

VII. Cycles et système financier

Faits saillants

La libéralisation des systèmes financiers, au cours des dernières décennies, a amélioré l'offre de services dans ce domaine et l'allocation des ressources. Il est possible, cependant, qu'elle ait aussi accentué les cycles financiers qui, en contribuant à leur tour à amplifier les phases macroéconomiques, n'ont que trop fréquemment débouché, par le passé, sur de coûteuses crises bancaires. Si cette évolution a également affecté les pays industrialisés, ce sont les économies émergentes qui en ont le plus souffert.

Ces cycles ont généralement pour origine une vague d'optimisme, engendrée par l'évolution favorable de l'économie réelle, qui contribue à une sous-estimation des risques, une distribution trop généreuse de crédits, une hausse démesurée des prix des actifs, un surinvestissement en capital physique et, dans certains cas, une consommation excessive des ménages. Au final, lorsque les anticipations prennent un tour plus réaliste, les déséquilibres accumulés doivent être corrigés, ce qui occasionne parfois des perturbations notables, tant dans le système financier que dans l'économie réelle.

S'il est extrêmement ardu de s'attaquer aux problèmes créés par les cycles financiers, cette tâche revêt de plus en plus d'importance pour les autorités prudentielles et les banques centrales. En principe, les décideurs peuvent renforcer la résistance de l'économie à ces cycles et réagir directement à l'accumulation des déséquilibres financiers. Concrètement, toutefois, leur capacité de réaction se heurte à des difficultés d'ordre conceptuel et pratique, qui doivent être surmontées pour préserver durablement la stabilité et les avantages de systèmes financiers libéralisés.

Cycles financiers

Le rôle des variables financières dans les cycles économiques n'est pas nouveau, mais il a pris de l'importance à mesure que les systèmes financiers nationaux et les flux de capitaux internationaux ont été libéralisés. Les marchés du crédit et des actifs exercent sur la dynamique du cycle conjoncturel une incidence plus marquée qu'il y a quelques décennies et ont aussi contribué à accroître la fréquence des crises bancaires.

Ce constat vaut pour les pays industrialisés comme pour les économies émergentes. Les premiers ont été nombreux à connaître des excès financiers à la fin des années 80. Si ces débordements ont favorisé l'expansion économique, ils portaient aussi en germe le retournement et les difficultés financières du début de la décennie suivante. Depuis le milieu des années 90, l'expansion s'est appuyée, une fois de plus, sur le dynamisme des marchés des actifs et le développement

La sphère financière influe davantage sur les cycles économiques ...

rapide du crédit; dans certains pays, le cycle financier semble s'être à nouveau inversé récemment (chapitre VI), contribuant ainsi à freiner la croissance.

Dans nombre d'économies émergentes, les cycles financiers, généralement accentués par des variations brutales des flux de capitaux internationaux, ont été particulièrement marqués. Or, leur prix est élevé, puisque le coût direct du règlement des crises bancaires dépasse fréquemment 10% du PIB et que le coût indirect (perte de production) est plus lourd encore. Les turbulences traversées par plusieurs économies d'Asie à la fin des années 90 n'en sont qu'une illustration.

Lorsque les systèmes financiers étaient fortement réglementés et que les banques centrales s'attachaient en priorité à maîtriser les agrégats de monnaie ou de crédit, les risques de fluctuations perturbatrices étaient réduits. Sous un tel régime, une expansion rapide de la masse monétaire était contrée par un resserrement du contrôle direct des prêts bancaires ou par un relèvement des taux d'intérêt. Ces mesures bridaient l'endettement et limitaient la vulnérabilité des institutions financières contrôlées à l'égard des déséquilibres des marchés des actifs. Bien que cet environnement ait engendré de graves distorsions dans l'allocation du crédit, il était moins sujet aux amples variations que l'on observe maintenant dans un contexte plus libéral.

... depuis sa libéralisation ...

La libéralisation financière s'est accompagnée d'une mutation des bilans du secteur privé, qui a fortement accru son ratio endettement/PIB et étoffé son portefeuille d'actifs financiers. L'expansion du crédit est aussi devenue plus sensible aux conditions économiques sous-jacentes et à la perception du risque, tandis que les liens entre marchés des actifs et expansion du crédit ont été renforcés. De même, les dépenses du secteur privé réagissent davantage à l'évolution des prix des actifs. Globalement, il apparaît que la solidité de l'ensemble de l'économie et celle du système financier sont de plus en plus étroitement imbriquées.

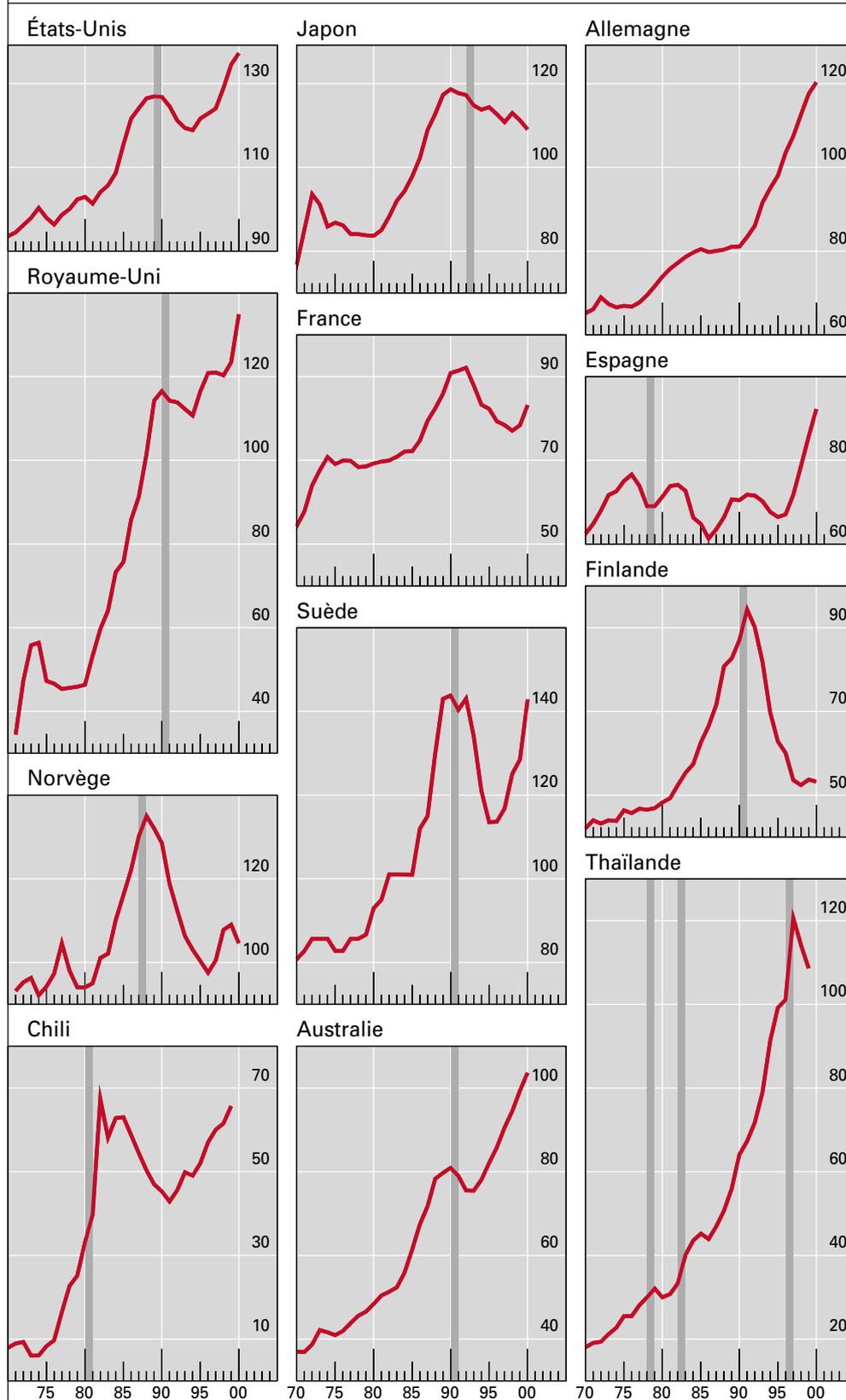
Pour nombre de décideurs, il importe donc d'assurer la stabilité du système financier. Ces dernières décennies, les périodes d'instabilité ont été fréquemment causées par une mauvaise politique macroéconomique, souvent à l'origine d'une inflation élevée, et par une gestion inadéquate des risques dans les institutions financières. Cependant, l'expérience montre que les déséquilibres financiers peuvent aussi se développer en situation de faible inflation. Il est même possible que, malgré l'amélioration récente des pratiques de gestion des risques, la maîtrise durable de l'inflation, confortée surtout par la crédibilité de la banque centrale et la robustesse de la croissance, engendre un optimisme propre à favoriser l'explosion du crédit et la flambée des prix des actifs. Dans un tel environnement, la phase ascendante du cycle conjoncturel peut s'accompagner d'une expansion déraisonnable des marchés du crédit et d'une accumulation excessive de capital, corrigées dans la phase descendante. Pour les autorités prudentielles et monétaires, gérer ces cycles peut s'avérer délicat.

... et place les décideurs devant de nouveaux défis

Crédit et prix des actifs

Le plus souvent, les cycles du crédit et des prix des actifs sont synchrones et se renforcent mutuellement. Le renchérissement des actifs stimule l'activité

Cycles du crédit et tensions financières¹



¹ Crédit au secteur privé, en % du PIB. Les définitions varient selon les pays; cet élément est à prendre en compte dans les comparaisons. Les zones ombrées marquent le début de tensions financières.

Sources: G.Kaminsky et C.Reinhart, «The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems», *American Economic Review*, juin 1999; données nationales; estimations BRI. Graphique VII.1

économique et, en gonflant la valeur des sûretés, permet aux entreprises et aux ménages d'obtenir plus facilement des financements moins coûteux. L'accélération de la croissance et le recours accru à l'emprunt peuvent ensuite amplifier la hausse des prix des actifs. L'interaction entre crédit et actifs peut être encore plus puissante lorsque ces prix baissent et que les conditions économiques se détériorent. En particulier, la valeur des sûretés détenues par les institutions financières diminue, ce qui peut leur occasionner des pertes substantielles et les inciter à réduire sensiblement leur offre de crédit.

Ces dernières décennies, l'évolution des prix de l'immobilier, d'entreprise surtout, a joué un rôle capital dans les cycles financiers les plus marqués et reflète l'importance des garanties hypothécaires dans les prêts bancaires. Il semble, en outre, que ce secteur soit très sensible aux fortes variations des prix et des mises en chantier. L'ampleur de tels cycles explique pour beaucoup les difficultés rencontrées par les banques à la fin des années 80 et au début de la décennie suivante en Australie, aux États-Unis, en Finlande, au Japon, en Norvège, au Royaume-Uni et en Suède, ainsi que, plus récemment, dans plusieurs pays asiatiques.

L'alternance de phases d'expansion et de récession sur les marchés des actifs ...

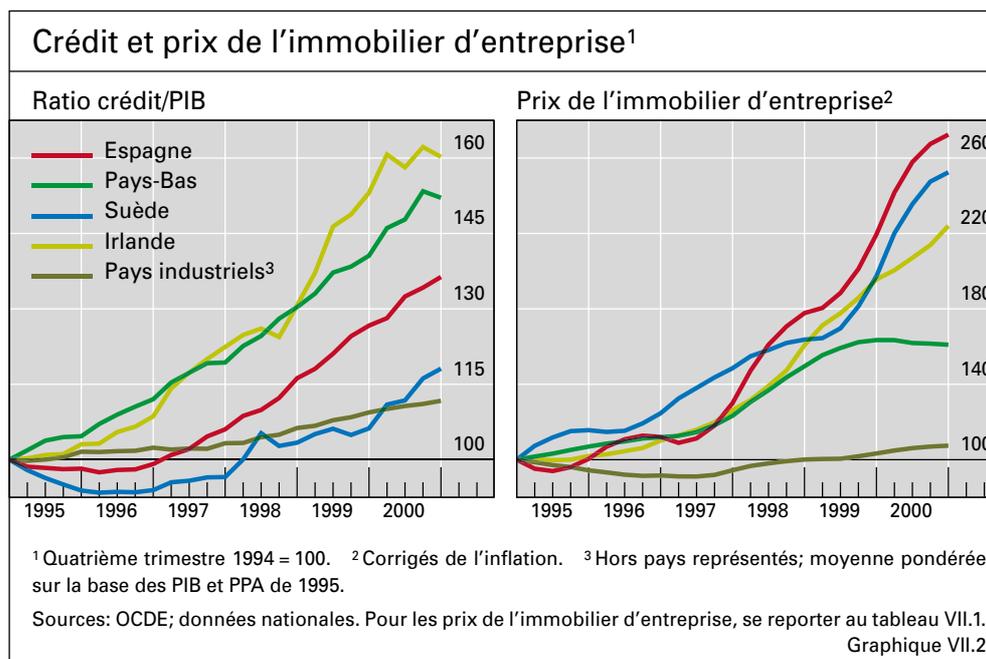
... surtout dans l'immobilier ...

Cycles du crédit et des prix des actifs ¹									
	Ratio crédit/PIB ²			Prix, immobilier d'habitation ³			Prix, immobilier d'entreprise ^{3, 4}		
	Expan- sion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4	Expan- sion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4	Expan- sion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4
États-Unis	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Japon ⁵	36	-11 ⁶	- 5	115	-22 ⁶	-12	132	-51 ⁶	-35
Allemagne	.	.	23	59	-17 ⁶	-16	233	-43	51
France	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italie	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Royaume-Uni	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Canada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Espagne	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australie	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Pays-Bas	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgique	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Suède	53	-30	27	121	-16	49	1027	-83	123
Suisse	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Danemark	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norvège	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finlande	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irlande	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

¹Cycles délimités par les maxima et minima des valeurs représentées. ²Variation, en points de %, sur la période. ³Variation, en %, sur la période. ⁴Grandes villes essentiellement. ⁵Prix de l'immobilier: terrains uniquement. ⁶Pas de minimum identifiable; la période est arrêtée fin 2000.

Sources: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; autres associations immobilières privées; données nationales; estimations BRI.

Tableau VII.1



... a constitué une source d'instabilité financière

L'évolution de l'immobilier résidentiel a aussi influé sur les cycles financiers même si, le plus souvent, elle n'a pas été la principale cause directe d'instabilité. En fait, la baisse des prix du logement a plutôt eu pour effet de retarder la reprise économique en pesant sur la consommation des ménages. La tendance à l'augmentation de leur endettement, observée dans de nombreux pays ces dernières années, a probablement accru le risque de voir ce scénario se reproduire.

Dans les pays industrialisés, les prix de l'immobilier d'entreprise restent souvent en deçà des précédents records

Depuis le milieu de la décennie 90, les pays industrialisés où l'expansion du crédit a été la plus rapide sont ceux où, parallèlement, les prix de l'immobilier d'entreprise ont le plus augmenté. Cela vaut, en particulier, pour l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas et la Suède. À l'échelle mondiale, cependant, et malgré des signes de surchauffe dans certaines villes, l'actuelle phase de hausse n'a pas abouti à un essor aussi généralisé que dans les années 80. Dans la plupart des pays industrialisés, dont l'Allemagne, les États-Unis, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, les prix de l'immobilier d'entreprise demeurent largement en deçà de leurs précédents records, en termes réels, en dépit d'une progression récente, tandis qu'au Japon, où l'éclatement du boum immobilier de la décennie 80 se fait encore sentir, ils baissent depuis onze ans.

Dans le cycle financier actuel, les prêts hypothécaires se sont vivement développés dans plusieurs pays, alors que les prix de l'immobilier résidentiel augmentaient fortement, dépassant leurs sommets de la fin des années 80, en termes nominaux et réels, en Australie, en Norvège, au Royaume-Uni et en Suède, par exemple.

L'expansion financière des années 90 s'est caractérisée par un essor exceptionnel des cours des actions

De plus, le cycle du crédit est ordinairement associé à celui des actions, même si les liens sont généralement plus lâches qu'avec l'immobilier. L'une des caractéristiques marquantes de la phase ascendante du cycle financier de la seconde moitié de la décennie 90 réside néanmoins dans l'essor exceptionnel des cours de Bourse, en particulier dans la haute technologie et les télécommunications. Une dynamique a semblé s'instaurer pendant un

temps, cet essor stimulant la croissance économique, renforçant la confiance et encourageant les banques à octroyer des crédits, notamment au profit des entreprises des secteurs favorisés par la Bourse.

Quoique les actions aient abandonné, depuis un an environ, une partie de leurs gains de la fin des années 90, la solidité de la plupart des systèmes bancaires ne semble guère affectée à ce jour. Malgré tout, les banques ont accru, au fil de la dernière décennie, leur dépendance à l'égard du marché boursier, en raison du développement du négoce pour compte propre, de l'intensification des prêts aux particuliers pour des opérations en Bourse et du poids grandissant, dans leurs résultats, des commissions au titre de la gestion d'actifs et du courtage. Les ménages, eux aussi, sont plus sensibles qu'auparavant aux variations des cours des actions, et ce risque est plus visible, notamment dans les régimes de retraite à cotisations déterminées. L'effet de richesse est donc sans doute amplifié dans tous les pays, mais surtout aux États-Unis.

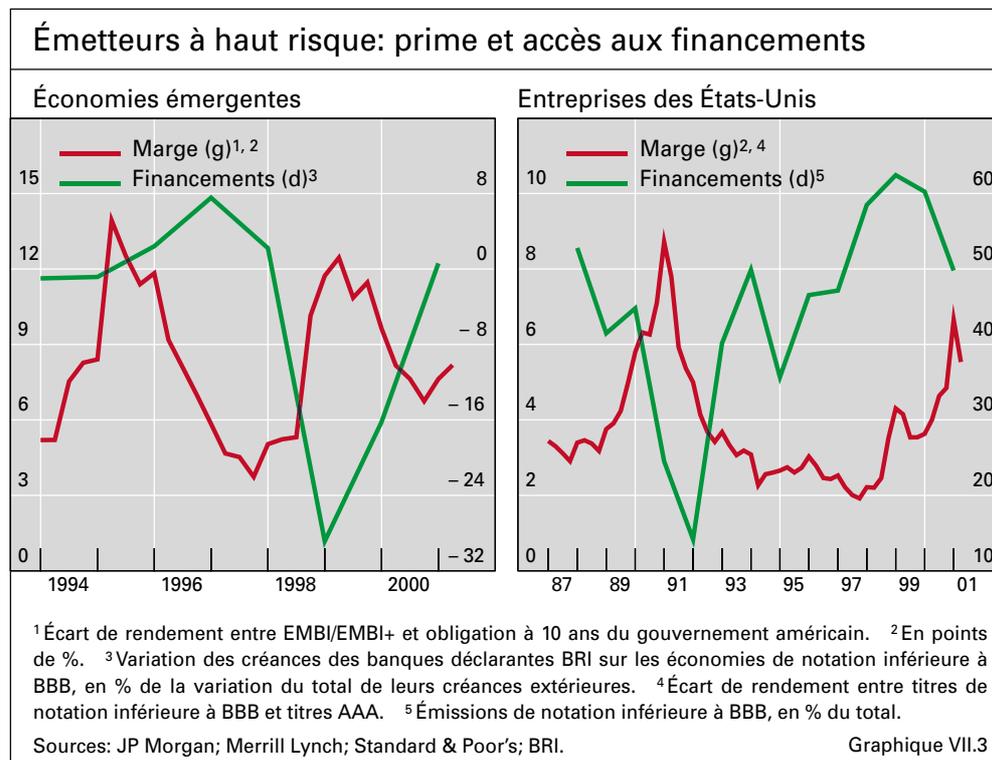
Banques et ménages sont de plus en plus dépendants des marchés des actions

Comportement cyclique des institutions et marchés

Les cycles financiers se caractérisent aussi par une variation de l'appétence pour le risque ainsi que de l'évaluation et de la tarification de celui-ci par les marchés et institutions financières. Lorsque l'économie est en plein essor, l'appétit pour le risque semble grandir parallèlement à l'optimisme des anticipations. Ce phénomène se manifeste par un assouplissement des critères d'octroi du crédit, notamment en ce qui concerne les conditions et les sûretés. En outre, les emprunteurs à risque accèdent plus aisément aux financements bancaires et non bancaires.

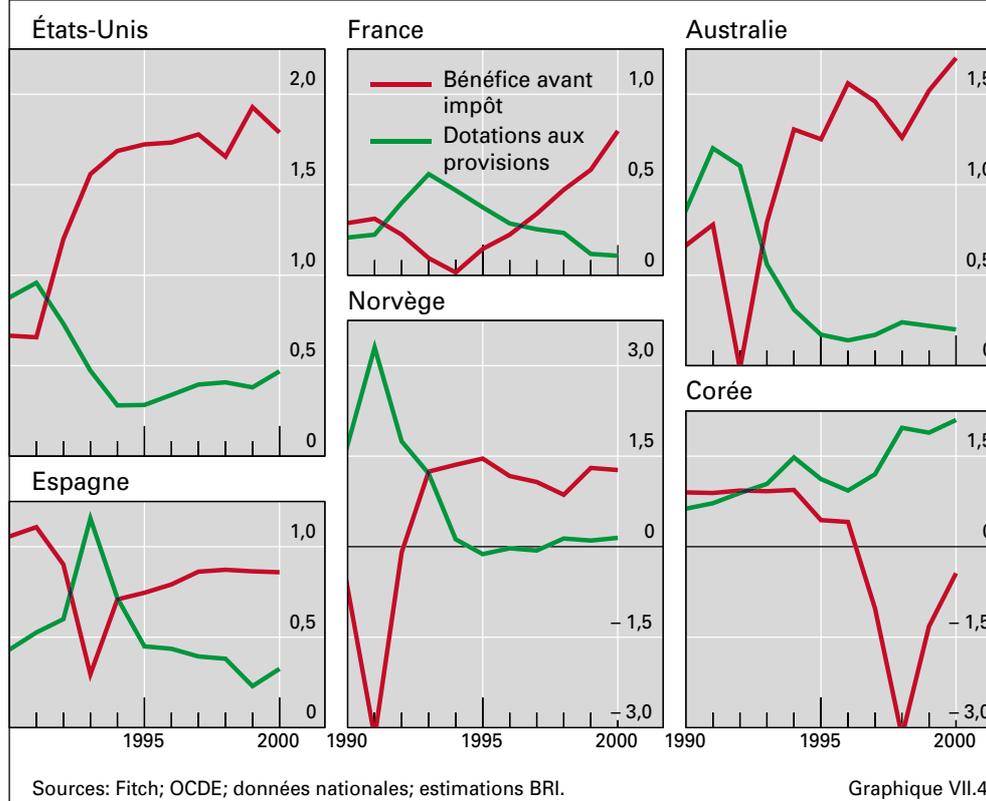
Les phases de forte expansion économique se caractérisent par un assouplissement des critères d'octroi du crédit ...

Ces phénomènes ont été observés ces dernières années. L'essor des économies asiatiques, au début et au milieu des années 90, a drainé des flux



Banques: rentabilité et dotations aux provisions

En % du total de l'actif



de capitaux étrangers sans précédent qui, en définitive, ont financé des investissements à haut risque. Aux États-Unis aussi, l'assouplissement des critères d'octroi, notamment entre 1996 et 1998, a contribué à l'expansion rapide des crédits consortiaux aux entreprises de notation inférieure et des prêts aux ménages moins solvables, tandis que les émissions d'obligations par les sociétés de second rang augmentaient notablement. En Europe, les prêteurs se sont également montrés moins stricts pendant la seconde moitié des années 90, comme le prouve, dans certains pays, l'accroissement du ratio prêt/valeur pour les emprunts hypothécaires.

... une contraction des marges ...

De même, la tarification du risque de crédit évolue parallèlement au cycle, en baisse pendant les phases d'expansion et en hausse lors des récessions. En période de vive croissance du crédit, les banques acceptent souvent de comprimer leurs marges pour préserver, voire élargir, leur part de marché. Celles-ci, par exemple, couvraient à peine les charges d'exploitation au Japon à la fin des années 80 et, plus généralement, en Asie au milieu de la décennie suivante. Aux États-Unis, les marges sur prêts aux entreprises commerciales et industrielles se sont resserrées sur l'ensemble des années 90, avant de s'élargir en 1998, notamment pour les emprunteurs à plus haut risque. Elles se sont aussi érodées dans plusieurs pays d'Europe, en partie à cause de l'intensification de la concurrence. L'évolution cyclique du prix du risque de crédit concerne également les primes sur obligations, qui ont tendance à se réduire lorsque la croissance est forte et inversement.

Grandes banques: rentabilité en 1999 et 2000									
	Nombre de banques	Bénéfice avant impôt		Dotations aux provisions		Marge d'intérêt nette		Charges d'exploitation	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		en % du total de l'actif moyen							
États-Unis	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Japon ¹	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Allemagne	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
France	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Royaume-Uni	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Canada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Espagne	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australie	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Suède	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Suisse	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

¹ 1999: chiffres de l'exercice clos le 31 mars 2000; 2000: chiffres annualisés de la première moitié de l'exercice 2000/01.
Source: Fitch. Tableau VII.2

Un facteur important à l'origine de ce schéma général est la tendance des profits bancaires à grossir quand l'économie est en expansion et à baisser, parfois brutalement, lorsque le cycle se retourne. L'érosion de la rentabilité en phase descendante se traduit souvent par une moindre tolérance à l'égard du risque et, dans certains cas, par une contraction sensible de l'offre de crédit, les banques réaménageant leurs portefeuilles au profit d'actifs plus sûrs ou exigeant une marge plus confortable.

... et une hausse de la rentabilité des banques ...

Cette alternance de pics et creux de rentabilité s'explique essentiellement par la nature cyclique des pertes sur prêts, et notamment des provisions correspondantes. Pour des raisons examinées ci-après, les banques constituent des provisions uniquement quand une détérioration significative de la qualité du crédit s'est matérialisée. En conséquence, celles-ci n'augmentent – et souvent de manière brutale – que lorsque l'activité économique ralentit.

Le lien étroit entre profits et provisions est particulièrement net dans le cycle actuel. Durant la seconde moitié des années 90, alors que leur rentabilité sur fonds propres excédait constamment les niveaux des vingt années précédentes au moins, les banques commerciales américaines ont réduit leurs dotations aux provisions dans des proportions notables. De même, le taux de rentabilité sur fonds propres des établissements de la zone euro, quoique sensiblement inférieur à celui de leurs homologues des États-Unis, n'a cessé de s'améliorer dans la décennie 90, tandis que les dotations aux provisions diminuaient. Un phénomène semblable a été observé récemment en Australie, au Royaume-Uni et en Suède.

... qui s'explique en partie par la baisse des provisions pour créances douteuses

Les mécanismes de l'amplification financière

Dans la mesure où le système financier peut être considéré comme excessivement procyclique, la principale raison tient à l'inadéquation des réponses des intervenants à l'évolution du risque dans le temps. Ses causes

sont diverses: modes d'évaluation, motivations individuelles face à une situation donnée et nature du cadre réglementaire. Le premier de ces trois facteurs est vraisemblablement le plus important.

Évaluation du risque dans le temps

Une évolution économique favorable ...

Les cycles financiers trouvent fréquemment leur origine dans une évolution favorable de l'offre. L'histoire regorge d'exemples où la libéralisation de l'économie, la découverte de nouvelles ressources ou le développement de technologies innovantes ont engendré une forte expansion économique et une puissante vague d'optimisme. L'euphorie est souvent d'autant plus grande que cette évolution, tout en stimulant l'activité économique, ralentit aussi l'inflation et élargit la part des profits dans le revenu national.

... justifie la hausse du prix des actifs ...

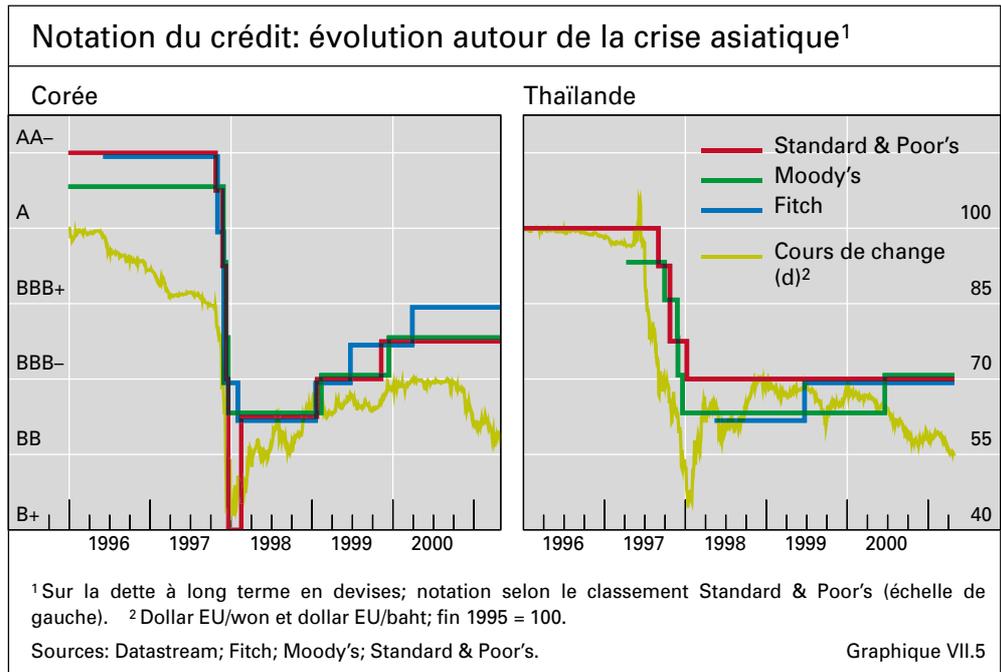
Dans des circonstances aussi propices, il est naturel que les prix des actifs augmentent fortement. La difficulté vient de ce que l'ampleur de cette hausse ne repose pas sur une assise solide, puisqu'elle dépend d'anticipations sur un avenir incertain. Lors de la phase d'expansion du cycle conjoncturel, les anticipations deviennent souvent trop optimistes et sous-estiment donc le risque. En conséquence, les prix des actifs grimpent parfois à des niveaux intenable et la croissance du crédit peut dépasser largement la progression du PIB nominal.

... mais un optimisme excessif ...

Plusieurs facteurs, dont certains relèvent de mécanismes psychologiques, peuvent expliquer la propension des investisseurs, chefs d'entreprise et institutions financières à céder à un optimisme débridé en phase d'expansion. Des psychologues ont montré que, lorsque des personnes évaluent des scénarios, elles ont tendance à faire preuve de «myopie», accordant trop peu de poids à des éventualités défavorables dès lors que leur probabilité est réduite. Elles sont enclines, en outre, à considérer systématiquement que les informations confortent l'opinion prédominante. La conséquence de ces mécanismes est que, en période de forte croissance, de faible inflation et de rentabilité élevée, les informations sont fréquemment interprétées de manière à confirmer la persistance d'un environnement propice et que les signes annonciateurs de difficultés, de plus en plus nombreux, sont négligés. En revanche, si l'activité s'essouffle en raison de déséquilibres financiers et d'un surinvestissement en capital physique, ou si la rentabilité se détériore sous l'effet d'une intensification de la concurrence et d'une poussée des salaires, les anticipations peuvent s'inverser brutalement, et les informations ultérieures seront interprétées dans une perspective bien plus négative. Une vague de pessimisme peut alors surgir.

... et la tendance à mesurer le risque par extrapolation ...

Une explication connexe de la sous-estimation du risque lors des phases d'expansion récentes réside dans les méthodologies de mesure actuellement employées, qui procèdent par extrapolation. Ainsi, l'évaluation du risque de crédit sur la base des cours des actions tend à minimiser la probabilité de défaillances d'entreprises pendant les phases d'expansion, parce que la Bourse monte et que la volatilité s'atténue. De même, les systèmes fondés sur les notations internes des banques indiquent généralement une diminution du risque quand les taux de défaillance sont bas. Ce biais résulte en partie de l'horizon à court terme souvent retenu par ces systèmes pour mesurer le risque. De plus, les notes de crédit externes sont fréquemment corrigées après un



événement défavorable, et non au moment où les risques s'aggravent. La crise asiatique en fournit l'illustration: les notations n'ont, pour la plupart, été revues en baisse qu'après les grandes dévaluations, pour être à nouveau majorées après la crise.

L'extrapolation des conditions courantes peut se justifier si elles sont appelées à perdurer. Dans ce cas, la conjoncture est le meilleur guide, quoique imprécis, pour appréhender l'avenir. Si cette vision du monde est correcte, le risque pourrait ne pas s'aggraver en phase d'expansion, car il n'y a aucune raison de penser qu'une vive croissance augmente la probabilité d'une décélération prochaine de l'activité. En revanche, si les forces à l'origine de l'expansion portent en germe un tassement de l'activité, ce qui semble souvent le cas, alors le risque commence à s'accroître durant l'expansion. Il serait donc plus exact de voir dans la multiplication des défaillances d'emprunteurs en période de décélération la matérialisation du risque accumulé auparavant plutôt qu'une élévation due au ralentissement.

En pratique, il est difficile de savoir si le risque commence à s'accroître avec l'expansion et, dans ce cas, à quel moment. Il n'existe pas de réponse claire à cette question. L'histoire montre cependant que les périodes marquées par un développement rapide du crédit, une flambée des prix des actifs, une compression des marges sur prêts et un niveau élevé d'investissement préludent généralement à des tensions dans le système financier. Ces périodes apparaîtraient donc caractérisées par un risque supérieur à la moyenne, même si la conjoncture économique est favorable. Méconnaître ce risque peut largement contribuer à amplifier la phase haussière d'un cycle financier.

... peuvent amplifier la phase d'expansion

Motivations

Les motivations des prêteurs face à une évaluation donnée du risque peuvent aussi influencer l'évolution des cycles financiers. L'illustration la plus claire en

La divergence entre motivations individuelles et collectives ...

... est aussi propre à exacerber l'influence procyclique du système financier

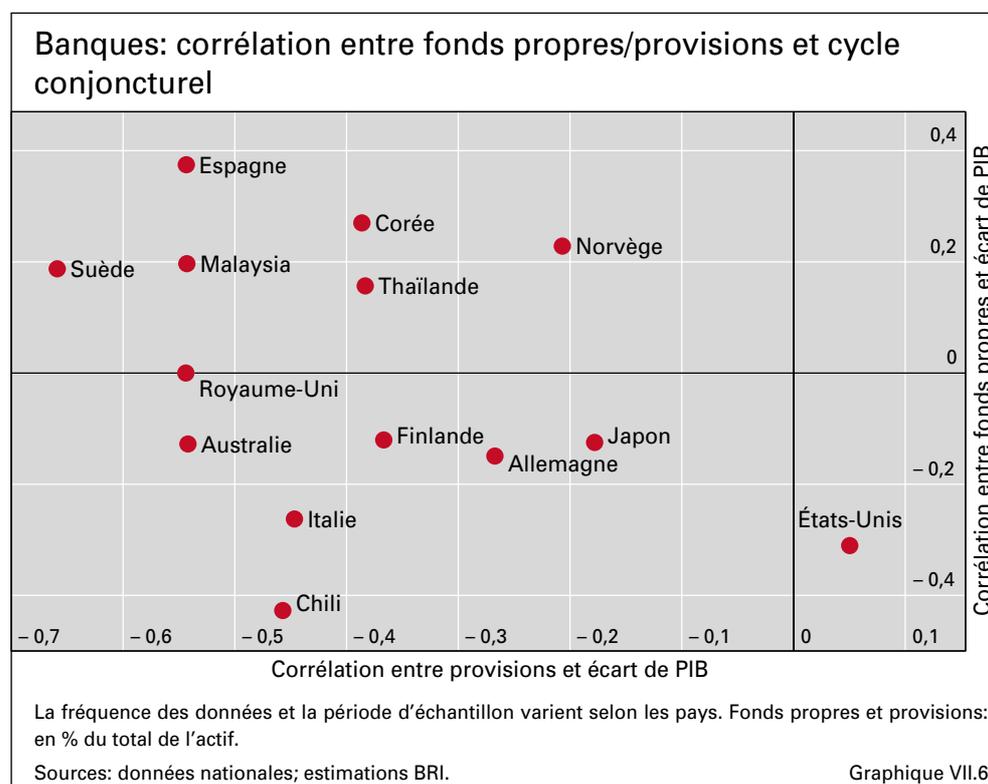
est peut-être la logique qui porte une banque à durcir ses normes de prêt lorsque la conjoncture se dégrade. Elle est, certes, en droit de juger que sa décision ne va pas, en soi, altérer la santé de l'économie, mais si tous les établissements adoptent cette ligne de conduite, il est pratiquement certain que l'économie en pâtira. Même consciente d'une responsabilité à cet égard, la banque n'en aurait pas moins intérêt à resserrer ses critères d'octroi. Une forme de concertation entre institutions pourrait éliminer cet obstacle, mais la concurrence au sein des systèmes bancaires la rend problématique.

Les motivations des prêteurs peuvent aussi être faussées par des filets de sécurité mal conçus et diverses formes de limitation de responsabilité. De tels dispositifs peuvent les amener à accorder trop peu de considération aux conséquences, sur le plan social, des scénarios de retournement, puisque les pertes seraient vraisemblablement supportées en partie par des tiers, notamment les contribuables. Enfin, les règles de rémunération fondées sur les gains immédiats et les résultats relatifs plutôt qu'absolus ne poussent ni à adopter une perspective à long terme ni à évaluer le risque dans son ensemble.

Conventions comptables et réglementation

La réglementation et les conventions comptables peuvent aussi influencer sur la manière dont les établissements financiers réagissent à l'évolution du risque perçu. La récurrence des cycles financiers tout au long de l'histoire donne toutefois à penser que la réglementation n'est pas leur cause majeure.

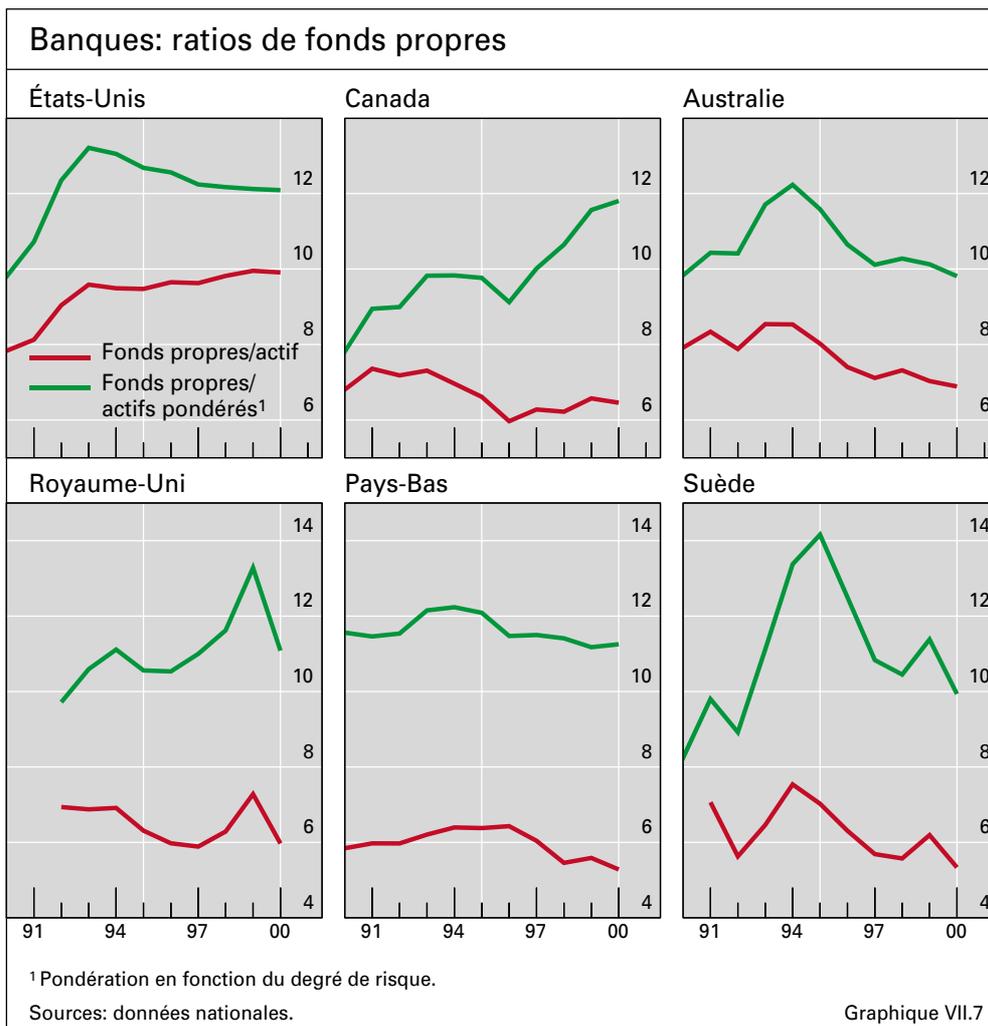
Les règles de provisionnement exercent, comme on l'a vu, une grande influence sur l'évolution cyclique de la rentabilité des banques. Dans maints pays, les conventions comptables ne permettent de constituer des provisions



qu'après une détérioration vérifiable de la qualité des créances. Au surplus, leur déductibilité fiscale est fréquemment soumise à restrictions. En conséquence, les banques peuvent avoir des difficultés à étoffer leurs provisions en phase d'expansion, même lorsqu'elles ont de bonnes raisons d'estimer leurs emprunteurs moins solvables. S'il est vrai que les bénéfices supplémentaires qui en résultent peuvent être conservés au bilan, au lieu d'être distribués sous forme de dividendes ou affectés au rachat d'actions, les banques ne sont pas toujours libres de le faire, car leurs dirigeants sont vivement incités à obtenir une rentabilité sur fonds propres maximale.

Actuellement, les règles de provisionnement sont de nature rétrospective ...

La réglementation bancaire en matière de fonds propres peut, elle aussi, affecter la dynamique des cycles financiers. Si elle est bâtie autour de ratios minimums, elle contribuera sans doute à la stabilité globale du système financier, mais il est possible, dans certaines circonstances, qu'elle accélère le retournement conjoncturel. Après des pertes généralisées, les banques pourraient en effet comprimer leurs prêts, ne serait-ce que pour empêcher leur ratio de fonds propres de tomber au-dessous du seuil requis, ce qui nuirait gravement à leur réputation et leur occasionnerait d'autres coûts non négligeables. Dans cette situation, tout durcissement des contrôles ou des critères d'octroi pourrait aussi amplifier la détérioration conjoncturelle.



... et les exigences minimales de fonds propres ne sont pas très sensibles au risque

Si les avis sont partagés sur l'importance de ces facteurs réglementaires, il est raisonnable de penser que la contraction des prêts bancaires accompagnant généralement le renversement conjoncturel serait atténuée si les ratios de fonds propres augmentaient lors de la phase d'expansion qui précède. Les règles actuelles stipulent que le *niveau* des fonds propres doit monter pendant l'expansion, parallèlement à l'encours des prêts, mais non le *ratio* des fonds propres par rapport à l'actif. En fait, pour un portefeuille donné, les fonds propres requis ne varient pas dans le temps, contrairement au degré d'exposition. En outre, compte tenu du risque de sous-provisionnement en phase d'expansion, le matelas global dont dispose le système bancaire pour compenser les pertes peut même alors s'amincir.

Les ratios de fonds propres n'évoluent pas parallèlement au cycle économique

Une analyse sur divers pays ne montre pas de relation solide entre les *ratios* de fonds propres effectifs des banques et le cycle conjoncturel. Depuis le milieu de la décennie 90, ils se sont accrus dans certains systèmes bancaires et ont baissé dans d'autres. L'enseignement le plus clair est peut-être que, là où le système bancaire a connu des perturbations à la fin des années 80 ou au début de la décennie suivante, ils n'ont sensiblement augmenté qu'après l'apparition de problèmes. Ils ont ensuite graduellement régressé au fur et à mesure que la reprise s'installait. La hausse constatée au commencement des années 90 peut, dans une certaine mesure, avoir été suscitée par la réglementation, mais elle répondait aussi à la nécessité, pour les banques en difficulté, de prouver au marché qu'elles s'étaient rétablies. Une fois la démonstration faite et la croissance confortée, les ratios élevés de fonds propres, considérés comme des entraves à la création de valeur pour les actionnaires, ont diminué.

Options pour les autorités

Les autorités peuvent réagir aux cycles financiers ...

Si les autorités peuvent, en principe, recourir aux instruments prudeniels, réglementaires et monétaires pour faire face aux problèmes causés par la répétition des crises financières, il importe cependant qu'elles s'interrogent sur le bien-fondé d'un tel choix et sur ses formes d'application.

Il est couramment avancé que la meilleure façon, pour les décideurs, de contribuer à la stabilité financière et macroéconomique consiste à assurer un niveau d'inflation faible et stable, à se doter d'une infrastructure financière satisfaisant aux normes internationales généralement acceptées et à apporter une réponse rapide aux dysfonctionnements financiers. Les partisans d'une telle approche relèvent que les cycles ayant abouti à de graves perturbations financières se sont souvent produits dans des pays où l'inflation était forte et le contrôle bancaire insuffisant ou la communication financière inadéquate. Ils soulignent aussi les difficultés pratiques (examinées ci-après) liées à la conception d'une politique plus volontariste.

... mais les avis divergent ...

D'autres estiment ces conditions certes nécessaires au maintien de la stabilité financière mais non suffisantes. Il apparaît clairement, en particulier, que même les pays à faible inflation restent exposés à des cycles financiers coûteux résultant d'un déferlement d'optimisme. Cela porte à croire que la stabilité financière et macroéconomique serait renforcée si les autorités

s'orientaient davantage vers des politiques visant à réduire la sensibilité de l'économie aux cycles ou, mieux encore, à en limiter l'ampleur par le biais de modifications discrétionnaires des instruments réglementaires et prudentiels ou bien des taux directeurs.

Pour partie, cette divergence de vues, du moins en ce qui concerne la faisabilité et l'opportunité de modifications discrétionnaires des instruments, reflète des opinions opposées sur la capacité des autorités à percevoir les déséquilibres financiers. Un développement excessif du crédit ou une distorsion insoutenable des prix des actifs est, en effet, beaucoup plus facile à identifier ex post qu'ex ante. Certains se demandent même si les autorités sont mieux placées que le marché pour juger de la viabilité des tendances observées. En conséquence, elles devraient s'abstenir de toute intervention visant explicitement à freiner une phase d'expansion financière. Il est possible d'objecter que les autorités ne réagiront pas nécessairement parce qu'elles apprécient mieux la situation, mais parce que leurs responsabilités et missions spécifiques les amèneront probablement à adopter une attitude différente, même avec une perception identique. Ainsi seront-elles davantage préoccupées que le secteur privé par une perspective de ralentissement, surtout si les institutions financières sont toutes exposées aux mêmes risques. En outre, elles adopteront en principe un horizon temporel plus long et leurs décisions ne seront pas faussées par l'existence d'un filet de sécurité financier.

... sur le bien-fondé et les modalités de cette réaction

Réglementation et surveillance prudentielles

Si les autorités doivent réagir à la répétition des cycles financiers, les premiers outils dont elles disposent à cet effet sont, évidemment, la réglementation et la surveillance prudentielles. Trois grandes options s'offrent à elles: aider l'opinion à mieux comprendre le risque dans son ensemble; établir des règles atténuant la sensibilité du système financier et de la macroéconomie aux déséquilibres financiers; intervenir directement par une action discrétionnaire sur les exigences prudentielles.

La première de ces options pose la question clé de la mesure du risque dans le temps. Les autorités prudentielles pourraient permettre à l'opinion de mieux appréhender le risque dans son ensemble en publiant, par exemple, des rapports et des discours de hauts responsables, en demandant aux institutions financières d'effectuer des simulations de crise, destinées à faire ressortir certaines faiblesses et évaluer le risque correspondant, ou encore en élargissant la portée des exigences de notification et de diffusion d'informations sur les risques encourus. Des initiatives en ce sens ont été prises récemment dans des pays enregistrant une forte hausse du crédit et des prix immobiliers.

Mise en évidence de la modification des risques dans le temps

La deuxième option consiste à concevoir des moyens réglementaires qui, en limitant le caractère procyclique du système financier, pourraient servir de stabilisateurs automatiques. Les règles régissant les fonds propres et les provisions des banques sont particulièrement importantes à cet égard. Ces deux éléments assurent, pour l'essentiel, la protection d'un établissement contre tout événement défavorable, le capital couvrant en principe les pertes non anticipées et les provisions les pertes incorporées ou attendues.

Des moyens réglementaires tels que ...

... exigences
minimales de fonds
propres ...

Les modifications de la réglementation sur les fonds propres, qui viennent d'être proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, aligneront de manière beaucoup plus étroite les exigences de fonds propres *relatives* sur les mesures du risque *relatif*. En atténuant sensiblement nombre de distorsions apparues dans le cadre de l'accord actuel, cette mesure renforcera à elle seule la solidité des institutions financières. En outre, le fait d'affiner les exigences de fonds propres relatives et d'attribuer plus d'importance au processus de surveillance prudentielle et à la communication financière (deuxième et troisième piliers) devrait aider les autorités de contrôle, les banques et les marchés à déceler plus rapidement les problèmes. Dans la mesure où la tolérance prudentielle sera réduite et l'action corrective plus prompte, les pires excès liés au cycle financier pourraient s'en trouver évités.

Les modifications proposées signifient aussi que, pour un portefeuille donné, les exigences de fonds propres varieront dans le temps en fonction du risque *mesuré*, ce qui est de nature à renforcer encore la solidité des banques et à limiter le caractère procyclique du système financier. Toutefois, le résultat dépendra en partie de la concordance entre le risque mesuré et le risque sous-jacent. Si le risque est sous-évalué en phase d'expansion, les exigences de fonds propres seront insuffisantes et le système bancaire se trouvera surexposé en cas de retournement du cycle. En revanche, si l'apparition de déséquilibres financiers amène à reconnaître une élévation du risque et, partant, à accroître les fonds propres dans le système bancaire, la stabilité du système financier en sortira vraisemblablement confortée.

Un critère important de la mesure du risque est son horizon temporel. Le nouvel accord proposé ne fixe pas de norme à cet égard; les banques sont censées évaluer les risques futurs sur la base des conditions du moment et de leur connaissance de l'emprunteur. Il est cependant précisé que, comme les événements *lointains* sont difficiles à appréhender, les banques devraient faire preuve de prudence vis-à-vis des projections. Il est vrai que, pour calculer le risque aux fins des exigences de fonds propres, l'accord retient une probabilité de défaillance sur un an (pour une catégorie donnée), selon la pratique courante. Si cette méthode incite les banques à *évaluer* également le risque sur la même durée, celle-ci pourrait s'avérer trop courte. Un horizon plus éloigné conviendrait mieux pour une banque en difficulté, à qui il faut normalement plus d'un an pour se procurer des capitaux ou restructurer son bilan, surtout lorsqu'elle n'est pas la seule dans ce cas. Il serait aussi préférable d'éviter qu'une durée d'un an conduise à de fréquents transferts de prêts entre catégories de risques, générateurs d'amples variations des ratios minimums de fonds propres au cours du cycle conjoncturel.

... préprovision-
nement ...

Les règles de provisionnement peuvent également être utilisées comme stabilisateurs automatiques. Un pas dans cette direction a été franchi en Espagne, où les banques sont tenues depuis peu de constituer dès le montage d'un prêt une provision en regard des pertes futures; la taille de la dotation varie en fonction des pertes subies sur longue durée pour le type de crédit concerné. Cette pratique devrait réduire le caractère cyclique de la rentabilité des banques, en amplifiant les dotations en période faste et en assurant une

protection contre les défaillances sur prêts lorsque la conjoncture est défavorable.

Ce mécanisme a toutefois été critiqué pour des raisons de principe. La création d'une provision se traduit par une réduction de la valeur de l'actif net d'une banque. D'un point de vue comptable, une telle dévalorisation ne se justifie généralement pas dès le montage, car la juste valeur d'un prêt convenablement tarifé ne devrait pas être inférieure à sa valeur nominale. Les autorités de contrôle bancaire se féliciteraient de cette protection supplémentaire, mais les instances comptables objectent souvent que cette forme de provision de caractère réglementaire peut donner une fausse image de la situation d'un établissement.

Une autre méthode consisterait à imposer une dotation aux provisions lorsque la marge d'intérêt sur un prêt ne couvre pas les pertes attendues d'une possible défaillance. Les provisions seraient à constituer non pas au montage, la tarification étant présumée correcte, mais au moment où la banque estimerait que la qualité de crédit de l'emprunteur s'est détériorée, alors que le taux n'a pas changé. La généralisation de cette pratique aboutirait à la suppression des provisions pour créances douteuses et à l'adoption d'une comptabilité à la juste valeur pour la totalité des actifs et passifs financiers.

Quels que soient les avantages du préprovisionnement et, au-delà, de la comptabilité à la juste valeur, cette méthode se heurte à d'importantes difficultés. Premièrement, comme les prêts ne sont généralement pas négociés sur le marché, leur évaluation est inévitablement subjective et dépend de l'estimation, par la banque elle-même, des perspectives de remboursement. Certaines instances comptables craignent que cette subjectivité ne permette aux responsables des banques de lisser artificiellement les bénéfices. Deuxièmement, pour que le préprovisionnement et la comptabilité à la juste valeur influent sur le caractère cyclique du système financier, il faut que la mesure du risque soit constamment exacte. Si le risque est invariablement sous-estimé en phase d'expansion, les prêts seront surévalués durant cette période, soit indirectement par insuffisance de provisions, soit directement dans la comptabilité à la juste valeur. Dans ces conditions, étendre ce principe comptable à tous les instruments financiers ne fera que renforcer la nature procyclique de l'ensemble du système. Si, en revanche, le risque est correctement révisé en hausse quand la croissance se prolonge, l'effet procyclique sera réduit, car les banques reconnaîtront alors qu'une partie des gains réalisés en période faste représente, en fait, une prime couvrant les pertes attendues en cas de retournement.

Une mauvaise évaluation du risque représente un problème sérieux, qui ne fait que renforcer les arguments en faveur d'un préprovisionnement dès l'octroi d'un prêt. Pour répondre aux objections des instances comptables, les autorités de contrôle bancaire pourraient exiger que les institutions financières détiennent des fonds propres non seulement en regard des pertes imprévues, mais aussi à titre de «provision prudentielle» calculée sur la base des pertes moyennes sur longue durée. Le système disposerait ainsi d'un plus grand volume de fonds propres durant les périodes où les défaillances sur prêts sont peu nombreuses.

... et règles d'évaluation peuvent assurer une stabilisation automatique

Les règles concernant l'évaluation des sûretés et les ratios prêt/valeur pourraient également jouer un rôle de stabilisateur automatique. Il apparaît que les pays où les sûretés sont évaluées au moyen de concepts de long terme et où l'octroi de crédits hypothécaires est soumis à des ratios prêt/valeur rigoureux présentent des systèmes financiers moins procycliques, même si la part exacte de ces facteurs est difficile à isoler. Le Nouvel accord sur les fonds propres offre une option reconnaissant explicitement que la valeur des sûretés tend à évoluer parallèlement aux probabilités de défaillance et qu'elle est vraisemblablement basse quand les probabilités de pertes sont élevées.

Les exigences prudentielles pourraient aussi être modulées dans le temps ...

La troisième option prudentielle, fondée non sur des règles mais sur une action discrétionnaire, consiste à faire varier dans le temps les ratios réglementaires de fonds propres et de provisions en fonction de l'ensemble du risque; elle revient à modifier explicitement la norme minimale de fonds propres pour toutes les banques ou à procéder établissement par établissement dans le cadre du processus de surveillance prudentielle. Chaque méthode se justifie si les autorités estiment que l'évolution des risques n'est pas suffisamment prise en compte dans les décisions des divers établissements. En phase d'expansion, rehausser les niveaux de fonds propres et de provisions pourrait contribuer à retarder le développement de déséquilibres financiers en renchérissant l'octroi de crédit et protégerait mieux le système bancaire de tout retournement. Cette attitude irait dans le sens d'un renforcement de l'orientation macroprudentielle de la réglementation financière.

... ce qui soulèverait certaines difficultés pour les autorités ...

Moduler les fonds propres et les provisions de manière discrétionnaire soulève cependant certaines difficultés. D'abord et surtout, il importe de bien apprécier la situation cyclique. Ensuite, ces ajustements pourraient créer un aléa moral. Si les agents privés viennent à croire que les autorités ont adopté un dispositif où les instruments sont systématiquement réglés pour maîtriser le risque général au sein du système financier, ils pourraient accorder moins d'attention à l'évaluation de l'ensemble de leurs risques. De surcroît, si un épisode d'instabilité financière survenait malgré tout, les autorités pourraient se sentir en partie responsables de ne pas avoir modifié plus tôt leurs instruments. Elles seraient peut-être alors moins portées à prendre les mesures correctives nécessaires et davantage incitées à recourir à des plans de sauvetage publics. Leur réputation pourrait, en outre, être atteinte, ce qui finirait par amoindrir leur capacité de mener à bien leur mission.

... sans exclure des modifications occasionnelles

Sur le plan de la mise en œuvre, de nombreuses questions se posent également. Par exemple, les ajustements devraient-ils s'appliquer aux banques dans leur ensemble ou au cas par cas dans le cadre du processus de surveillance prudentielle? Dans cette dernière hypothèse, conviendrait-il de cibler les établissements présentant les plus grosses expositions ou uniquement ceux d'importance systémique? Comment les autorités de contrôle formeraient-elles leurs jugements et comment les justifieraient-elles devant l'opinion? Enfin, recourir à de tels moyens prudents n'inciterait-il pas simplement l'activité financière à se reporter sur le secteur non réglementé? La difficulté de répondre à ces questions montre que, pour les autorités de contrôle, modifier fréquemment les exigences de fonds propres et le niveau

des provisions en vue de réduire l'amplitude des cycles financiers ne serait pas sans problèmes. Elles ne doivent pourtant pas exclure de procéder ainsi, de manière occasionnelle.

Politique monétaire

En principe, la politique monétaire peut être utilisée, elle aussi, pour faire face aux cycles financiers, en vertu d'une logique simple. La croissance du crédit est un élément essentiel de l'apparition des déséquilibres dans le système financier et, parallèlement, de toute accumulation excessive ou inappropriée de capital réel. Il a été noté précédemment que la stabilité du niveau général des prix des biens et services ne suffit pas nécessairement à éviter de tels excès et, partant, le risque d'instabilité financière. Dans les régimes monétaires actuels, différents de ceux basés sur des matières premières (tels que l'étalon-or), la principale contrainte exogène affectant la création de crédit dans la sphère monétaire réside dans la fonction de réaction des autorités, habituellement par ajustement des taux directeurs. Si cette fonction ne répond pas spécifiquement à la constitution de déséquilibres financiers, ceux-ci pourraient être involontairement tolérés.

La politique monétaire peut aussi être utilisée pour faire face aux cycles financiers ...

Cette approche soulève toutefois de sérieuses difficultés: comment identifier les déséquilibres potentiels, concilier les objectifs de stabilité financière et de stabilisation des prix et opérer un ajustement efficace des taux d'intérêt pour corriger les déséquilibres financiers?

... mais au prix de sérieuses difficultés pour ...

En ce qui concerne le premier point, les autorités monétaires se trouvent fondamentalement dans la même situation que les responsables du contrôle prudentiel, confrontés à des défis majeurs pour identifier ex ante les déséquilibres financiers. À leur différence, cependant, elles ne bénéficient peut-être pas d'un accès suffisant aux informations prudentielles, à moins d'être chargées des deux missions. Il n'est toutefois pas certain que les banques centrales aient besoin de renseignements très détaillés sur chaque établissement pour déceler les déséquilibres plus vastes qui sont souvent à l'origine de l'instabilité systémique. Si tel était le cas, des mécanismes appropriés pourraient être mis en place à cet effet. Les banques centrales se distinguent aussi par leur responsabilité globale à l'égard de la stabilité macroéconomique, qui les rend sans doute davantage conscientes des larges interactions entre système financier et macroéconomie.

... identifier les déséquilibres financiers ...

Deuxième difficulté, l'utilisation des taux d'intérêt pour lutter contre les déséquilibres financiers pourrait entrer en conflit avec la poursuite d'un objectif de stabilité des prix. Ces dernières années, de nombreuses banques centrales ont adopté un cadre opérationnel dans lequel le réglage du taux directeur assure un rythme d'inflation aussi proche que possible de l'objectif à l'horizon prévu. Dans une interprétation étroite du dispositif, la banque centrale ne devrait réagir aux développements dans la sphère financière que s'ils affectent la prévision d'inflation. Dans une optique plus large, cependant, il serait approprié, dans certaines circonstances propices aux déséquilibres financiers, de fixer le taux directeur au-dessus du niveau que justifieraient les perspectives immédiates d'inflation. En effet, en contenant les déséquilibres, la banque centrale pourrait aider à prévenir l'instabilité financière, voire à

... résoudre les éventuels conflits d'objectifs ...

éviter que l'inflation, par voie de conséquence, reste inférieure à l'objectif. Même si des niveaux de taux d'intérêt plus élevés devaient comporter un coût dans le court terme, sous forme d'une déviation de l'inflation par rapport à sa trajectoire, une telle politique pourrait être jugée compatible avec la poursuite de la stabilité des prix sur un horizon plus long.

Le conflit potentiel entre l'objectif d'inflation dans son interprétation étroite et la stabilité financière pourrait apparaître plus clairement dans les périodes où une évolution favorable de l'offre se traduit par une forte croissance, une baisse de l'inflation et des anticipations excessivement optimistes. Dans un tel environnement, le taux de rendement réel du capital et, par conséquent, le taux d'intérêt «naturel» (selon Wicksell) ont toutes les chances d'augmenter, alors qu'un objectif d'inflation appellerait plutôt une diminution des taux d'intérêt (chapitre IV). Toutefois, une détente pourrait simplement renforcer l'optimisme ambiant, surtout si la banque centrale est tout à fait crédible, ce qui contribuerait, en fin de compte, à accentuer les déséquilibres financiers.

Si des taux d'intérêt plus élevés peuvent s'avérer appropriés dans ces circonstances, une telle stratégie peut comporter des problèmes de présentation. Étant donné que, de nos jours, l'opinion comprend les déterminants de la politique monétaire, il peut être difficile pour la banque centrale de lui faire admettre la nécessité de relever les taux pour des raisons de stabilité financière, en l'absence de tensions inflationnistes évidentes. En outre, si la banque centrale parvient à contenir les excès financiers, elle peut se voir reprocher de compromettre une expansion jugée forte mais soutenable.

À l'inverse, abaisser les taux pour préserver la stabilité financière ne semble pas présenter le même genre de difficultés de communication. Il peut donc y avoir des réactions asymétriques, les banques centrales étant promptes à opérer une réduction des taux après des perturbations financières, mais réticentes à un relèvement en présence de déséquilibres croissants. Cela peut favoriser la prise de risque, les marchés comptant sur la politique monétaire pour venir en aide au système financier à chaque perturbation.

Une troisième difficulté concerne l'efficacité de l'action de taux plus élevés sur les déséquilibres financiers. D'un côté, il semblerait préférable de recourir à la politique monétaire plutôt qu'à des mesures prudentielles, car une augmentation des taux toucherait tous les intervenants, même ceux qui ne sont pas soumis à contrôle. De l'autre, une hausse relativement faible pourrait aller à l'encontre du but recherché, puisqu'elle pourrait renforcer la confiance dans l'engagement de la banque centrale à l'égard des prix et rendre ainsi les anticipations encore plus optimistes. Par conséquent, le relèvement devrait être substantiel pour produire un effet appréciable, quoique difficilement quantifiable. En outre, s'il n'est pas rapidement inversé dès que les déséquilibres auront commencé à s'atténuer, il pourrait entraîner une sévère récession et l'économie pâtirait alors de l'incidence conjuguée de la baisse des prix des actifs et d'un haut niveau de taux réels.

Ces difficultés requièrent une grande vigilance dans l'utilisation spécifique de la politique monétaire, comme des mesures prudentielles, pour contenir les

... et assurer
l'efficacité de
la stratégie

déséquilibres financiers. Elles ne doivent pas exclure, cependant, d'en faire usage de manière très occasionnelle.

Pour toute action dans les domaines évoqués, il importe au plus haut point d'établir une coordination entre les différents responsables. Dans la plupart des pays, les instruments analysés précédemment ne relèvent pas de la même institution. Souvent, la surveillance prudentielle n'est pas du ressort de la banque centrale, et les règles régissant la fiscalité, la comptabilité et la communication financière sont élaborées par des organismes spécifiques. De surcroît, ces instances n'ont pas toutes pour mission centrale de maintenir la stabilité financière. Faute d'une nécessaire coordination entre la banque centrale et les autorités prudentielles, fiscales et comptables, les réactions officielles appropriées risquent de se faire attendre.

Toute action officielle requiert une coordination