

VII. Construire un système financier sûr : risques et opportunités

Malgré les actions énergiques menées par les autorités depuis plus d'une année, la crise financière s'est intensifiée au quatrième trimestre 2008, au point de se propager à l'économie réelle. Les banques centrales ont octroyé des financements à court terme pour faciliter les ajustements nécessaires au sein du système bancaire, sans pour autant parvenir à stopper les pertes. La crise, d'abord traitée comme un problème de liquidité, s'est révélée être une crise de solvabilité. La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, a déclenché des retraits massifs sur l'interbancaire, une hausse spectaculaire des rendements des obligations d'entreprise et une véritable crise de confiance de la part des ménages et des entreprises. L'effondrement de la dépense en biens de consommation durables qui en est résulté dans les économies industrialisées s'est traduit, pour le monde émergent, par une dégradation brutale des échanges et un renversement des flux de capitaux. La propagation mondiale de la récession s'est répercutée en retour sur les marchés financiers, faisant baisser les cours des actions et des obligations, et n'épargnant que la dette souveraine la mieux notée.

La situation a pris un tour spectaculaire entre mi-septembre et décembre 2008, obligeant les autorités monétaires, budgétaires et réglementaires à la fois à ouvrir un deuxième front pour contrer les menaces sur l'économie réelle et à redoubler d'efforts pour rétablir la solidité du secteur financier. Dans nombre de pays industrialisés, la banque centrale a ramené son taux directeur à des planchers historiques, pour assouplir ensuite, davantage encore, les conditions financières par une politique de bilan non conventionnelle. Dans le même temps, les pouvoirs publics ont mis en œuvre des programmes de relance budgétaire sans précédent et, en collaboration avec les instances de réglementation et de contrôle, ont donné aux établissements financiers les moyens nécessaires à l'assainissement de leur bilan.

Inévitablement, cette combinaison de mesures d'urgence destinées à limiter la contraction de l'activité et de volonté nouvelle de réformer le système de fond en comble pour jeter les bases d'une croissance soutenable peut sembler manquer de cohérence. L'effort massif à court terme porte en lui deux grands risques pour la reprise à long terme : premièrement, les mesures prises jusqu'ici ne suffiront peut-être pas à rétablir la solidité du système bancaire ; deuxièmement, l'absence de stratégies claires pour sortir de ces programmes de consolidation monétaire, budgétaire et financière pourrait entraver, plutôt que faciliter, les nécessaires ajustements macroéconomiques.

La solidité du système financier n'est pas seulement indispensable à une croissance réelle, durable et stable, elle conditionne l'efficacité même des politiques qui visent à renouer avec cet objectif. Tant que le système d'intermédiation n'aura pas trouvé sa pleine capacité à acheminer l'épargne vers les investisseurs et à transférer le risque à ceux qui sont disposés et aptes à l'assumer, les relances budgétaires, malgré leur ampleur, pourraient bien s'avérer sans effets, comme ce fut le cas au Japon il y a une dizaine d'années – avec, pour résultat, un lourd endettement public sans croissance solide. Il est donc primordial que les pouvoirs publics gardent intacte leur détermination à reconstruire le système financier, et luttent contre toute tentation de relâchement. Certes, l'économie réelle finira bien par montrer, dans un avenir peut-être pas si lointain, des signes de retour à la normale, laissant espérer que le redémarrage de la croissance achèvera le travail d'assainissement des bilans des banques. Mais, aussi longtemps que les intermédiaires financiers resteront fragiles, toute amélioration de l'économie réelle ne saurait être que temporaire.

Face à la menace que la profusion d'interventions monétaires et réglementaires fait peser sur la croissance, les responsables devront trouver des solutions satisfaisantes pour en inverser le processus, notamment en désengageant l'État du système financier. Là où elles se sont substituées aux intermédiaires privés, les banques centrales devront se retirer. Et là où il a pu être nécessaire d'augmenter la dépense publique afin de contenir, à court terme, le recul de l'emploi et de la production, il conviendra de ramener les budgets à des niveaux tenables à long terme¹, afin d'éviter que le remède ne se révèle pire que le mal.

Au-delà des défis à court terme – assainir les établissements et marchés financiers, mettre un terme à la récession et rééquilibrer le rôle de l'État dans l'économie –, les autorités doivent s'atteler à une tâche immense, celle de modifier le cadre stratégique général des politiques d'intervention et l'architecture du système financier. À la grande diversité des causes de la crise (décrites au chapitre I) doit répondre un éventail tout aussi large de solutions. Au plan macroéconomique, il conviendra de réviser les politiques responsables des déséquilibres persistants des balances des paiements courants et du bas niveau des taux d'intérêt ; de plus, la politique monétaire devra prendre plus étroitement en compte les prix des actifs et la croissance du crédit. Au plan microéconomique, la multitude des facteurs à l'origine de la crise – distorsion des incitations et inadéquation de la gouvernance d'entreprise, insuffisances dans la gestion des risques et faiblesses des dispositifs réglementaires – exigera des modifications tout aussi radicales des règles régissant les marchés.

Malgré toutes les vertus qu'ils ont démontrées, les marchés ont échoué à plus d'un titre. Il apparaît désormais clairement qu'un système financier, devenu plus complexe parce que plus développé, doit dorénavant être régi

¹ H. Hannoun, « Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off? », allocution prononcée à la 44^e Conférence des gouverneurs des banques centrales de l'Asie du Sud-Est (SEACEN), Kuala Lumpur (Malaisie), 7 février 2009.

par un jeu de règles plus complet². La solidité et l'efficacité d'un système financier décentralisé n'appellent pas **plus** de réglementation ni **plus** de centralisation mais plutôt une **meilleure** réglementation et une **meilleure** surveillance visant à encourager le secteur privé à améliorer les incitations, la gestion des risques et la gouvernance. En outre, la crise a révélé des failles systémiques dans les trois grandes composantes du système financier – instruments, marchés et établissements. Il conviendra, comme préalable à l'élaboration d'une base réglementaire solide, dotée de multiples strates de protection contre les crises futures, de localiser, mesurer et réduire les divers facteurs de risque systémique associés à ces trois composantes clés.

Risques à court terme et stratégies de sortie : reconstruction du secteur financier, politique budgétaire et politique monétaire

Les politiques budgétaires et monétaires mises en place dans le monde pour faire face à la crise sont d'une ampleur et d'une portée inédites. À mesure que les pays du G 20 s'appliquent à mettre rapidement en œuvre des programmes de dépense publique (équivalant, en moyenne, à 2 % du PIB cette année), l'incitation budgétaire ajoute à l'effet des stabilisateurs automatiques. En tête figurent les États-Unis, dont le déficit devrait se creuser de plus de 8 % du PIB entre 2008 et 2009.

Par ailleurs, aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone euro, les autorités monétaires ont recours à des instruments classiques aussi bien que non conventionnels : ainsi, d'un côté, elles ont abaissé leur taux directeur à un niveau égal à zéro (ou proche de zéro) et, de l'autre, elles ont accru fortement leur bilan. Le bilan consolidé de l'Eurosystème est passé de €1 200 milliards à €1 800 milliards ces deux dernières années ; celui de la Banque d'Angleterre a plus que doublé, pour excéder £200 milliards, et il devrait être encore relevé sensiblement ces prochains mois ; enfin, celui de la Réserve fédérale, qui s'établissait à \$900 milliards mi-2008, pourrait dépasser \$3 000 milliards en 2009 (chapitre VI).

Pour reconstruire le système financier, autorités budgétaires, instances de réglementation et banques centrales ont uni leurs forces. Sans nier les progrès accomplis dans la réalisation de cette tâche difficile (chapitre VI), beaucoup reste à faire. Et tout retard risquerait d'affaiblir les efforts entrepris sur d'autres fronts. Il est clair, en effet, que les politiques budgétaires et monétaires ne peuvent produire pleinement leurs effets aussi longtemps que le processus d'intermédiation financière est grippé. Et, tant que les grandes banques internationales se montreront réticentes à financer l'activité dans le monde émergent – principal moteur de l'expansion économique mondiale durant la décennie écoulée –, les perspectives de croissance et de développement y seront compromises.

² Comme le fait remarquer John McMillan, on ne peut pas compter uniquement sur l'incitation des agents et l'autorégulation. Le fonctionnement de l'économie informelle illustre bien que la capacité du marché à s'organiser lui-même se limite, le plus souvent, aux transactions modestes et simples. Dépasser le stade informel exige des règles et une instance de réglementation, grâce auxquelles l'État intervient pour protéger les droits de propriété et veiller au respect des engagements. J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W.W. Norton, 2002.

Les efforts de sauvetage sans précédent déployés jusqu'ici sont porteurs de risques tangibles, dont il convient de dresser l'inventaire pour rappeler les difficultés auxquelles les autorités, en œuvrant à restaurer la stabilité dans le système économique et financier mondial, seront confrontées au cours des mois et années à venir.

Risques liés à la reconstruction du système financier : sauvetage des établissements

Les programmes de sauvetage financier – garanties, transferts d'actifs, recapitalisations et nationalisations – soulèvent deux questions : leur réelle efficacité et les stratégies de désengagement.

L'histoire l'a montré, le retour rapide à la normale, après une crise bancaire, suppose de comptabiliser les pertes sans délai et de procéder à des interventions et à des restructurations à la fois rapides et massives (encadré VI.B). Pour rétablir des conditions de prêt normales, il faut éliminer les créances douteuses et recapitaliser les banques en toute transparence. Or, le traitement de la crise actuelle a été lent, suscitant, sur les marchés, des interrogations quant à l'ampleur et à la répartition des pertes, d'une part, et quant à leur inscription au bilan, d'autre part. Cette incertitude n'a servi qu'à prolonger les doutes et à contrarier les efforts des autorités pour restaurer la confiance dans le système financier.

Il faut que les pouvoirs publics prennent des mesures plus énergiques pour assainir les banques insolvables mais aussi que les intermédiaires adaptent leur modèle aux nouvelles conditions – entités hors bilan réintégrées dans les bilans bancaires, titrisation plus difficile et financement de gros plus coûteux. Au final, les établissements devront, sans doute, revenir à une taille plus modeste, avec un effet de levier moins important, et les détenteurs du capital devront, très probablement, se contenter de rendements plus bas.

Les subventions et participations de l'État ont pesé sur les finances publiques sans vraiment répondre à la nécessité d'assainir les banques ; elles ont, en outre, faussé les conditions de concurrence aux plans national et international, en pénalisant les banques solides, encore bien gérées, et autres signatures solvables, qui apparaissent maintenant plus fragiles que les établissements subventionnés ou contrôlés par l'État. Au final, la réticence des autorités à agir rapidement pour assainir les banques, dont un grand nombre sont désormais détenues, pour une large part, par le secteur public, pourrait bien retarder le rétablissement.

Les banques doivent, certes, renouer avec l'activité de prêt, mais elles doivent aussi se résoudre à devenir plus petites, moins complexes et plus prudentes. Là encore, même s'ils ont été indispensables, les plans de sauvetage mis en œuvre jusqu'ici par les pouvoirs publics semblent entraver ce nécessaire ajustement, au lieu de le faciliter. En aidant les banques à se financer et à se recapitaliser, ils exonèrent leurs dirigeants des difficiles décisions requises pour réduire à la fois la taille du bilan (diminution de l'effet de levier) et le niveau de risque (réallocation des actifs). Et, en favorisant le rachat par d'autres banques des établissements en difficulté – solution classique –, les pouvoirs publics font naître des groupes financiers si grands et

si complexes que même leur direction, peut-être, n'est pas en mesure d'en appréhender l'exposition au risque. En dépit d'inquiétudes quasi générales entourant ces établissements « trop grands pour faire faillite », les mesures d'urgence prises par les autorités contribuent paradoxalement à accroître la concentration du secteur financier et le risque systémique.

Les stratégies à adopter pour sortir des divers plans de sauvetage nationaux dépendront évidemment de la nature du soutien offert à l'origine. Des clauses d'extinction automatique prévues dans les dispositifs créés dans l'urgence en matière d'assurance des dépôts et de garantie de la dette peuvent assurer la disparition à terme de ces dispositifs ; et puisque les injections de capital sont souvent assorties de conditions pénalisantes, les banques sont incitées à rembourser sans tarder. Les banques nationalisées ou quasi nationalisées présentent le cas le plus épineux. Même si elles sont assainies et vendues rapidement, il est possible que l'État conserve les créances douteuses un certain temps encore.

Pour résumer, il est essentiel que les autorités interviennent rapidement et résolument pour assainir le système financier. Elles doivent afficher leur volonté de mener leur tâche à bien et exposer clairement les conditions et le calendrier de leur désengagement. De même que les banques centrales doivent permettre aux marchés financiers d'assumer à nouveau leur fonction, les pouvoirs publics doivent prendre les dispositions nécessaires pour restituer au secteur privé la propriété et le contrôle des établissements, le tout dans la perspective d'un retour à une saine concurrence au sein du système.

S'il est essentiel que l'État se désengage, il ne doit pas le faire prématurément. Même si un redressement de l'économie réelle semble s'amorcer, la tâche doit être menée à son terme. Pour relancer le système financier, le risque n'est pas d'en faire trop, mais de s'arrêter trop tôt.

Risques liés à l'assainissement du secteur financier : réglementation des banques

En se fixant comme objectif à moyen terme la réforme de la réglementation bancaire, les autorités cherchent à renforcer la gestion des fonds propres réglementaires et de la liquidité, à instaurer des mesures plus simples de l'effet de levier et à améliorer l'évaluation de facteurs de risque plus complexes. À ces efforts s'ajoute la nécessité de faire face à la menace, née de la crise, qui pèse sur les activités bancaires transfrontières.

Les investisseurs éprouvent désormais une profonde aversion pour le risque, qui les conduit, dans leur évaluation des établissements financiers, à exiger davantage de fonds propres, qui plus est constitués surtout d'actions ordinaires, à la fois en relation avec le total des actifs et le total des actifs pondérés des risques, au-delà des minima réglementaires en vigueur.

La recherche de la stabilité à court terme soulève la délicate question du risque subjectif, ou aléa moral (chapitre VI). En limitant les pertes subies par les détenteurs des titres (propriété et dette) des grandes banques, ainsi que la rémunération des dirigeants et des opérateurs de marché, les plans de sauvetage réduisent l'incitation à assurer le suivi des risques à l'intérieur comme à l'extérieur des établissements.

Dans le domaine de l'évaluation des risques, les autorités pourraient aggraver les problèmes qu'elles s'efforcent de résoudre. Ainsi, comme indiqué précédemment, les plans de sauvetage accroissent la concentration au sein du secteur financier et le risque systémique, alors même que les réformes prudentielles visent à rendre ces risques plus gérables. Les autorités de nombreux pays en sont, heureusement, bien conscientes et s'emploient à trouver des solutions. En vérité, plus les établissements financiers deviennent complexes, plus les exigences en termes de gestion des risques se multiplient. Aujourd'hui, un conglomérat financier possède des centaines de filiales, opérant, toutes, de façon quasi indépendante ; personne n'est en mesure de comprendre les activités de chacune. Personne ne peut non plus appréhender totalement les interactions susceptibles de s'exercer en cas d'incident majeur : cela donnerait à penser qu'une gestion des risques à l'échelle du groupe est alors impossible. En outre, les banques sont souvent non seulement trop grandes mais aussi trop interdépendantes pour faire faillite, du fait des multiples relations qu'elles ont tissées. Les autorités doivent s'assurer que le fonctionnement des groupes reste compréhensible tant pour les dirigeants que pour les instances de réglementation et de surveillance. Dorénavant, un établissement trop grand ou trop interconnecté pour faire faillite devra aussi être trop grand pour exister.

L'internationalisation des réseaux ajoute un élément de complexité. Les grands groupes bancaires opèrent, en effet, dans des dizaines de pays (sur son site Internet, Citigroup en cite exactement cent). Certes, cette dimension mondiale de l'intermédiation renforce l'efficacité du système financier. En rendant moins nécessaire le rapprochement physique entre prêteurs et emprunteurs, les banques internationales facilitent les échanges de biens et de services, de même que les mouvements de capitaux transfrontières. Mais, ayant vu des établissements à capitaux étrangers réduire leurs activités en temps de crise, peut-être les États se montreront-ils moins enclins à les laisser opérer sur leur territoire, et les autorités de contrôle, plus soucieuses de protéger leur système financier contre un éventuel désengagement précipité des banques étrangères. En entravant la circulation des capitaux, ce protectionnisme financier freinerait les échanges de biens et de services, au détriment de la croissance et du développement.

En résumé, les autorités devront rechercher un équilibre entre stabilité et efficacité. Limiter l'aléa moral, ainsi que la taille et la complexité des établissements, de même que leur degré d'internationalisation, aura un coût en termes d'économies d'échelle et de gamme. Il pourrait, certes, en résulter un système financier plus sûr et plus stable, mais aussi moins efficace. Il est dès lors crucial que les autorités s'emploient à édifier un système aussi efficace que possible, avec un seuil de tolérance au risque qu'elles auraient elles-mêmes défini.

Risques liés à la politique budgétaire

On peut s'interroger sur l'efficacité à court terme des relances budgétaires non seulement parce que le système financier présente des dysfonctionnements, mais aussi parce que la nécessité de recourir à

l'expansion budgétaire et la marge de manœuvre pour le faire varier d'un pays à l'autre. À plus long terme, les risques qui pèseront sur les stratégies de sortie et la tenabilité des programmes seront subordonnés à l'ampleur de l'engagement public.

La nécessité de recourir à l'expansion budgétaire dépend, en partie, du degré effectif de stimulation attendu d'un niveau donné d'incitation. Son résultat économique – effet sur la croissance et l'emploi d'une expansion budgétaire de 1 % du PIB, par exemple – varie selon les pays, en raison, entre autres, de différences dans la structure économique et dans la composition (fiscalité, dépense et subvention) des programmes mis en place.

La capacité d'expansion budgétaire d'un pays peut être mesurée par le ratio dette publique/PIB avant la crise. Dans la plupart des grandes économies industrialisées, ce ratio se situait entre 60 % et 70 % (Allemagne, États-Unis, France et Royaume-Uni). Dans d'autres, comme l'Italie et le Japon, où il dépassait 100 %, la marge de manœuvre budgétaire apparaît beaucoup plus restreinte. Dans l'ensemble, ces différences ne semblent pas avoir affecté, jusqu'ici, les capacités d'emprunt (chapitre VI). Mais les programmes de relance pourraient rapidement se traduire par une hausse du coût de l'emprunt.

La politique budgétaire présente un grave risque d'excès, même dans les pays disposant d'une marge de manœuvre confortable. Pour être efficaces et ne pas entraîner de distorsion majeure, les programmes doivent s'appliquer au *moment opportun*, viser des *objectifs précis* et être *limités dans le temps*, exigences rarement réunies dans les démocraties représentatives. La première exigence se heurte à la longueur du processus législatif et des procédures de décaissement de sommes importantes. Pour la deuxième, un ciblage précis des objectifs est, certes, le plus à même d'optimiser la dépense totale, mais, pour la classe politique, il est plus bénéfique de viser le plus grand nombre. Le point d'achoppement pour la troisième exigence est qu'il est beaucoup plus facile d'alléger la fiscalité et d'accroître la dépense que l'inverse, et donc que l'expansion budgétaire a tendance à se pérenniser et à alourdir durablement les déficits.

Les plans de relance sont aussi porteurs, de par leur ampleur, de risques à moyen terme dont les autorités doivent se préoccuper dès à présent. D'une part, les autorités budgétaires risquent d'avoir épuisé leur capacité d'endettement avant d'avoir pu mener à bien l'assainissement du système financier. D'autre part, on ne peut exclure que les programmes de relance orientent à la hausse les taux d'intérêt réels et les anticipations d'inflation. Ces risques peuvent paraître minimes aujourd'hui – la crise soutient l'épargne privée et bride l'investissement privé, de sorte que les capacités productives excédentaires sont importantes –, mais ils s'intensifieront avec la normalisation des conditions. Il pourrait en résulter une soudaine augmentation des taux d'intérêt, alliée à d'amples fluctuations de change.

L'incidence des déficits budgétaires sur les taux d'intérêt réels relève du phénomène bien connu d'éviction : une dépense publique additionnelle en biens et services entraîne une baisse de l'investissement privé. L'expérience de ces dernières décennies montre qu'une élévation de 10 points de pourcentage

du ratio dette publique/PIB à l'échelle mondiale se traduirait, à terme, par une hausse du taux d'intérêt réel de près de 0,4 point de pourcentage³.

Les déficits budgétaires peuvent, aussi, entraîner une élévation des anticipations d'inflation. Bien que les États refusent rarement d'honorer leurs dettes⁴, ils peuvent en alléger le poids en modifiant les conditions de remboursement ou, comme dans la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale, en recourant à l'inflation⁵. De nos jours, les porteurs d'obligations sont bien conscients de ce risque ; de ce fait, toute embellie – même minime – dans la sphère réelle pourrait provoquer une hausse des taux nominaux, laquelle entraînerait une forte pentification de la courbe des rendements et étoufferait la reprise naissante ; s'ensuivraient des ajustements de portefeuilles internationaux, qui intensifieraient la volatilité des changes.

L'incidence possible des relances budgétaires sur les taux d'intérêt nominaux à long terme ne s'arrête pas là. Une longue stagnation de l'économie réelle pourrait faire douter de la capacité de la politique budgétaire à faciliter la reprise (chapitre VI). L'atonie persistante de l'activité pourrait conduire l'opinion à craindre que les déficits publics restent amples plusieurs années encore. Les investisseurs et intermédiaires pourraient alors se détourner des titres de dette souveraine à long terme, ce qui tendrait les taux d'intérêt et, partant, les coûts de financement. Pour rendre la situation budgétaire à nouveau acceptable, des réductions draconiennes des dépenses et des hausses d'impôt deviendraient alors nécessaires. L'accroissement des primes sur la dette souveraine déjà constaté et les récents avertissements sur la note de crédit des économies industrialisées montrent qu'une augmentation rapide des taux d'intérêt nominaux à long terme est un risque non négligeable.

Si l'expansion budgétaire est indispensable pour amortir l'impact de la récession mondiale et retrouver le chemin de la reprise, les pouvoirs publics doivent inscrire leurs programmes de relance dans une logique de tenabilité à long terme. Autrement dit, tout en s'efforçant de revitaliser l'économie réelle et les flux de crédit, ils doivent, premièrement, prévoir les modalités de sortie de ces programmes et, deuxièmement, privilégier les mesures d'ajustement favorisant une hausse de l'épargne et une baisse de l'endettement total.

S'agissant de la sortie des programmes, il est simple de prévoir des dispositions permettant d'abandonner les mesures de relance dès que l'emploi aura retrouvé sa tendance historique. Se pose toutefois un problème de crédibilité : les promesses politiques faites aujourd'hui peuvent facilement être rompues demain ; il faudra donc que les clauses d'extinction ne puissent en aucun cas être remises en question.

Quant aux mesures d'ajustement, il convient de rappeler que l'endettement excessif des ménages et des établissements financiers a joué un

³ C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee, *The case for global fiscal stimulus*, IMF Staff Position Note, n° SPN/09/03, mars 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf.

⁴ C. Reinhart et K. Rogoff, *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER Working Papers, n° 13882, mars 2008, www.nber.org/papers/w13882.

⁵ Pour plus de précisions, voir C. Reinhart et K. Rogoff, *The forgotten history of domestic debt*, NBER Working Papers, n° 13946, avril 2008, www.nber.org/papers/w13946.

rôle central dans la crise. Pour que l'économie retrouve une croissance saine, le volume des emprunts doit baisser ; il faut pour cela que les ménages épargnent davantage et que le secteur financier réduise l'effet de levier. Il est dès lors évident que des politiques budgétaires destinées à favoriser la consommation et l'emprunt pourraient entraver ce nécessaire mais difficile ajustement.

Risques liés à la politique monétaire

Il convient de préciser d'emblée que les banques centrales opèrent bien au-delà de leur champ d'action traditionnel. Par leur caractère inédit, la détente monétaire et l'expansion des bilans des banques centrales (chapitre VI) présentent une multitude de risques économiques. Il se peut, d'une part, que ces mesures soient insuffisantes pour placer l'économie sur la voie de la reprise et, d'autre part, que les banques centrales éprouvent des difficultés à se désengager suffisamment tôt pour éviter une poussée d'inflation lorsque la croissance et l'emploi redémarreront.

De l'avis général, compte tenu de la situation critique des banques et des marchés, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que de prendre en charge, dans l'urgence, une grande partie de l'intermédiation financière de gros. Mais il se peut que leurs bilans, bien que techniquement extensibles à volonté, atteignent, avant même que les besoins de l'économie ne soient satisfaits, des seuils dont le franchissement ne serait ni réalisable ni souhaitable.

Et comment, quand la reprise sera avérée, les banques centrales pourront-elles commencer à relever les taux directeurs et, après leurs interventions massives, se désengager des marchés monétaires ? Les défis techniques sont bien moins délicats que les défis politiques. Du point de vue opérationnel, en effet, le gonflement actuel de leur bilan ne constitue pas nécessairement un obstacle à un retour à la croissance : le moment venu, les banques centrales peuvent durcir les conditions financières, soit en relevant leurs taux directeurs, soit en émettant des obligations afin de drainer les réserves excédentaires, tout en conservant les actifs difficiles à vendre⁶. S'il se peut que les bilans des banques centrales, parce qu'ils comportent des actifs illiquides, restent importants pour un temps encore, il sera possible de resserrer les conditions financières d'une manière qui permette aux autorités monétaires de se désengager adroitement de mesures d'assouplissement non conventionnelles.

Les difficultés viendront plutôt du choix du moment opportun et des enjeux politiques du désengagement. L'histoire montre que, lorsqu'elles tentent de stabiliser l'expansion, les autorités monétaires – sous le regard sourcilleux de la classe politique – ont tendance à intervenir lentement, resserrant les conditions financières à pas mesurés, par crainte d'agir

⁶ S'agissant de la première option, l'existence de facilités permanentes assorties d'une rémunération sur les réserves excédentaires des banques commerciales facilite un rapide relèvement des taux. Quant à la seconde, une solution équivalente consiste, pour le ministère des Finances ou le Trésor, à émettre des titres souverains aux fins de dépôt auprès de la banque centrale. Une coordination entre les deux autorités est alors essentielle pour mener à bien cette opération, parce qu'elle oblige à reconnaître le lien entre la politique de bilan de la banque centrale et la gestion de la dette publique.

prématurément ou trop énergiquement. Comme, cette fois, les mesures d'expansion ont été prises en réaction à un quasi-cataclysme, les craintes d'un désengagement trop rapide pourraient amener les banques centrales à un resserrement trop tardif. La grande et légitime préoccupation est que, auparavant, l'assouplissement spectaculaire de la politique monétaire se soit traduit par une expansion des agrégats larges de monnaie et de crédit, laquelle nourrirait l'inflation, qui stimulerait, à son tour, les anticipations d'inflation, voire alimenterait une nouvelle bulle des prix des actifs, ouvrant ainsi la voie au prochain cycle financier expansion-contraction.

Enfin, il est indispensable que les banques centrales mettent un terme à leur rôle d'intermédiaire en dernier ressort. Se substituant largement à des marchés et intermédiaires moribonds, les banques centrales ont créé le risque que les acteurs privés soient incapables de reprendre leurs activités d'intermédiation sans délais ou sans heurts, ou de les assumer sous une forme nouvelle. Des instruments tels que le papier commercial et les formes simples de titrisation doivent faire leur retour, de même que les intervenants tels que les teneurs de marché et les arbitragistes. Toute mesure prise par les autorités pour se substituer temporairement aux agents privés doit toujours avoir pour objectif ultime le retour de ces agents.

Sur le front politique, les banques centrales ont compris qu'elles devaient intervenir rapidement hors de leur sphère traditionnelle, ce qui les a empêchées de bien mesurer les conséquences de cette nouvelle approche en termes de gouvernance, et les a exposées à d'importants risques politiques à long terme.

L'un de ces risques tient au fait que les autorités monétaires ont soutenu certains métiers et emprunteurs au détriment d'autres, biaisant les conditions de concurrence dans certains secteurs. Par principe, les banques centrales opèrent sur des marchés profonds, par souci d'impartialité et afin d'éviter de créer des distorsions de prix. Cependant, dans l'environnement actuel, une politique de « neutralité des actifs » n'est tout simplement pas possible.

Autre risque : les facilités exceptionnelles de prêt et d'achat d'actifs instituées par les banques centrales ont estompé la distinction traditionnelle entre politique monétaire et politique budgétaire et, partant, entre les interventions des banques centrales et l'action gouvernementale. Il se peut que certaines des mesures de politique monétaire non conventionnelles parmi les plus risquées génèrent, à terme, de lourdes pertes, que le contribuable devra assumer. Cela pourrait susciter une dangereuse réaction contre le statut des banques centrales, dont les décisions sont prises par des responsables nommés et indépendants des gouvernements élus.

En résumé : persévérance dans l'action et tenabilité des orientations

Les instances de réglementation du secteur financier, les autorités budgétaires et les banques centrales sont exposées à de grands risques. Pour éviter d'accentuer ou de prolonger la crise, elles doivent agir vite, mais sans entraver l'ajustement ni ajouter aux distorsions dans les flux financiers. Les pouvoirs publics peuvent être tentés de subventionner des secteurs appelés à se contracter, alors qu'il convient de laisser les perdants assumer leur échec. Ils

peuvent être tentés d'inciter les banques à prêter à ceux qui devraient moins emprunter, ce qui ne permettrait pas de sortir de l'effet de levier. Et ils seront tentés de fermer les yeux sur des établissements insolvable, leur permettant de rester en activité, alors que – l'expérience l'a montré – il faut fermer les banques moribondes ou les remettre sur pied au plus vite. Dans toutes ces situations, les pouvoirs publics doivent prendre conscience qu'en appliquant un traitement rapide, malgré la controverse politique, ils agissent dans l'intérêt général.

Élaboration d'un système financier plus stable

Si, dans l'urgence, les médecins ont pour priorité de sauver la vie du patient, ils sont aussi chargés de veiller à sa santé à long terme. Il en va de même pour le système financier. Alors que les autorités s'emploient actuellement à résoudre la crise, elles s'efforcent aussi de bâtir un système financier plus stable, qui réduirait l'éventualité d'une prochaine crise ou en atténuerait les répercussions.

Il est impossible de construire un système financier parfaitement sûr, capable de continuer de fonctionner normalement en cas de défaillance. À cela, deux raisons : l'innovation – indispensable au progrès – et les limites de la compréhension humaine face à un monde financier complexe et décentralisé. Une amélioration des politiques macroéconomiques, de la réglementation et du contrôle du respect des normes, allié à un renforcement de la gouvernance et de la gestion des risques dans le secteur privé, devrait toutefois produire une structure plus robuste. Pour asseoir la stabilité financière sur des bases solides, il faut définir, premièrement, des politiques macroéconomiques de nature à contrer une explosion des prix des actifs et à modérer l'amplitude des cycles du crédit et, deuxièmement, des politiques macroprudentielles permettant aux instances de réglementation et de surveillance d'adopter une perspective plus systémique.

Pour élaborer un cadre qui rende le système financier plus stable et plus résistant, il est primordial d'identifier ses sources de faiblesse – à savoir les composantes qui, si elles étaient touchées, feraient s'écrouler le système tout entier. Si le processus de réforme permettait d'identifier et d'atténuer ces risques systémiques, tout en incitant les agents privés à une attitude plus responsable, le système dans son ensemble serait moins sujet à défaillance et plus résistant, même en cas de graves difficultés.

Cadre visant à réduire le risque systémique dans le système financier

Comme préalable à la conception d'un cadre général à même de préserver la stabilité financière, il convient de déterminer les sources de risque systémique au sein de chacune des trois composantes essentielles du système financier : **instruments**, intégrant notamment prêts, obligations, actions et instruments dérivés ; **marchés**, couvrant les opérations bilatérales de gré à gré et les marchés organisés ; et **établissements**, comprenant notamment les banques, maisons de titres, entreprises d'assurance et fonds de pension. Ces trois composantes peuvent toutes comporter des risques systémiques qu'il faut

atténuer pour éviter un effondrement du système financier. On ne pourra pas se contenter d'intervenir sur une seule de ces composantes. En effet, pour assurer la sécurité du système, il faudra renforcer la stabilité et la résilience dans chacune des trois composantes et, pour ce faire, combler les lacunes du champ réglementaire. De fait, aucune ne doit échapper à une réglementation appropriée.

Afin de garantir la stabilité financière, il convient de remédier aux externalités – en l'occurrence, les coûts qu'un établissement financier, du fait de ses agissements, impose aux autres mais qu'il n'assume pas lui-même. En termes de risque systémique, deux externalités dominent : la première recouvre les défaillances collectives d'établissements dues à des **expositions communes**, survenant à un moment donné en raison de chocs externes au système (y compris crises de crédit ou de liquidité, voire cumul des deux) ou survenant dans le réseau complexe des transactions journalières entre les intermédiaires. La deuxième externalité est ce qu'on appelle désormais la **procyclicité**, autrement dit, le fait que, au fil du temps, la dynamique du système financier et celle de l'économie réelle se renforcent mutuellement, accroissant l'amplitude des cycles expansion-contraction et nuisant à la stabilité dans l'une et l'autre sphère. Un cadre bien conçu, couvrant chacune des trois composantes (instruments, marchés et établissements), permettra d'atténuer ces facteurs d'instabilité.

Après avoir identifié les sources de risque systémique, il s'agit de créer des mécanismes institutionnels qui renforcent la sécurité, associant des interdictions formelles, qui devraient rester rares, à des réglementations qui augmentent le coût des activités en fonction des risques systémiques qu'elles génèrent. Les sections qui suivent énoncent diverses mesures susceptibles de limiter les risques systémiques découlant des trois composantes du système financier, par ailleurs inextricablement liées (chapitre III). De fait, il n'y a pas de distinction nette entre un système fondé sur l'intermédiation bancaire et un système fondé sur les marchés ; les instruments de marché apparaissent aussi bien au bilan qu'au hors-bilan des établissements. Il convient donc de considérer les mesures suggérées ici comme interdépendantes.

Mesures visant à améliorer la sécurité des instruments financiers

L'opacité, la complexité et le volume des transactions sur certains instruments sont sources de risque systémique. Les exemples les plus récents ont été les produits structurés (notamment la titrisation de prêts hypothécaires à risque), difficiles à comprendre, à évaluer et à vendre. Un premier risque systémique découle de leur évaluation, manifestement peu fiable, qui non seulement complique la gestion des risques au sein des établissements, mais rend l'appréciation déjà difficile des expositions communes plus délicate encore. Comment les autorités (et pas seulement elles) peuvent-elles déterminer si une position importante ou une série de relations de contrepartie présente un risque systémique de défaillances collectives si elles ne comprennent pas les instruments financiers eux-mêmes ?

Un deuxième risque systémique engendré par de tels instruments est leur tendance à exacerber la procyclicité. Ainsi, les boums sont, en principe,

propices à l'innovation financière. En période de prospérité, établissements et investisseurs n'ont pas peur d'expérimenter. Les premiers créent de nouveaux instruments non éprouvés, difficiles à comprendre et à évaluer, tandis que les seconds peuvent se laisser persuader qu'innovation et originalité sont synonymes de sécurité. D'autant que les vendeurs ne sont guère encouragés à tempérer l'enthousiasme. En période d'euphorie, l'innovation financière tendra ainsi à créer des risques latents sous-tarifés. Mais, à mesure que les tensions apparaissent et que le boum s'essouffle, les risques deviennent perceptibles et se matérialisent, amplifiant les dégagements amorcés. Indéniable source de progrès, l'innovation financière elle-même devient ainsi un facteur de procyclicité et de risque systémique.

Pour autant, il ne faudrait pas renoncer à l'innovation, mais s'efforcer de trouver un juste équilibre entre créativité et sécurité, en limitant les risques que de nouveaux instruments peuvent faire peser sur le système tout entier. Il faudrait prévoir une forme d'enregistrement des produits visant à en réduire l'accès en fonction du degré de risque, à l'instar de la certification des produits pharmaceutiques : les titres les moins risqués pourraient ainsi être en vente libre, comme les médicaments délivrés sans ordonnance ; viendraient ensuite les instruments accessibles avec autorisation expresse, comme les médicaments délivrés sur ordonnance ; puis viendraient les titres disponibles en quantités limitées destinés à l'usage de particuliers et d'établissements habilités, comme les médicaments au stade expérimental ; et enfin, au niveau le plus bas, on aurait les titres interdits à la vente. Un instrument pourrait être autorisé ou passer dans la catégorie supérieure seulement après des essais concluants (à l'instar des essais cliniques), sur une base réelle à petite échelle et sur une base théorique de simulation de graves tensions.

Un tel système d'enregistrement et de certification de titres favoriserait la transparence et la sécurité. Mais, comme pour les fabricants de produits pharmaceutiques, un mécanisme devrait contraindre les émetteurs de titres à répondre de la qualité de ce qu'ils vendent. Autrement dit, les émetteurs endosseront une responsabilité accrue dans l'évaluation des risques de leurs produits.

Mesures visant à améliorer la sécurité des marchés financiers

La crise a montré que les marchés ne s'autorégulent pas toujours, mettant ainsi en péril le système financier tout entier. Le principal risque systémique pour un marché financier est l'illiquidité – effondrement dû à la soudaine apparition d'un grand nombre de vendeurs et la disparition des acheteurs. Outre qu'elle a engendré une situation d'illiquidité, la crise a démontré, une fois encore, la pertinence des leçons tirées de l'expérience du fonds alternatif LTCM en 1998 : premièrement, l'aptitude à acheter et vendre le risque renforce certes l'efficacité, mais une position suffisamment importante détenue par un seul établissement peut être source d'expositions communes mettant le système en danger ; deuxièmement, quand les transactions sont bilatérales, comme c'est le cas sur le gré à gré, la défaillance d'un particulier ou d'un établissement peut, par le jeu des relations entre établissements et marchés, générer des défaillances collectives.

Les marchés financiers peuvent aussi accentuer la procyclicité du système. Les parties aux transactions de gré à gré exigent généralement une sûreté pour atténuer leurs risques de contrepartie. Cela étant, un manque de transparence quant aux expositions peut exacerber les inquiétudes plus générales et amplifier le cycle de deux façons. Premièrement, en période de tensions, les exigences en matière de sûretés sont susceptibles de rendre plus difficile le refinancement de leurs positions, car l'accroissement du risque induit tout naturellement une hausse des dépôts de garantie. Deuxièmement, la montée de l'incertitude suscitée par la crise pèse sur les marchés des titres utilisés comme sûretés dans les transactions sur dérivés de gré à gré, créant un risque de contagion sur ces marchés. Il en résulte un phénomène de procyclicité : les replis induisent une hausse des dépôts de garantie et une contraction de la liquidité, entraînant un recul généralisé, ce qui aura, bien entendu, des conséquences pour l'économie réelle.

Une façon de remédier à une partie au moins des risques systémiques créés par le gré à gré est de remplacer les opérations bilatérales par des transactions faisant intervenir une contrepartie centrale, servant d'intermédiaire et de contrepartie exclusive pour les acheteurs et les vendeurs. Même si la position de contrepartie centrale semble parfaitement couverte – ses achats correspondant exactement à ses ventes –, elle reste cependant exposée au risque de défaut à l'échéance d'un paiement. Pour atténuer ce risque, la contrepartie centrale exige donc de chaque participant qu'il détienne un compte de garantie dont le solde est déterminé par la valeur de l'encours des contrats ; plus le marché est volatil, plus les appels de marge sont élevés et plus il devient coûteux de détenir des positions importantes. En exigeant donc que toutes les transactions de gré à gré soient effectuées sur la même plateforme ou le même groupe de plateformes, les autorités n'auront aucune difficulté à collecter et à diffuser l'information qui permettra aux intervenants de gérer, et aux autorités de surveiller, la concentration des expositions individuelles et les interrelations. En ce sens, l'existence d'une contrepartie centrale pourrait contribuer à réduire le risque d'expositions communes et modérer la volatilité des marchés.

Grâce à une contrepartie centrale, il est, en outre, possible d'atténuer la procyclicité qui découle de la tendance des différentes contreparties à accroître les dépôts de garantie en périodes de tensions financières. La hausse de la volatilité des prix, jointe à l'incertitude quant à la qualité de crédit des contreparties, augmente les exigences en matière de garantie, ce qui peut imposer des ventes forcées, qui, comme la crise financière l'a révélé, surviennent au pire moment possible. Or, avec une contrepartie centrale, les conditions concernant les dépôts de garantie n'étant plus fixées par les parties individuelles, ces dépôts n'augmenteraient pas nécessairement en cas de tensions sur les marchés, ce qui, à tout le moins, réduirait la procyclicité⁷.

⁷ Il est important de noter qu'une contrepartie centrale s'apparente à une entreprise d'assurance et qu'elle peut faire faillite, de sorte qu'en dernier ressort, elle comptera sur les pouvoirs publics en cas d'événement systémique. Ainsi, à titre de prévention, la contrepartie centrale doit être soumise à une forme de surveillance qui pourrait limiter sa taille ainsi que la concentration des expositions qu'elle réunit. Autrement dit, les établissements ayant des expositions sur dérivés sont tenus de détenir des fonds propres suffisants pour couvrir ces expositions (*infra*).

Pour être accepté par une contrepartie centrale, un instrument doit être relativement standard et satisfaire à des exigences de documentation. Par ailleurs, des données fiables concernant les prix doivent permettre à la contrepartie centrale d'ajuster régulièrement aux prix du marché les comptes de garantie des participants. Comme un grand nombre de dérivés de gré à gré satisfont déjà à ces critères, ou pourraient y répondre moyennant quelques adaptations mineures, les exigences ne semblent pas représenter une grosse contrainte.

L'étape suivante en matière d'organisation des marchés consistera à associer la contrepartie centrale à un marché organisé comme plateforme de négociation. Cette association aura pour principal avantage de garantir la transparence des prix avec une moindre dépendance vis-à-vis des teneurs de marché. Elle contribuera donc à plus de stabilité, les marchés organisés étant les plus aptes à continuer de fonctionner en période de crise, avec quelques problèmes néanmoins. En effet, la transparence des prix réduit le besoin de recourir à des teneurs de marché, ce qui rend les transactions sur d'importants volumes plus difficiles. Ce problème est à l'origine de la création de marchés organisés et de plateformes de négociation conçus pour traiter de grosses transactions mais présentant un moindre degré de transparence.

En somme, pour réduire les expositions communes et la procyclicité qui met la stabilité du système en péril, il faudrait nettement se détourner du gré à gré pour le négoce d'instruments qui étaient, jusqu'ici, essentiellement traités sous cette forme. La détermination du mécanisme de négoce le plus adapté à un titre particulier dépendra des risques systémiques qu'il présente, et, au final, il appartiendra à chacun de décider de la façon de conduire ses opérations. Mais en établissant une hiérarchie des risques liés aux diverses structures, les autorités dispenseront implicitement des mises en garde ; et en rendant plus coûteuses les activités qui accentuent le risque systémique, elles contribueront à la stabilité financière.

Mesures visant à améliorer la sécurité des établissements financiers : cadre macroprudentiel

Par définition, la surveillance microprudentielle met l'accent sur les risques au sein des différents établissements, ne s'occupant pas des externalités que sont les expositions communes et la procyclicité. Depuis plusieurs années, les travaux menés à la BRI soulignent qu'il est nécessaire que les instances de réglementation et de surveillance adoptent des politiques macroprudentielles qui soient attentives au contrôle des risques au niveau du système. Il s'agit de calibrer les outils prudentiels – exigences de fonds propres, provisionnement, ratios d'endettement et autres – pour remédier aux expositions communes et aux défaillances collectives, d'une part, et à la procyclicité, d'autre part⁸.

⁸ Cette analyse estompe largement la distinction entre provisions et fonds propres, tous deux étant conçus pour absorber les pertes. Les provisions sont détenues pour se couvrir contre les pertes **attendues**, les fonds propres, pour se protéger des pertes **inattendues**.

Expositions communes

La crise actuelle a montré très clairement comment des expositions communes peuvent amener à la défaillance simultanée d'une grande diversité d'établissements. La similarité de la composition de leurs portefeuilles ou la présence d'expositions croisées (directes ou indirectes) au risque de contrepartie crée une étroite interdépendance entre établissements financiers. Par conséquent, le risque à l'échelle du système résulte non seulement de la somme des risques au sein de chaque établissement, mais aussi du degré de corrélation entre les bilans des établissements : en principe, plus la corrélation est forte, plus le risque systémique est élevé. Autrement dit, un secteur financier comptant un petit nombre de grands établissements ne présente pas nécessairement plus de risques que celui qui comporte un grand nombre de petits établissements au bilan identique. Le problème dans l'un et l'autre cas est que, parce qu'il ne traduit que les risques auxquels les établissements sont exposés individuellement et non pas le risque qu'ils font peser sur le système tout entier, le niveau de fonds propres détenus par chacun sera sans doute trop faible⁹. Les propositions qui visent à atténuer les risques découlant d'expositions communes portent sur la mise en place d'une ***exigence de fonds propres pour risque systémique***, conçue pour que soit affectée à chaque établissement une charge proportionnelle à sa contribution au risque général¹⁰.

Pour instituer un tel dispositif, il faut avoir une mesure du risque systémique et connaître la contribution marginale de chaque établissement à ce risque. Les outils statistiques nécessaires à ce calcul sont encore perfectibles. Toutefois, les travaux menés à la BRI ont débouché sur un procédé d'évaluation de la contribution marginale de chaque établissement au risque systémique. L'une des conclusions de ces travaux est que, comme on pouvait s'y attendre, les grandes banques contribuent plus que proportionnellement aux risques systémiques, tout comme les banques les plus directement exposées à des chocs d'ampleur systémique. Ce résultat montre qu'il est peut-être souhaitable d'obliger les acteurs importants ou interdépendants à détenir plus de fonds propres et à réduire leur effet de levier, taxant en quelque sorte la taille pour créer des conditions de concurrence égales d'un point de vue systémique (encadré VII.A)¹¹.

Les établissements trop grands pour faire faillite – ceux qui, à eux seuls, créent un risque systémique intolérable parce que de nombreux autres leur

⁹ Pour plus de précisions, voir, par exemple, S. Morris et H. Shin, *Financial regulation in a system context*, Brookings Papers on Economic Activity, n° 2, 2008, pp. 229–261.

¹⁰ Une exigence de fonds propres pour risque systémique compléterait utilement le ratio minimum d'endettement, en définissant une valeur plancher du ratio fonds propres/actifs, à la fois pour les exigences de fonds propres au titre des risques classiques et comme moyen de contenir les risques systémiques créés par l'expansion du bilan d'un établissement donné.

¹¹ Un prochain rapport de la série *Geneva Reports on the World Economy* (à paraître) suggère très judicieusement que chaque établissement financier dispose d'un plan d'urgence en cas de faillite, analogue à son plan de continuité d'exploitation. Voir M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud et H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, Centre international d'études monétaires et bancaires, Université de Genève, 2009, www.cimb.ch.

sont exposés – sont un véritable défi dans ce contexte. Or, ces deux dernières années, leur nombre s’est trouvé multiplié par les fusions–acquisitions, qui ont été l’une des solutions apportées à la crise. Bien que cette approche soit compréhensible à court terme, elle génère – les autorités le savent bien – une structure non viable. Bon nombre d’autorités nationales se sont donc fixé pour objectif de s’attaquer au problème, en élaborant des procédures de résolution pour chaque établissement relevant de leurs juridictions respectives.

Procyclité

La deuxième externalité mise au jour par la crise actuelle est la procyclité créée par la tendance des établissements à faire preuve de moins de prudence en phase d’expansion et de plus de prudence en phase de ralentissement. Au plan conceptuel, les propositions visant à réduire, neutraliser, voire inverser la procyclité du système financier doivent instaurer soit un système de protection contre les replis systémiques soit des mécanismes destinés à contrer ou atténuer les cycles. L’analyse qui suit porte sur cette seconde démarche.

Les autorités ont montré leur détermination à introduire de nouvelles règles permettant d’assurer que les établissements financiers ajustent, de manière anticyclique, leurs fonds propres (ainsi que d’autres exigences comme le provisionnement des prêts et les normes de liquidité). Une telle **exigence de fonds propres anticyclique** obligerait les établissements à renforcer le volant de sécurité en période de prospérité, lequel pourrait être mobilisé en période difficile¹². Pour la mettre en place, les autorités pourraient adopter une approche purement réglementaire, intégrant des stabilisateurs automatiques au cadre existant. Par cette approche, qui est loin d’être une solution de facilité, les autorités s’obligeraient à intervenir si nécessaire, offrant une meilleure lisibilité aux établissements financiers.

Une autre approche, de caractère non strictement réglementaire, celle-là, consisterait à agir sur le volant de fonds propres, un peu comme le fait la banque centrale pour ajuster son taux directeur, mais moins fréquemment et de façon plus mécanique, et donc plus prévisible. En matière de politique monétaire conventionnelle, les pratiques actuelles sont l’aboutissement de nombreuses années d’expérience : les décisions concernant les taux directeurs sont fonction des perspectives d’inflation et de croissance, souvent en faisant appel à des modèles quantitatifs. Il y a lieu de se demander s’il serait possible de formuler une procédure aussi simple qui serait susceptible d’aider les autorités à fixer une exigence de fonds propres anticyclique. Seuls le temps et l’expérience – comme ce fut le cas pour la politique monétaire – permettront de surmonter les nombreux obstacles au bon fonctionnement d’un tel mécanisme.

¹² Voir, notamment, Forum sur la stabilité financière, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 avril 2008, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf, et *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, 2 avril 2009, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf.

Encadré VII.A – Mesure et affectation du risque systémique

Assurer la stabilité financière suppose de connaître le niveau de risque dans l'ensemble du système financier. À cet effet, il convient d'abord de mesurer la probabilité de perturbation systémique (c'est-à-dire, défaut d'un ou de plusieurs établissements menaçant la solidité du système tout entier), puis d'utiliser cette mesure pour calibrer des instruments réglementaires et prudentiels tels que primes d'assurance des dépôts ou exigences de fonds propres. Pour déterminer ce calibrage, la contribution marginale de chaque établissement au risque systémique global pourrait être estimée selon la méthodologie illustrée ci-après.

La probabilité de perturbation systémique est déterminée par la probabilité de défaut des établissements, isolément mais aussi simultanément. La probabilité de défaut simultané est elle-même d'autant plus grande que les banques sont exposées à des risques communs, lesquels peuvent trouver leur origine hors du système financier ou au sein du système, tels ceux qui découlent des relations de contrepartie.

Pour mesurer la probabilité de perturbation systémique, on peut traiter le système financier comme un portefeuille d'établissements, en utilisant les outils déjà appliqués aux portefeuilles de titres. Pour ce faire, il faut connaître la taille de chaque banque, sa probabilité de défaut, sa perte en cas de défaut, et la corrélation de défauts estimée entre établissements – données qui peuvent être tirées des déclarations prudentielles ou calculées à partir du cours des actions et de la dette des banques, voire obtenues en combinant ces deux sources.

Les propriétés du risque systémique ainsi mesuré sont très semblables à celles des mesures du risque au niveau d'un portefeuille de titres. En particulier, le risque systémique **total** augmente avec le degré d'exposition des banques à des facteurs de risque communs (graphique III.1) et, pour un système donné, avec la disparité de taille entre établissements.

Des calculs de risque systémique ont été testés depuis un certain temps pour des groupes d'établissements, mais il s'avère difficile d'en affecter le résultat à chaque membre du groupe au prorata de sa contribution. De récents travaux, menés à la BRI, ont permis d'élaborer une méthode d'affectation, s'appuyant sur des concepts de la théorie des jeux et une approche de portefeuille^①. La méthode, applicable généralement à toute mesure de risque systémique, produit une mesure lisible et transparente qui permet une affectation cohérente du risque systémique.

Une simulation sur un système bancaire hypothétique donne plusieurs indications utiles. Par exemple, à niveau constant de risque de chaque banque et à taille constante du système, la **contribution** d'un établissement au risque systémique s'accroît en fonction de son exposition aux facteurs de risque communs. Surtout, cette progression est plus que proportionnelle à l'importance des banques ou à leur exposition au risque. En outre, la participation relative d'un établissement au risque systémique total augmente plus vite que sa taille (tableau VII.A), ce qui traduit le fait que les banques les plus importantes jouent un rôle disproportionné dans les perturbations systémiques.

Se placer dans une perspective systémique fournit des orientations précieuses pour l'élaboration des instruments macroprudentiels. Pour intégrer la contribution des établissements au risque systémique, ces instruments devront prendre en compte des facteurs allant bien au-delà de la probabilité de défaut de chaque banque. En conséquence, les primes d'assurance des dépôts, les exigences de fonds propres, etc. devront refléter non seulement la probabilité de défaut d'un

Affectation du risque systémique aux différents établissements

| Établissement (nombre) | Système fortement capitalisé (probabilité de défaut = 0,1 %) | Système faiblement capitalisé (probabilité de défaut = 0,3 %) |
|--|---|--|
| Petite banque (2) part de marché : 20 % ¹ | 3,1 % | 3,9 % |
| Grande banque (2) part de marché : 30 % ¹ | 5,8 % | 7,1 % |
| Ensemble des banques (4) risque systémique total ² | 17,8 % | 22,0 % |

¹ Contribution de chaque banque au risque systémique total, en pts de %. ² Perte attendue sur les 0,2 % de la queue de droite de la distribution des pertes sur portefeuille. Par hypothèse, la perte en cas de défaut est fixée à 55 % et toutes les banques possèdent la même sensibilité aux facteurs de risque communs, avec une corrélation actif-rendement de 42 %.

Source : calculs BRI.

Tableau VII.A

établissement, mais aussi son exposition (et sa contribution) aux facteurs de risque concernant l'ensemble du système.

Ainsi, pour les établissements les plus grands, les primes d'assurance et les exigences de fonds propres devront rendre compte de l'incidence disproportionnée de leur taille sur la probabilité de perturbation systémique. Il convient toutefois de noter que, si la diversification des portefeuilles peut atténuer le risque de défaut d'une banque donnée, elle pourrait également accroître la similarité des profils et, partant, aggraver le risque systémique en augmentant la probabilité de défauts simultanés. Il apparaît donc nécessaire que les autorités collectent les données appropriées et élaborent des modèles analytiques adaptés pour intégrer à leurs évaluations des différents établissements des considérations de nature systémique.

© Cette méthode est décrite dans l'étude de C. Borio, N. Tarashev et K. Tsatsaronis, *Allocating system-wide tail risk to individual institutions*, BIS Working Papers, à paraître.

Pour calculer une exigence de fonds propres anticyclique, la première difficulté est de déterminer quand relever le volant de sécurité (accroître l'exigence de fonds propres anticyclique) pour durcir les conditions de financement en période d'expansion et quand réduire ou mobiliser le volant de fonds propres (abaisser l'exigence de fonds propres) pour stimuler les prêts en période de contraction. En substance, il serait nécessaire de quantifier les risques pour la stabilité (risques qui joueraient un rôle similaire à celui joué par les perspectives d'inflation et de production dans la conduite de la politique monétaire). Les travaux menés à la BRI paraissent indiquer que, s'il est possible d'identifier des indicateurs macroéconomiques qui signalent correctement le moment où il convient d'accroître le volant de sécurité, il est plus difficile de savoir quand le mobiliser. Par conséquent, l'ajustement du volant de fonds propres anticyclique devra donc sans doute allier une certaine marge d'appréciation et une approche réglementaire, laquelle apportera une meilleure lisibilité (encadré VII.B).

Une autre difficulté pour instaurer une exigence de fonds propres anticyclique est qu'elle ne saurait être uniforme et valable pour tous. Le volant de fonds propres (ou le provisionnement anticyclique) devra varier en fonction de la nature des activités de chaque établissement. Ainsi, parce que les cycles sont différents d'un pays à l'autre, il devra être ajusté séparément pour chaque portefeuille géographique, dans le cas d'un établissement actif au plan international.

Si l'exigence de fonds propres anticyclique indique le montant à hauteur duquel le volant de sécurité doit être renforcé ou réduit selon la phase du cycle de crédit, elle ne donne quasiment aucune indication quant au niveau moyen des fonds propres requis dans le système. Estimer, comme on le fait généralement, que le niveau des fonds propres détenus par les établissements financiers est trop faible, ne permet cependant pas de quantifier le manque¹³. Pour ce faire, il faudrait pouvoir évaluer le niveau d'équilibre à long terme des fonds propres (comme pour la fixation du taux d'intérêt, qui sert de référence à la politique monétaire classique), ce qui permettrait de déterminer ensuite la répartition des risques entre secteurs privé et public. Plus le niveau de fonds

¹³ Voir, par exemple, Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, mars 2009, www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

Encadré VII.B – Volants de fonds propres anticycliques : méthodologies envisageables

La crise actuelle a cristallisé l'attention sur les mécanismes qui permettraient de s'assurer que les banques ajustent leurs fonds propres (ou leurs provisions pour créances irrécouvrables) de manière anticyclique, c'est-à-dire qu'elles les renforcent en période de prospérité, pour les mobiliser lorsque les tensions se matérialisent. Plusieurs méthodologies, dont beaucoup encore au stade de l'ébauche, sont actuellement à l'étude. L'encadré se propose d'examiner s'il est possible de concevoir un mécanisme permettant d'apporter des ajustements anticycliques aux exigences minimales de fonds propres.

L'élaboration de tout mécanisme de ce type doit suivre trois étapes : 1) choix de la variable indiquant à quel moment il convient de constituer/mobiliser un volant de fonds propres ; 2) choix d'une formule déterminant de quelle manière l'indicateur modifiera l'exigence minimale de fonds propres ; 3) définition de cette exigence minimale, elle-même susceptible de varier en fonction du cycle. L'encadré illustre les deux premières étapes.

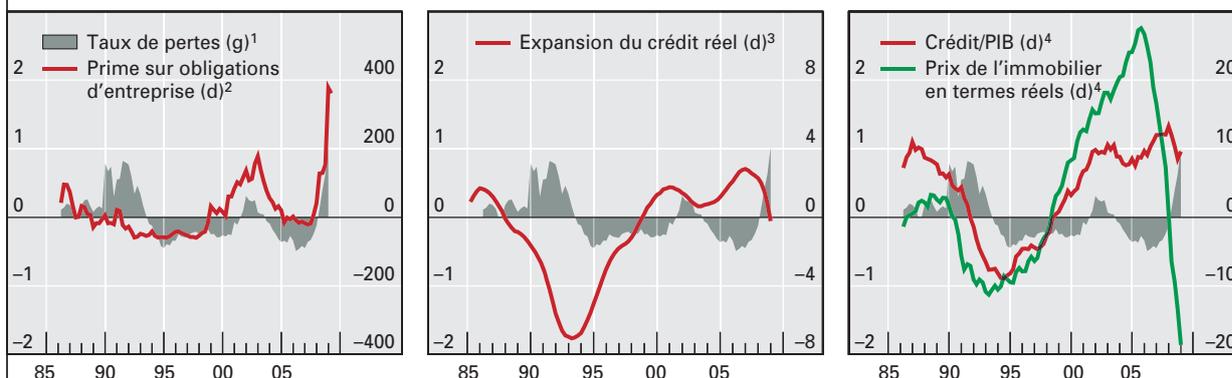
S'agissant de la première étape, trois variables macroéconomiques ont fait l'objet de recherches préliminaires (graphique VII.B.1) : prime de risque (cadre de gauche), expansion du crédit en termes réels (cadre du milieu), et indicateur composite combinant ratio crédit/PIB et prix réels des actifs (cadre de droite)^{①,②}. La variable macroéconomique idéale devrait permettre d'identifier avec fiabilité les phases d'expansion et de contraction du cycle bancaire. Pour cette raison, la valeur retenue est l'écart de chaque variable par rapport à son niveau neutre, mesuré ici par sa tendance ou moyenne de longue période. De même, les phases du cycle bancaire sont déterminées par l'écart du ratio de pertes par rapport à sa moyenne de longue période.

La diminution de la prime de risque pourrait dénoter une phase de prospérité, et tout élargissement majeur, indiquer le début d'une détérioration. Toutefois, la prime de risque, mesurée ici sur obligations d'entreprise notées BBB, ne constitue pas un indicateur fiable des tensions au sein du système bancaire. Par exemple, cette variable témoignerait de tensions financières plus marquées après l'éclatement de la bulle Internet qu'au début des années 1990, contrairement à ce qui s'est passé en réalité.

L'expansion du crédit est la deuxième variable possible, fondée sur l'idée que les banques tendent à accorder plus facilement leurs prêts avant l'apparition des crises, puis à les réduire une fois que les tensions se sont concrétisées. L'expansion du crédit présente toutefois une grande inertie et demeure bien supérieure à son niveau neutre, même lorsque des tensions bancaires ont commencé à se faire jour. Un indicateur fondé sur le crédit uniquement signalerait donc sans doute trop tard le moment où il convient de mobiliser le volant de fonds propres.

La troisième variable possible s'inspire de recherches publiées par la BRI, lesquelles ont conclu qu'une déviation forte et simultanée du ratio crédit/PIB et des prix réels des actifs par rapport à leurs tendances respectives signale de manière assez fiable, et bien à l'avance, l'apparition d'une crise

Indicateurs sélectionnés et taux de pertes (États-Unis)



¹ Prêts et crédits-bails sortis du bilan et passés en provisions pour créances irrécouvrables, en % du total moyen des prêts. ² Écart de la prime sur obligations d'entreprise à long terme notées BBB par rapport à sa moyenne de longue période, en pb. ³ Moyenne mobile sur 5 ans, à pondération exponentielle, moins moyenne mobile sur 15 ans, en pts de %. ⁴ Écart de chaque indicateur par rapport à sa moyenne *ex ante* de long terme (c'est-à-dire une tendance établie uniquement à partir des informations disponibles au moment de l'évaluation) ; ratio crédit/PIB : en pts de % ; prix de l'immobilier : en %.

Sources : Moody's ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.B.1

bancaire³. Comme l'indicateur composite exige que les deux composantes (prix réels des actifs et ratio crédit/PIB) se situent normalement au-dessus d'un seuil déterminé, il évite une mobilisation trop tardive du volant de fonds propres, ce qu'induirait la variable de crédit, mais risque toutefois de la déclencher trop tôt.

Pour la deuxième étape – choisir la formule déterminant de quelle façon la variable modifiera l'exigence minimale de fonds propres –, le facteur d'ajustement est défini ici comme simple multiplicateur⁴. Lorsque la variable se situe à un niveau neutre, ce facteur est égal à 1 (pas d'ajustement). À titre d'exemple, sont présentées trois formules, qui diffèrent par la manière dont elles traitent l'incertitude qui entoure inévitablement la définition du niveau neutre de l'indicateur, et par le degré de symétrie des ajustements apportés aux exigences minimales.

S'agissant du premier aspect, la formule 1 produit les ajustements les plus importants à proximité du niveau neutre (graphique VII.B.2, cadre de gauche). De ce fait, elle amplifie l'erreur qui aurait été commise dans son évaluation. Seule la formule 3 tient pleinement compte de cette incertitude en ne déclenchant pas d'ajustement à l'intérieur d'une plage autour de la valeur neutre.

Concernant la symétrie, la formule 2 a pour particularité de n'être jamais inférieure à 1. Par conséquent, quelle que soit la situation au sein du système financier, le volant déterminé par cette formule ne peut jamais tomber en deçà des exigences correspondant au niveau neutre de l'indicateur. La pertinence de ce plancher dépend de la manière dont est définie (à l'étape 3, non abordée ici) l'exigence de fonds propres elle-même, et de la marge de variation de cette exigence. Par exemple, si le minimum est très procyclique, et donc augmente fortement en période de tensions, cette formule empêche toute mobilisation effective de fonds propres.

Ces indicateurs sont ensuite soumis à l'épreuve des faits. Une variable est associée à chaque formule : pour la formule 1, prime de risque (ajustement 1) ; pour la formule 2, expansion du crédit réel (ajustement 2) ; pour la formule 3, indicateur composite (ajustement 3). Les résultats (graphique VII.B.2, cadres du milieu et de droite) confirment globalement les conclusions provisoires tirées de l'examen des variables.

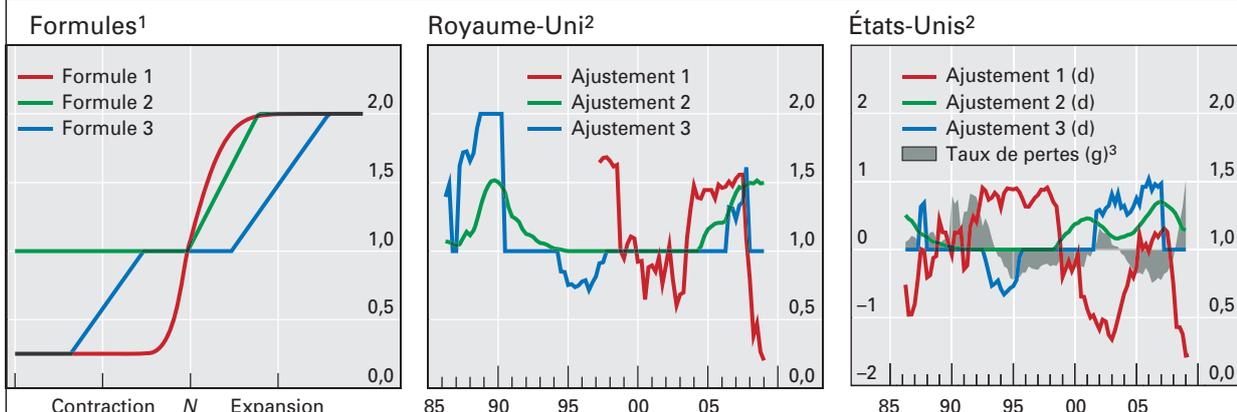
L'ajustement 1 remplit convenablement son rôle dans la crise actuelle, pour les phases de constitution comme de mobilisation du volant de fonds propres. Il aurait toutefois prescrit une mobilisation importante durant et après l'éclatement de la bulle Internet, mais pas – ou peu – au début des années 1990, lors des tensions dans le système bancaire des États-Unis.

L'ajustement 2 annonce correctement la phase de constitution mais, pour la crise actuelle comme pour les tensions du début des années 1990, indique avec retard quand mobiliser le volant de fonds propres – conséquence du délai qui sépare l'apparition des tensions et la contraction du crédit (variable retenue).

.../...

Formules sélectionnées et ajustements

Facteurs d'ajustement



¹ Pour chaque formule, il existe un niveau neutre *N* de l'indicateur. Les valeurs à droite de *N* indiquent une phase d'expansion du cycle ; les valeurs à gauche, une phase de contraction. ² L'ajustement 1 applique la prime de risque à la formule 1. L'ajustement 2 applique l'expansion du crédit réel (moyenne mobile sur 5 ans, à pondération exponentielle) à la formule 2. L'ajustement 3 applique l'indicateur composite à la formule 3. ³ Prêts et crédits-bails sortis du bilan et passés en provisions pour créances irrécouvrables, en % du total moyen des prêts.

Sources : Merrill Lynch ; Moody's ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.B.2

L'ajustement 3 signale efficacement la phase de constitution mais pourrait, dans certains cas, libérer trop tôt les fonds propres. Pour la crise actuelle, en particulier, le signal aurait autorisé une mobilisation de fonds propres dès fin 2006 pour les États-Unis, avant les premiers signes manifestes de tensions, du fait que les prix de l'immobilier tombaient au-dessous de leur tendance historique. Les ajustements inférieurs à 1, toutefois, interviennent généralement trop tard. Il semblerait donc souhaitable d'associer la formule 2 à cette variable.

L'analyse résumée ici, aux fins d'illustration, témoigne des difficultés à élaborer des mécanismes rigoureux régissant l'ajustement anticyclique du volant de fonds propres. Il apparaît particulièrement difficile de trouver des variables macroéconomiques signalant de manière fiable le moment où il serait approprié de mobiliser les fonds propres. En dernière analyse, il sera peut-être inévitable de conserver une certaine marge d'appréciation dans la gestion des réserves anticycliques.

[Ⓢ] L'utilisation de la prime CDS a été proposée par M. Gordy et la formule 1 s'inspire de sa communication « First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II », présentée lors de la conférence *Procyclicality in the financial system*, organisée conjointement par la Banque des Pays-Bas et le Comité de Bretton Woods (9–10 février 2009). L'utilisation de l'expansion du crédit et d'une formule de type 2 a été suggérée dans l'article de C. Goodhart et A. Persaud, « A party pooper's guide to financial stability », *Financial Times*, 4 juin 2008). L'indicateur composite se base sur l'étude de C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 29–46. [Ⓢ] Bien que non présentés ici, des indicateurs basés sur le PIB uniquement ont également été évalués. Ils apparaissent moins corrélés aux mesures des tensions financières que toutes les variables considérées. [Ⓢ] Pour l'élément « prix des actifs » de l'indicateur composite, Borio et Drehmann utilisent également les cours des actions. Comme ceux-ci n'ont pas joué un rôle fondamental dans la crise actuelle, ils ne sont pas pris en compte dans le graphique VII.B.1. À l'inverse, l'ajustement 3 présenté au graphique VII.B.2 intègre, lui, l'écart des cours des actions et des prix de l'immobilier par rapport à la tendance. [Ⓢ] Si la formule est appliquée à Bâle II plutôt qu'à une autre forme d'exigence minimale qui lui serait complémentaire (ratio d'endettement, par exemple), l'approche multiplicative aurait l'avantage de préserver la sensibilité du dispositif au degré de risque – c'est-à-dire qu'elle continuerait, en toute circonstance, à différencier le risque selon la qualité des emprunteurs.

propres exigé sera élevé, plus le risque assumé par le contribuable sera faible, même si une augmentation des fonds propres doit se traduire par une hausse des coûts pour le prêteur et pour l'emprunteur.

Il importe de noter qu'une des tâches les plus urgentes pour tous est le renforcement des établissements financiers. La crise a révélé très clairement les risques inhérents au système bancaire parallèle, auquel les établissements réglementés ont transféré une partie de leur activité. L'une des premières tâches, dans un objectif d'amélioration de la gestion des fonds propres, est d'amener toutes ces entités, véhicules d'investissements structurés et autres, à l'intérieur du champ réglementaire pour assurer que tout établissement financier détient des fonds propres suffisants en regard de ses engagements. Dirigeants, investisseurs et instances de surveillance auront ainsi une image plus fidèle des expositions de chaque établissement, ce qui rehaussera en conséquence le volume total des fonds propres dans le système financier¹⁴.

En conclusion, déterminer le niveau des exigences de fonds propres et sa sensibilité au cycle n'est pas une tâche aisée, mais il n'est pas moins délicat de définir l'orientation de la politique monétaire ou budgétaire. Et, tout comme les politiques de stabilisation macroéconomique sont apparues indispensables au tournant du siècle dernier, l'adoption d'une orientation macroprudentielle est, aujourd'hui, manifestement incontournable ; une exigence de fonds propres anticyclique est un des outils qui en détermineront le succès.

¹⁴ Plusieurs facteurs sont susceptibles d'accroître les fonds propres réglementaires dans le système financier : élargissement du champ de réglementation visant à inclure tous les établissements et marchés importants d'un point de vue systémique ; retour au bilan des établissements financiers d'actifs détenus jusque là hors bilan ; provisionnement tenant mieux compte de l'accumulation du risque ; recomposition des fonds propres visant à privilégier la qualité ; meilleure prise en compte du risque dans les exigences minimales.

Politiques macroéconomiques visant à renforcer la stabilité financière

La crise a confirmé que le cadre d'orientation des politiques monétaire et budgétaire à l'origine de la « Grande Modération » ne saurait éternellement stabiliser les prix réels et la croissance. De l'avis général, les autorités doivent recevoir clairement comme mandat le maintien de la stabilité financière ; elles auront besoin d'outils supplémentaires pour s'en acquitter. Une approche macroprudentielle de la réglementation et de la surveillance en feront partie intégrante, mais cela ne sera sans doute pas suffisant. Les politiques macroéconomiques peuvent et doivent avoir un rôle dans la réalisation de l'objectif de stabilité financière, en veillant à tout le moins à ne pas la contrarier.

Les politiques budgétaire et monétaire contribuent déjà à casser les vecteurs de contagion entre sphères réelle et financière. En s'appuyant sur des stabilisateurs automatiques et des mesures de relance discrétionnaires, une politique budgétaire anticyclique soutient le revenu et l'emploi, réduisant la probabilité de défaillance des emprunteurs (ou accroissant la valeur recouvrable en cas de défaut) et augmentant la valeur des actifs inscrits au bilan des établissements financiers. La politique monétaire, elle aussi, agit de manière anticyclique. Pour atténuer l'ampleur d'un repli, les autorités monétaires abaissent les taux directeurs et, ce faisant, améliorent les bilans des établissements financiers. De la même manière, elles relèvent leurs taux pour modérer une reprise, ralentissant l'expansion du crédit et contrant les envolées des prix des actifs. Dans les cas extrêmes, elles offrent des facilités d'urgence pour éviter que les retraits touchant des établissements particuliers tournent à la panique généralisée – réduisant, par la même, un facteur sensible de risque systémique. En d'autres termes, en modérant les fluctuations de l'économie réelle, des politiques budgétaire et monétaire anticycliques atténuent naturellement (et à dessein) la procyclicité des fonds propres des établissements¹⁵.

Mais la politique monétaire doit aller plus loin. Pour stabiliser le système financier, il faut que les banques centrales adoptent une approche plus volontariste, contrant les explosions du crédit et des prix des actifs. Les critiques passées de cette approche restent valides. Il ne sera pas plus facile qu'avant d'identifier les bulles et de calibrer les politiques destinées à les neutraliser. Mais la crise financière a montré que la stratégie des banques centrales consistant à privilégier de façon étroite le ciblage de l'inflation à horizon relativement rapproché, en se donnant la possibilité d'effacer, après coup, les séquelles de l'éclatement des bulles et de l'effondrement du crédit, est trop onéreuse, à terme. L'objet du débat s'est donc déplacé. Il s'agit de déterminer comment les autorités monétaires devraient élargir leur cadre opérationnel pour intégrer les prix immobiliers, les cours des actions et les encours de dette. De là, il leur sera possible de contrer, en resserrant les taux

¹⁵ L'aptitude des pouvoirs publics à recapitaliser les banques en période difficile peut être considérée comme un outil de correction du risque systémique. Pour institutionnaliser cette aptitude à contrer la procyclicité du système financier, néanmoins, les pouvoirs publics devraient créer une réserve budgétaire. À l'instar du volant de fonds propres anticyclique pour les établissements, cette réserve augmenterait en phase d'expansion de façon à pouvoir être mobilisée en phase de contraction.

d'intérêt, les risques macroéconomiques à caractère systémique découlant de la formation de bulles et d'une expansion excessive des bilans.

Dans la mesure où il ne vise pas à changer les objectifs à long terme, l'élargissement du cadre d'orientation des politiques ne revient pas à renoncer aux objectifs de stabilité des prix des banques centrales. Il tend plutôt à ajuster l'horizon auquel les autorités réalisent leurs objectifs. Dans sa phase initiale, une bulle des prix des actifs ou du crédit ne risque pas de menacer, à court terme, la stabilité des prix ou la croissance réelle. Elle peut même aller de pair avec une faible hausse des prix au détail des biens de consommation (surtout si l'indicateur n'inclut pas les prix du logement) et avec une forte croissance, autrement dit, à ce stade, une vive augmentation des prix des actifs ou du crédit peut facilement être prise pour une augmentation des gains de productivité. Il est important que les autorités comprennent qu'une accélération de la croissance et une baisse de l'inflation aujourd'hui peuvent être facteurs d'instabilité demain, et les cadres d'orientation des politiques doivent en tenir compte. Dès les premiers signes d'une envolée des prix des actifs ou d'un boum du crédit, les autorités doivent dépasser la perspective du court terme afin de promouvoir la stabilité macroéconomique par la stabilité du système financier.

Synthèse

Nous n'avons d'autre choix que d'assainir et de réformer le système financier international, tout en amortissant l'impact de la crise sur l'économie réelle, et donc sur le quotidien de chacun. Les efforts déployés jusqu'ici mobilisent, depuis près de deux ans, les autorités budgétaires et monétaires ainsi que les instances prudentielles et réglementaires. Les ressources publiques consacrées aux plans de relance de l'économie et de sauvetage du système financier sont colossales – près de 5 % du PIB mondial, bien plus que nul ne l'aurait imaginé il y a un an à peine.

La reprise finira bien par arriver, mais il ne faudrait pas sous-estimer les risques. Les politiques suivies ne doivent pas faire obstacle aux ajustements nécessaires, mais au contraire les faciliter. Il s'agit, tout d'abord, de renoncer à une croissance tirée par l'endettement dans les économies avancées et induite par les exportations dans le monde émergent. Il s'agit, ensuite, de reconstruire le système financier rapidement, et ce, sans relâche jusqu'à ce que cette tâche soit menée à bien. Il s'agit, encore, de replacer ces politiques sur une trajectoire tenable en réduisant la dépense et en relevant la fiscalité dès que la croissance aura retrouvé un rythme acceptable. Il s'agit, enfin, pour les banques centrales, de se désengager de l'intermédiation dès que les établissements financiers auront recadré leur activité et que les marchés financiers auront amorcé un retour à la normale.

À long terme, pour remédier aux multiples dysfonctionnements révélés par la crise et bâtir un système financier plus résilient, il faut identifier et atténuer les risques systémiques sous toutes leurs formes. Il convient, pour cela, d'articuler instruments, marchés et établissements au sein d'un ensemble solide, plus sûr que le système actuel : s'agissant des instruments, un système

qui étalonne leur sécurité, encadre leur accès et informe sur leurs risques et avantages ; pour les marchés, un système qui encourage le négoce par l'intermédiaire de contreparties centrales ou sur des marchés organisés, prévenant clairement des dangers à opérer hors de ces cadres ; quant aux établissements, l'application généralisée de normes prudentielles renforcées, dans une perspective axée sur le système tout entier, à commencer par un dispositif d'exigences de fonds propres pour risque systémique et de fonds propres anticycliques.

La stabilité financière appelle une mobilisation de toutes les parties. Les autorités monétaires doivent davantage prendre en considération les boursouflures des prix des actifs et du crédit. Les autorités budgétaires doivent veiller à ce que leur action respecte une discipline budgétaire à moyen terme et tende vers un équilibre de long terme. Et les instances de réglementation et de surveillance doivent adopter une perspective macroprudentielle, en se préoccupant au moins autant de la stabilité du système tout entier que de la viabilité de tel ou tel établissement. Le processus d'élaboration d'un cadre général, intégrant des objectifs précis et des outils effectivement applicables, n'en est encore – et c'est regrettable – qu'à ses débuts. Il reste que les suggestions formulées ici et ailleurs pourront utilement l'alimenter. Il faudra coordonner les travaux à l'échelon international. En particulier, les institutions dotées de compétences spécialisées dans ce domaine – dont les comités pertinents établis à Bâle et le Conseil de stabilité financière – devront prendre la tête des initiatives visant à établir un cadre opérationnel. Ce sera un travail long et complexe, mais nous n'avons pas le choix. Il faut agir.