation des échanges commerciaux a davantage contribué à ce processus que la mondialisation financière, ou s'il s'agit d'un effet cumulé. L'industrie manufacturière chinoise et, dans une certaine mesure, le secteur des services indien ont bel et bien contribué à la diminution des tensions inflationnistes, tandis que les tensions à la hausse qui se sont exercées plus récemment sur les prix des produits alimentaires et des carburants ne militent guère en faveur d'un rôle important de la finance au regard de celui des échanges commerciaux. L'incidence du recours intensif aux instruments dérivés de matières premières sur les prix du pétrole et des produits alimentaires demeure indéterminée.

De plus, comme le montrent la Chine et peut-être l'Inde, les principaux pays ayant contribué à la modération des prix jusqu'à présent, sous l'effet de l'intégration mondiale, sont demeurés relativement moins ouverts s'agissant du compte de capital et ont un secteur financier peu intégré.

Deuxièmement, l'existence d'un lien entre l'ouverture du compte de capital et la croissance économique n'est pas totalement confirmée par l'expérience des deux plus importants marchés émergents, mais elle n'est pas non plus entièrement réfutée. Compte tenu des observations limitées dont on dispose jusqu'à présent, il est également utile d'étudier la relation entre l'évolution des prix des actifs et l'intégration financière par rapport à l'intégration commerciale. Dans tous les cas, l'hypothèse selon laquelle la régulation du compte de capital suscite des sentiments négatifs sur le marché des capitaux n'est pas pleinement corroborée jusqu'à présent par les exemples des deux pays précités, qui enregistrent des entrées de capitaux importantes. Cela montre la nécessité d'accorder plus de poids aux fondamentaux macroéconomiques qu'au degré d'ouverture du compte de capital.

Troisièmement, les récentes perturbations affectant les marchés de capitaux et les institutions financières et la nécessité d'avoir des réponses harmonisées et coordonnées de la part des politiques publiques montrent l'importance des politiques budgétaires et monétaires contracycliques. Peut-on dire qu'une harmonisation similaire entre la politique monétaire et les politiques prudentielles pourrait être utile dans le cadre des mesures contracycliques ?

Quatrièmement, s'agissant de la réglementation et du contrôle des banques, il est utile d'étudier si le statut spécial des banques dans le système financier et la nécessité d'une coordination active entre les régulateurs/contrôleurs doivent être réaffirmés. De plus, dans la plupart des sociétés, les citoyens souhaitent disposer d'un ensemble d'institutions dans lesquelles la sécurité quasi-totale des fonds est garantie, et ces institutions sont traditionnellement les banques. Dès lors, si le concept d'attente raisonnable vis-à-vis des politiques publiques est accepté s'agissant des banques (comme le montre l'expérience de *Northern Rock*), la prépondérance des intérêts des déposants ressort au premier plan. Au vu de cela, une réévaluation des modèles de transfert des risques (*originate-to-distribute*),

des postes du hors-bilan et des besoins de liquidité des banques s'impose probablement. De plus, le débat relatif à l'innovation financière et à la réglementation doit être considéré sous l'angle de l'importance potentielle et systématique de ces innovations, parallèlement à l'examen de la capacité de les placer de manière efficace sous le parapluie réglementaire. Dans le cadre de la conduite des activités bancaires, il peut également être utile d'examiner le degré d'importance des risques de réputation par rapport au passé.

Cinquièmement, en comparaison des échanges de biens, les externalités prévalent davantage en ce qui concerne le secteur financier, notamment le secteur bancaire. Dès lors, il est essentiel de disposer d'une réglementation, qui tend à être nationale. Toutefois, les flux financiers sont rapides grâce à la technologie moderne et peuvent s'avérer importants. Or, à l'échelle mondiale, il devient extrêmement difficile d'identifier ou de mettre en œuvre les règles d'origine concernant ces flux. À cet égard, le champ d'action et les limites d'une harmonisation à la fois convaincante et opposable des réglementations bancaires au niveau mondial doivent être évalués sans relâche afin que les régulateurs nationaux intègrent de façon appropriée dans leurs dispositifs réglementaires les exigences requises au niveau mondial et les obligations nationales liées aux attentes raisonnables des citoyens qui devraient réagir la politique publique.

Sixièmement, des défis simultanés, de différentes natures, se posent actuellement à la conduite de la politique monétaire en raison des perturbations financières récentes. Ces défis ont trait aux changements soudains et importants affectant la politique monétaire des grandes économies, aux réajustements majeurs des taux de change sur une courte période et à des tensions inflationnistes sans précédent liées aux prix des produits alimentaires et de l'énergie. Ces défis justifient la mise en œuvre de moyens de coopération importants et innovants entre les banquiers centraux.

Enfin, d'un point de vue purement théorique, il peut être utile d'étudier les questions relatives à la coordination des politiques au niveau international, notamment des considérations tenant à la politique économique, en termes d'interactions entre les gouvernements et le secteur financier qui peuvent avoir été influencées non seulement par l'importance croissante de la finance mais également par les liens transfrontières entre les flux financiers. Les débats récents autour de *Northern Rock*, des fonds d'investissement souverains et des innovations financières vont au-delà des questions de réglementation et sont symptomatiques de cette problématique plus large. Si je me souviens bien, le Professeur McKinnon et le Professeur Jagdish Bhagwati, notamment, ont évoqué certains de ces aspects il y a quelques années.

Hélène REY

Professeur

London Business School

La mondialisation a constitué un des thèmes centraux de ce colloque et de cette table ronde. Et la mondialisation de la crise des *subprime* américaines dans des turbulences financières internationales, à la dynamique encore largement incertaine, est un des aspects les plus surprenants des événements actuels sur les marchés de capitaux. J'aimerais vous faire part de quelques idées, dont certaines sont à l'état de conjectures, concernant la diffusion de cette crise et la nature actuelle de sa dynamique.

Plutôt que de rester dans les généralités, j'aborderai trois dysfonctionnements spécifiques des marchés financiers, que j'ai choisis parce qu'ils me semblent jouer un rôle important dans la dynamique actuelle. Ils concernent, respectivement, le modèle de transfert des risques au sein du système financier (*originate-to-distribute model*), le marché des *swaps* de défaut (*credit default swaps* – CDS) et la règle comptable de la valorisation au prix du marché.

Le modèle *originate-to-distribute*, qui consiste à titriser les prêts accordés, à les regrouper, puis à les découper et les revendre à d'autres intervenants de marché, comporte certains avantages, notamment la diversification des risques. Nous avons effectivement constaté que certains risques américains s'étaient retrouvés dans des bilans allemands, ce qui prouve que cela a fonctionné. Mais ce modèle comporte également des inconvénients. Selon des études récentes, la titrisation diminue fortement l'incitation à la sélection et au suivi des prêts, ce qui a un impact significatif sur le plan quantitatif. Les tranches de risques étant regroupées et vendues, la mondialisation du risque a augmenté, au même titre que la mondialisation des doutes sur la valeur des actifs, qui a de plus en plus affecté les bilans de différentes institutions financières dans différents pays.

J'en arrive au deuxième dysfonctionnement, que j'associerai au marché des CDS. Il s'agit d'un marché sur lequel les intervenants peuvent échanger des contrats pour couvrir le risque de défaillance sur une obligation qu'ils détiennent. Avec la mondialisation des doutes, la perte de confiance a également atteint ce marché et les *spreads* se sont creusés. Par conséquent, les investisseurs exigent un rendement plus élevé sur les titres émis, disons par une banque,

ce qui entraînera une augmentation du coût du capital qui l'empêchera de lever autant de fonds qu'elle le souhaiterait ou qui risquera de retarder cette opération. Elle doit donc trouver d'autres sources de financement : elle peut, par exemple, entrer en concurrence sur le marché des dépôts, mais d'autres banques en font autant au même moment, ce qui ne facilite pas les choses. Elle peut également lever des fonds propres, comme nous l'avons parfois constaté, mais cela a un coût.

Tout cela implique que le bilan de la banque pourrait se dégrader davantage et, par conséquent, s'engager dans un cercle vicieux. Les *spreads* des CDS risquent de se creuser encore. Pour couronner le tout, une agence de notation pourrait envisager de détériorer la notation de la banque à ce moment, sur la base d'une analyse rétrospective classique, rendant la dynamique encore plus perverse.

Ce scénario est-il purement théorique? Un simple exemple venu du Nord vous prouvera le contraire. Les principales banques islandaises, dont les CDS se négociaient avec un *spread* de 30 points de base en juillet 2007, les voient se négocier actuellement avec un *spread* proche de 700 points de base. Il est donc devenu coûteux d'assurer la dette contractée par ces banques, ce qui accroît certainement le coût de leur capital. Il est intéressant de noter que ces banques n'étaient pas exposées, ou très peu, à la crise des *subprime*. Les prix des CDS semblent donc avoir leur propre vie sur ces marchés et ils se déconnectent progressivement des fondamentaux.

Par conséquent, certaines de ces banques diffèrent la levée de capitaux et l'émission de dette. Pour combien de temps ? Tout dépend de la solidité de leur bilan. Il s'agit là d'un cercle vicieux classique : les *spreads* des CDS se creusent, les investisseurs exigent des rendements plus élevés, le coût du capital augmente, le bilan se détériore et les *spreads* des CDS se creusent davantage. Tous les experts réunis ici sont familiarisés avec ce genre de mécanisme. Nous en connaissons de nombreux exemples et nous adorons les modéliser. Pour établir un parallèle provocateur, je dirais que nous avons déjà observé le même genre de cercle vicieux dans les cas classiques de crise d'endettement : la perte de confiance dans

la dette publique s'accompagne d'une hausse de la prime de risque, le coût de la dette augmente, la charge budgétaire s'alourdit et la perte de confiance s'accroît. Nous connaissons bien ce scénario, qui est assez vicieux car il implique généralement des modèles à équilibres multiples ou du moins constitués de forts éléments auto-réalisateurs. Je me risquerai même à avancer que la situation du secteur bancaire en 2008 pourrait être comparée à celle du Brésil en 2002. Dans ce type de scénario, la littérature économique s'attache à la façon de choisir l'équilibre correct si la crise comporte des éléments auto-réalisateurs.

Si nous examinons notre comportement dans le cas d'une crise d'endettement, nous constatons que le rôle du FMI est fondamental. Son intervention peut réussir ou échouer ; cela dépend de plusieurs facteurs, comme l'ampleur des mesures prises et sa capacité à convaincre le marché que les fondamentaux sont solides, afin que les intervenants coordonnent réellement leurs actions en fonction du bon équilibre. Si nous poussons davantage la comparaison avec la situation actuelle, ce genre d'intervention bancaire est clairement à l'œuvre et les injections de liquidités sont les bienvenues. La diminution du taux directeur peut être utile, même s'il n'est pas évident que cela affecte beaucoup le taux de marché à cinq ans, qui concerne l'essentiel du marché des CDS. Les banques touchées par ce genre d'effet sur le bilan ont également la possibilité de lever davantage de capitaux. C'est là qu'interviennent des questions passionnantes relatives aux montants que peuvent fournir les fonds d'investissement souverains, ainsi que des préoccupations d'ordre géopolitique, que je n'aborderai pas ici.

Mais à l'évidence, ces stratégies doivent s'accompagner d'une discussion sur la solidité des bilans. Il s'agit donc de convaincre le marché de la qualité des actifs, tout comme il a fallu le convaincre que les fondamentaux du Brésil étaient solides. C'est là que nous sommes confrontés à un troisième dysfonctionnement de marché, qui concerne la règle comptable de la valorisation au prix du marché. En période de difficultés, elle ne me paraît pas judicieuse, car elle amplifie le problème de bilan. Dans une étude intéressante, Plantin (*London Business School*), Shin (Princeton) et Sapra (Chicago) montrent l'existence d'un véritable arbitrage entre l'utilisation de la

comptabilité historique traditionnelle et la comptabilité au prix du marché. Nous savons que la première a créé des problèmes par le passé : les actifs du bilan risquent de se retrouver vidés de leur substance pendant un moment, d'où l'adoption du principe de la valorisation au prix du marché. En revanche, selon l'étude, cette valorisation introduit un risque artificiel qui détériore la valeur informative des prix. Ainsi, en période de difficultés, la liquidité se tarit et les prix des actifs intègrent beaucoup de bruit. Selon le modèle théorique, ce bruit est plus désastreux pour les créances à long terme, peu liquides, de la tranche senior, qui se trouvent généralement au bilan des sociétés d'assurance et de certaines banques. Il semble donc évident que la valorisation au prix du marché est à l'origine d'un problème et d'un mécanisme d'amplification des turbulences actuelles.

J'effectuerai une deuxième comparaison en forme de provocation : que se serait-il passé si, lors de la crise de la dette de 1982, les actifs avaient été valorisés au prix du marché ? Nous n'utilisons pas alors ces règles comptables. De nombreuses personnes ici présentes en savent plus sur cette crise que moi-même, mais à ma connaissance, les neuf grandes banques financières de New York avaient à l'époque une exposition globale à la dette souveraine de l'Amérique latine qui avoisinait 250 % de leurs fonds propres. On peut imaginer ce qui se serait produit, lorsque certains pays ont cessé leurs remboursements, s'il y avait eu un marché et si la valorisation de ces actifs au prix du marché n'avait pas été supérieure à 60 centimes de leur valeur en dollar. Il est très probable qu'elle aurait été inférieure à 50 centimes et que toutes ces banques auraient fait faillite. Le mécanisme d'amplification que peut entraîner ce genre de valorisation est redoutable ! On peut objecter que les intervenants ne se seraient peut-être pas mis dans de telles situations, mais je suis sceptique.

En conclusion, comme Claude Bébéar l'a formulé très récemment : « Ce n'est pas parce que votre voisin vend sa maison pour une bouchée de pain que la vôtre ne vaut pas plus, dès lors que vous n'avez pas besoin de la vendre ». Le problème est que les pertes comptables des banques doivent être comblées avec du capital physique, même s'il ne s'agit pas de pertes économiques. Combinée avec les éléments auto-réalisateurs dont j'ai déjà parlé précédemment, la valorisation au prix du marché amplifie la crise.

Martin WOLF

Éditorialiste associé et rédacteur en chef économique

The Financial Times, Londres

Houston, nous avons un problème ! Depuis maintenant trois décennies, nous chantons les louanges d'un système financier libéralisé, et que nous a-t-il apporté en retour ? Une crise financière massive après l'autre. Ce n'est pas pour autant que la libéralisation financière ne présente aucun avantage. Elle a de toute évidence rendu extraordinairement riches un grand nombre de personnes. Il se pourrait bien qu'elle ait également exercé une incidence favorable sur l'économie. À cet égard, le constat semble néanmoins plus nuancé. Quoi qu'il en soit, il ne peut guère y avoir de doutes sur un point : les crises ont été fréquentes et coûteuses, notamment pour l'homme de la rue. Les coûts budgétaires en ont été particulièrement préoccupants. Gerard Caprio et Daniela Klingebiel ont réuni des informations sur les 117 crises bancaires systémiques (c'est-à-dire ayant entraîné un assèchement partiel ou total des fonds propres des banques) qui ont frappé 93 pays (la moitié du monde) depuis la fin des années soixante-dix. Dans le cas de 27 des crises pour lesquelles ils ont été en mesure d'obtenir des données, le coût budgétaire du sauvetage du système bancaire a représenté 10 % du PIB, ou plus, parfois même beaucoup plus¹.

Il n'y a pas de quoi pavoiser. Un optimiste comme moi pouvait toutefois penser que la réglementation s'améliorait, que la gestion des institutions financières gagnait en expertise et que la gestion des risques devenait plus ingénieuse, ou du moins l'espérer. Surtout, il pouvait croire que les systèmes financiers les plus avancés du monde, en particulier ceux des États-Unis, étaient la terre promise de la nouvelle finance sophistiquée axée sur les transactions.

J'ai même écrit un texte sur le « nouveau capitalisme financier » juste avant le déclenchement de la crise². J'y exposais que nous observons actuellement « le triomphe du mondial sur le local, du spéculateur sur le gestionnaire et du financier sur le producteur. Nous assistons à la transformation du capitalisme managérial de la deuxième moitié du 20^{ème} siècle en capitalisme financier global. Avant tout, le secteur financier, qui avait été fortement contraint après la crise des années trente, se retrouve une fois de plus sans entraves ». Toutefois, en conclusion, j'indiquais que : « Notre meilleur des mondes capitalistes présente de

nombreuses similitudes avec celui du début du siècle dernier. Mais, à de nombreux égards, il l'a largement dépassé. Il crée des occasions excitantes, mais il n'a pas encore été réellement mis à l'épreuve ».

La mise à l'épreuve est intervenue avec une remarquable rapidité. C'est la raison pour laquelle la crise la plus récente, celle des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) assortie d'un gel du crédit, est, à mon sens, de loin la plus grave de ces trente dernières années. Elle pourrait également s'avérer la plus coûteuse, en termes absolus, simplement parce que son épice se trouve aux États-Unis (même si elle ne sera certainement pas la plus coûteuse rapportée au PIB).

Pourquoi cette crise est-elle aussi grave ? Elle met à l'épreuve le système financier le plus évolué dont nous disposons. Elle émane du cœur du système financier le plus avancé au monde et de transactions effectuées par les institutions financières les plus sophistiquées, qui utilisent les outils de titrisation les plus ingénieux et s'appuient sur des techniques particulièrement élaborées de gestion des risques. Pourtant, le système financier a explosé : le marché des billets de trésorerie et le marché interbancaire ont été paralysés pendant des mois ; les investisseurs ont été pris d'une aversion pour les actifs titrisés et les notations émises par les agences spécialisées se sont avérées fantaisistes ; les banques centrales ont dû effectuer des injections massives de liquidité ; saisi de panique, le Système fédéral de réserve a été contraint de procéder à des réductions sans précédent de ses taux directeurs.

De plus, les pertes ne cessent de s'accumuler, sans que personne n'en voie la fin. Les fonds publics d'investissement (*sovereign wealth funds*) ont contribué à la recapitalisation des institutions en difficulté. Néanmoins, il est beaucoup trop tôt pour affirmer qu'un renflouement direct par les autorités américaines ne sera pas nécessaire. Nouriel Roubini de la *Stern School of Business* de l'Université de New York, qui n'est pas, il est vrai, le plus pondéré des observateurs, mais dont les prévisions de ralentissement de l'activité se sont avérées d'une grande pertinence, a récemment avancé que le total des pertes subies par le système financier américain pourrait atteindre 3 000 milliards de dollars³.

1 Cf. Caprio et Klingebiel (2003)

2 Cf. Wolf (2007)

3 Cf. www.rgemonitor.org

Dans ce cas, le système serait en faillite et son sauvetage coûterait 20 % du PIB aux contribuables américains. De toute façon, le Système fédéral de réserve est déjà en train de renflouer indirectement le système. Soit dit en passant, l'effondrement de *Northern Rock*, l'un des établissements britanniques les plus dynamiques, a provoqué le premier épisode de retrait massif des dépôts depuis plus d'un siècle et contraint l'État à se porter garant de l'intégralité du passif du système bancaire britannique. Le Royaume-Uni s'enorgueillissait de disposer du système financier et de la réglementation les plus avancés au monde. Malheureusement, cela lui est désormais impossible.

Comment expliquer cette déconfiture ? Cela me semble la première question à poser. Pourquoi une ère de stabilité économique (la « grande modération », pas moins), de mondialisation, de convergence et de faible inflation a-t-elle entraîné une telle pléthore de bulles, de crises et de déboires financiers ? Dans l'édition la plus récente de l'ouvrage classique de Charles Kindleberger sur les crises financières, Robert Aliber, de la *Graduate School of Business* de l'Université de Chicago, affirme même que « les années écoulées depuis le début des années soixante-dix sont sans précédent en termes de volatilité des prix des matières premières, des taux de change, de l'immobilier et des stocks ainsi que de fréquence et de gravité des crises financières »⁴. Je ne sais si cela est vrai. En revanche, il apparaîtrait que le secteur financier soit le seul secteur important dont les normes réglementaires ne semblent pas plus contraignantes qu'il y a un siècle. Que pouvons-nous ou devons-nous faire pour y remédier ? Telle sera ma deuxième question.

Qu'est-ce qui a mal tourné ?

Comment expliquer cette succession d'échecs ? Les différents points de vue sur les crises ressortent particulièrement clairement des débats relatifs à la plus récente d'entre elles, qui sévit actuellement aux États-Unis.

Certains avancent que cette crise, comme la plupart des autres, résulte largement du caractère irrémédiablement défectueux du système financier. Selon un courriel que j'ai reçu il y a quelques semaines, la crise est « le produit des décisions avides, immorales, purement égoïstes et inconscientes qui ont été prises

dans les années deux-mille et auparavant, par des personnes bien réelles trônant tout au sommet de la chaîne alimentaire financière ».

Selon ce raisonnement, un système financier libéralisé, qui offre des occasions de profits extraordinaires, a parallèlement la capacité de générer des erreurs cumulatives. Il n'y a là rien de nouveau : l'innovation financière et l'enthousiasme pour la prise de risques génèrent de rapides hausses du crédit, qui font monter les prix des actifs, justifiant ainsi plus d'expansion du crédit et de nouvelles hausses des prix des actifs. Ensuite, les prix des actifs plafonnent, ce qui déclenche un mouvement de ventes massives, un gel du crédit, une insolvabilité de masse et une récession. Un système de crédit non réglementé, par conséquent, est intrinsèquement instable et déstabilisateur.

Ce type d'argument a été largement utilisé par le regretté Hyman Minsky, qui enseignait à la *Washington University* de St Louis. George Magnus, de l'UBS, a très tôt affirmé que la crise actuelle correspondait aux critères définis par Minsky : « Effondrement des structures et des entités de dette dans le sillage d'une baisse des prix des actifs, dysfonctionnement des fonctions bancaires 'normales' et intervention active des banques centrales ». Cette situation a succédé à une dépendance sans précédent vis-à-vis de la croissance du crédit lors du dernier cycle.

Les économistes donnent deux explications contradictoires de cette fragilité. L'une repose sur les réactions rationnelles aux incitations. L'autre s'appuie sur le manque de perspicacité propre à l'être humain. Il faut donc trancher entre une intelligence mal orientée et un comportement aberrant.

Les partisans du comportement rationnel peuvent facilement invoquer les incitations du secteur financier à prendre des risques excessifs. Cette situation résulte de l'interaction entre l'asymétrie d'information (le fait que les initiés soient mieux informés que les autres) et « l'aléa moral » (la conviction que le gouvernement procédera au sauvetage des institutions financières si un assez grand nombre d'entre elles connaissent simultanément des difficultés). Il y a du vrai dans ces deux propositions : si, par exemple, les autorités britanniques se sentent tenues de sauver une banque de crédit hypothécaire de taille modeste, comme *Northern Rock*, l'aléa moral va régner.

4 Cf. Kindleberger et Aliber (2005)

L'on peut de toute évidence opposer à ces arguments que c'est la réglementation qui a été mise en échec. Si les régulateurs avaient fait leur travail, en assurant une politique prudente d'octroi des crédits hypothécaires, en limitant la croissance des véhicules de hors-bilan, en assurant la surveillance des organismes de réglementation, et ainsi de suite, cette crise ne se serait jamais produite. Néanmoins, il est tout aussi évident que l'ensemble des acteurs concernés, emprunteurs, prêteurs et régulateurs, se laissent trop souvent emporter par des vagues d'euphorie et de panique. L'erreur est humaine. C'est l'une des raisons pour lesquelles la réglementation est rarement contracyclique : les autorités de contrôle se laissent elles-aussi entraîner. Au cours du cycle le plus récent, la déréglementation financière et la titrisation ont simplement encouragé un nombre inhabituellement élevé d'investisseurs à penser qu'ils seraient les gagnants et que d'autres supporteraient les risques et, en fin de compte, les coûts.

Selon une autre explication, cette crise ne provient pas des marchés, mais est liée à l'intervention de l'État. Les États fournissent des garanties explicites et implicites. Ils ont gravement faussé le jeu des forces du marché de l'immobilier, en particulier aux États-Unis, *via* les subventions publiques aux prêts à long terme. Le gouvernement subventionne l'emprunt dans le cadre du code fiscal. En revanche, l'État ne met pas en place (peut-être ne le peut-il pas) de dispositif réglementaire permettant d'annuler les incitations au comportement à effets pervers générées par ces subventions.

Toutefois, la situation peut être considérée sous un angle très différent. Selon certains observateurs, la politique monétaire américaine a été trop longtemps trop laxiste après l'éclatement de la bulle de Wall Street en 2000 et les attentats du 11 septembre 2001. Cette critique, très répandue dans les cercles d'économistes, dont John Taylor de l'Université de Stanford ⁵, rencontre également un large écho sur les marchés de capitaux. Les opérateurs rejettent la responsabilité de la crise sur Alan Greenspan, ce « créateur de bulles en série ».

L'argument selon lequel la crise résulte d'un grave désordre monétaire a trois variantes : selon la vision orthodoxe, une erreur a simplement été commise ; une vision légèrement moins orthodoxe est que cette erreur était d'ordre intellectuel — le Système fédéral de réserve étant déterminé à ignorer les prix des actifs dans la formulation de la politique

monétaire ; une vision encore moins orthodoxe veut que la monnaie fiduciaire, fabriquée par l'homme, est intrinsèquement instable. Par conséquent, tout s'arrangera avec le retour à l'étalon-or, comme le pensait Alan Greenspan lui-même. Comme Ulysse, les humains doivent être enchaînés au mât de l'or pour éviter des naufrages monétaires répétés.

Selon un dernier point de vue, la crise ne résulterait ni de la fragilité financière ni des erreurs commises par de grandes banques centrales. Elle serait le fruit des désordres macroéconomiques mondiaux, en particulier de l'afflux massif de capitaux en provenance des économies asiatiques émergentes (notamment la Chine), des exportateurs de pétrole et de quelques pays à revenu élevé, ainsi que des excédents financiers des secteurs des entreprises de nombreux pays. Cette situation a entraîné un choc mondial sur les taux d'intérêt réels, particulièrement sévère aux États-Unis, destination des flux de capitaux.

Les banques centrales et, par conséquent, les marchés de capitaux, ont donc simplement réagi à l'environnement économique mondial. Les excédents d'épargne ne se sont pas seulement traduits par un bas niveau des taux d'intérêt réels, mais aussi par la nécessité de générer un surplus de demande équivalent dans les pays importateurs de capitaux, pays dont les États-Unis constituaient le principal représentant.

Dans cette optique, que je partage dans une large mesure, le Système fédéral de réserve n'aurait pu éviter de conduire une politique monétaire qui semble excessivement expansionniste qu'en acceptant une récession prolongée, peut-être une crise grave. Or, il ne souhaitait pas en arriver là, et, en fait, n'était pas mandaté pour cela. Son problème était que le seul moyen de maintenir la demande intérieure à des niveaux suffisants pour compenser les entrées de capitaux (privés et officiels) était une flambée du crédit, dont il est résulté un niveau excessivement élevé des prix des actifs, en particulier dans l'immobilier. Cette situation a laissé le douloureux héritage de bilans artificiellement gonflés dans les secteurs financier et non-financier : le scénario de la déflation par la dette se profile... Cela ne veut pas dire que le Système fédéral de réserve n'a pas eu la main trop lourde, mais il avait ses raisons.

Ces analyses me rappellent l'histoire des quatre aveugles qui tâtent chacun une partie différente d'un même

5 Cf. Taylor (2007)

élément : l'un croit toucher un serpent, l'autre une voile en cuir, le troisième un tronc d'arbre, le dernier un cordage. Bien sûr, il s'agit en réalité d'un éléphant.

Cette réalité semble pourtant évidente quand l'on examine les points communs entre l'épisode actuel et les crises passées. Dans un article récent (en date du 26 février 2008), j'ai avancé que la plupart des crises s'amorcent par des entrées de capitaux provenant d'investisseurs étrangers attirés par des légendes d'Eldorado économique. Il en résulte un bas niveau des taux d'intérêt et un creusement du déficit du compte de transactions courantes. L'endettement et la demande intérieurs augmentent fortement, en particulier l'investissement immobilier. Les prix des actifs montent en flèche, le recours à l'emprunt et les entrées de capitaux s'accroissent. Finalement, la bulle éclate, les capitaux fuient et le système bancaire, grevé d'une profusion de créances douteuses, s'effondre. Avec des variations, cette même histoire s'est répétée à maintes reprises. Particulièrement fréquente dans les économies émergentes, elle est également familière aux observateurs de l'économie des États-Unis dans les années deux-mille.

Que faire ?

En conclusion, j'évoquerai les enseignements de cette douloureuse expérience. Je soulignerai tout d'abord que ma réflexion n'en est qu'à ses prémices. J'ai renoncé aux certitudes et je suis actuellement en proie à une grande perplexité. La discussion présentera donc différentes possibilités dans deux principaux domaines : la réglementation et la politique monétaire.

La réglementation

Les opposants optimistes à un renforcement de la réglementation affirment que les banques ont compris la leçon et se comporteront de façon plus responsable à l'avenir. Les pessimistes redoutent que le législateur ne crée une loi Sarbanes-Oxley amplifiée : selon eux, cette loi, adoptée par le Congrès des États-Unis en 2002 après l'affaire Enron et d'autres scandales, a fait suffisamment de dégâts, et tout durcissement de la réglementation pourrait avoir des conséquences encore plus sévères pour les banques.

Illusion, rétorquerai-je aux optimistes. Aux pessimistes, j'opposerai au réel danger d'une réglementation excessive celui de ne rien faire du tout.

Le système financier des trente dernières années présente deux particularités remarquables : sa capacité à générer des crises, et le conflit entre le risque public et les bénéfices privés.

Il est vrai, s'agissant du premier point, qu'aucune des crises financières de cette période n'a gravement nui à l'économie mondiale, bien que quelques-unes aient eu des effets dévastateurs sur les économies de certains pays. Toutefois, ce n'est probablement qu'une question de temps. Il est également vrai, sur le deuxième point, que le secteur bancaire reçoit des subventions publiques massives, explicites et implicites : il est largement garanti contre le risque de liquidité. Nombre de ses passifs semblent s'apparenter à des créances conditionnelles sur l'État ; les banques centrales infléchissent la courbe des rendements vers le haut quand les banques sont décapitalisées, offrant de ce fait un transfert direct de ressources à tout établissement en mesure d'emprunter à court terme et à un taux faible pour prêter à long terme à un taux plus élevé. De plus, les institutions bancaires souffrent d'énormes problèmes d'agence, entre clientèle et établissements, entre actionnaires et dirigeants et entre dirigeants et autres catégories de personnel. Cette situation est également exacerbée par la difficulté de contrôler la qualité des transactions en temps réel.

Les États-Unis eux-mêmes s'apparentent à un gigantesque *hedge fund*. Les bénéfices des sociétés financières, qui représentaient moins de 5 % du total des résultats des entreprises après impôts en 1982, en ont constitué 41 % en 2007, bien que leur part de la valeur ajoutée des entreprises ne soit passée que de 8 à 16 %. Les marges bénéficiaires des banques ont été élevées jusqu'à une époque récente, où les bénéfices par action et les valorisations se sont finalement effondrés.

Toutefois, quelle mesure efficace peut-on prendre pour limiter la prise de risques que cela implique ? Pour répondre à cette question, nous devons distinguer les contrôles « microprudentiels » appliqués aux institutions des contrôles « macroprudentiels » appliqués à l'ensemble du système.

En ce qui concerne les premiers, les autorités de contrôle semblent s'accorder sur la nécessité d'apporter des améliorations au système existant. Il pourrait s'agir de porter une plus grande attention à la gestion de la liquidité, tout en mettant l'accent sur les exigences en fonds propres de Bâle II ; de tester de façon plus approfondie les modèles de risque potentiel de perte

maximale (*value-at-risk*) ; d'accroître la transparence des activités et de renforcer l'indépendance des agences de notation vis-à-vis des émetteurs.

Toutefois, aucune de ces mesures ne me paraît suffisamment efficace. Les régulateurs doivent également prêter attention aux incitations, en particulier à la structure des rémunérations dans le secteur financier. En outre, il conviendrait que les autorités de contrôle adoptent une approche beaucoup plus résolue que durant le cycle précédent. Plus généralement, il faudrait appliquer des normes de fonds propres beaucoup plus élevées, en particulier à titre de volant de sécurité contre la défaillance, associées à une valorisation impitoyable des créances et des engagements aux prix du marché. Il me paraît également intéressant d'obliger les banques réglementées à émettre entre elles de la dette subordonnée dont le prix constituerait un indicateur de crise relativement bien documenté. Enfin, les cédants devraient être explicitement tenus de détenir sur leurs livres les tranches les plus risquées des prêts titrisés par la suite.

Plus radicalement encore, nous pourrions nous demander si la loi Glass-Steagall était véritablement injustifiée. Il existe une nette distinction entre l'activité bancaire représentant un service collectif sûr, faiblement rentable, offert au grand public, d'une part, et l'activité de banque d'investissement, d'autre part. Je ne suis pas certain qu'associer un service public à un *hedge fund* soit une bonne idée, notamment parce que l'entité qui en résulte est pratiquement impossible à gérer ou à réglementer. Certains pourraient souhaiter même aller encore plus loin, en réservant l'activité de service public à des établissements de crédit à objet limité (*narrow banks*).

Toutefois, le point le plus important concerne la réglementation macroprudentielle. Comme l'a remarqué William White de la Banque des règlements internationaux (BRI), presque toujours, les difficultés frappent l'ensemble des banques⁶. Le cycle le plus récent de folie du crédit, suivi d'un mouvement de panique et de révolte, en constitue un cas d'école.

Une solution serait d'accroître les exigences en fonds propres de façon contra-cyclique, en réaction à la croissance du crédit, comme Charles Goodhart de la *London School of Economics* et Avinash Persaud

d'*Intelligence Capital* l'ont suggéré⁷. Ils proposent également l'instauration de quotités de financement maximales variables pour les prêts hypothécaires. M. White y ajoute la nécessité d'une politique monétaire plus restrictive.

Ce sont de bonnes idées. Néanmoins, comme le remarque également M. White, des pressions particulièrement vives s'exercent pour éviter que l'on ne « retire le bol de punch quand la fête bat son plein », selon la célèbre phrase de l'ancien président du Système fédéral de réserve William McChesney Martin. Outre le problème de l'inertie bureaucratique, une telle action se heurte à la fois à des incertitudes inévitables sur les dangers des tendances actuelles et aux résistances opposées par les intérêts privés. De plus, les régulateurs risquent constamment de perdre de vue la nature systémique des entités institutionnelles.

Politique monétaire

Le second domaine à prendre en considération est la politique monétaire. À cet égard, la grande question est celle du rôle que devraient jouer les prix des actifs dans la formulation de la politique monétaire. Il est communément admis, ou, du moins, c'est l'avis du Système fédéral de réserve, qu'il est impossible de reconnaître les bulles en formation mais que l'on peut réparer les dégâts qu'elles ont causés. J'ai longtemps accepté ce point de vue, mais j'estime aujourd'hui que ces affirmations n'ont aucun sens. En effet, il est possible de constater que les prix s'écartent fortement des fondamentaux, alors que corriger le tir après coup est difficile, particulièrement en cas d'accumulation d'un fort endettement garanti par des actifs surévalués. Pis encore, cette politique à sens unique tolère les périodes d'essor, mais pas celles de ralentissement de l'activité. Il semble désormais évident que la meilleure solution est d'aller à contre-courant du marché, au moment où les prix des actifs s'envolent, même si cela signifie ramener l'inflation en-deçà de son objectif pendant un certain temps. Par définition, il ne s'agit pas d'une situation risquant d'entraîner une déflation. Cette dernière ne menace qu'après la phase de ralentissement, et plus la phase d'essor est forte, en particulier la flambée des prix des actifs, plus la phase de recul conjoncturel risque d'être prononcée. Les banques centrales devront certainement, à l'avenir, prêter davantage d'attention aux prix des actifs. Il est peut-être impossible d'identifier à coup sûr les bulles

6 Cf. White (2004)

7 Cf. Goodhart et Persaud (2008)

en formation. Mais l'on peut attendre des dirigeants de banque centrale qu'ils exercent leur jugement avant et après l'éclatement de la bulle.

J'ajouterai à cela le simple fait que la marge de manœuvre de la politique monétaire américaine a été sérieusement restreinte par les politiques monétaire et de change d'autres pays, notamment la Chine. Les désordres monétaires affectent le monde entier. Si d'importants pays poursuivent des politiques de taux de change radicalement déstabilisatrices, il en résultera inévitablement des désordres monétaires et de balance des paiements au niveau mondial.

Ceux qui ne tirent aucun enseignement de l'histoire sont condamnés à la répéter. Or, il y a là une grande leçon à tirer sur le fonctionnement du système

financier. Les observateurs extérieurs se rendaient compte qu'il était devenu une gigantesque boîte noire. Toutefois, ils supposaient qu'au moins les professionnels savaient ce qui se passait. Ce n'est plus guère le cas désormais. Pis encore, les institutions qui prospéraient en phase d'essor s'attendent à être secourues en phase de ralentissement. Malheureusement, elles n'ont que trop raison. Or, cela peut difficilement constituer la base d'un compromis acceptable entre les initiés du système financier et le grand public. Face à un tel désordre, comment garder le soutien du grand public quand les dés semblent aussi pipés ?

Cette crise constitue un gigantesque rappel à l'ordre, mais aussi une invitation à poursuivre la réflexion sur le système financier.

Bibliographie

Caprio (G.) et Klingebiel (D.) (2003)

"Episodes of systemic and borderline financial crises",
Banque mondiale, janvier
www.worldbank.org

Goodhart (Ch.) et Persaud (A.) (2008)

"A proposal for how to avoid the next crash",
The Financial Times, 31 janvier

Kindleberger (C. P.) et Aliber (R. Z.) (2005)

"Manias, panics and crashes: a history of financial crises", Palgrave

Taylor (J. B.) (2007)

"Housing and monetary policy", (presented at the 2007
Jackson Hole Conference, août) 1^{er} septembre
www.kc.frb.org

White (W. R.) (2004)

"Making macroprudential concerns operational", BRI
www.bis.org

Wolf (M.) (2007)

"Unfettered finance is fast reshaping the world economy",
The Financial Times, 18 juin