

*Journées de recherche sur « Les crises financières internationales »*

*Orléans - 6 - 7 mai 2004*

## *Pourquoi les pouvoirs publics ne peuvent se désintéresser des crises financières*

*Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon<sup>1</sup>*

*Mars 2004<sup>2</sup>*

Les économistes se sont souvent divisés sur le rôle des autorités publiques dans le domaine de la régulation financière. Pour les uns, la concurrence et la discipline de marché se chargeraient de sélectionner les banques bien gérées et les meilleurs placements financiers. Pour les autres au contraire, les pouvoirs publics se devaient d'émettre des règles afin d'éviter les conséquences néfastes des comportements opportunistes des agents les mieux informés. L'expérience accumulée et les progrès des théories ont permis de dépasser cette opposition dichotomique. D'une part, la récurrence des crises financières a conduit *nolens volens* les autorités monétaires à intervenir dans l'organisation des systèmes financiers. D'autre part, les analyses en termes d'asymétrie d'information, d'aléa moral ou encore d'économie industrielle montrent la nécessité de règles s'imposant aux acteurs.

Il existe aujourd'hui un très large consensus parmi les économistes quant à l'utilité des interventions publiques face aux crises financières. Toutefois, il y a un débat sur l'ampleur et la nature de l'action publique qui tient largement aux différentes représentations théoriques de la finance (Plihon, 2001). Deux paradigmes principaux s'opposent. D'un côté, les tenants de l'hypothèse d'efficience des marchés préconisent une intervention minimale des autorités publiques essentiellement pour assurer la transparence de l'information et la discipline des marchés. Ils mettent en avant les effets pervers des interventions publiques. De l'autre côté, les économistes keynésiens considèrent que les marchés financiers sont fondamentalement instables et que des interventions publiques fortes et hors marché sont nécessaires pour assurer la prévention et la gestion des crises.

Cet article analyse les principales raisons qui fondent l'intervention des pouvoirs publics face aux crises financières. Trois séries de séries de facteurs sont discutées. La première tient à la nature de bien public de la stabilité financière qui requiert des politiques « hors marché ». La deuxième raison est liée à la mémoire des acteurs : les opérateurs de marché ont une mémoire courte, et une grande propension à l'oubli, d'où une faible capacité d'apprentissage face aux crises, tandis que les institutions publiques bénéficient d'une mémoire longue qui leur permet de tirer profit de l'expérience passée. En troisième lieu, les progrès de la théorie économique ont permis de mieux repérer les failles des différents marchés, et de définir les moyens d'intervention appropriés. Enfin, on montrera pourquoi il est possible de relativiser l'argument de l'aléa moral souvent avancé pour mettre en cause l'efficacité des politiques de régulation publique.

---

<sup>1</sup> Respectivement Cepremap, et Centre d'Economie de Paris-Nord (CEPN-CNRS)

<sup>2</sup> Ce texte reprend des analyses présentés par les auteurs dans un rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, « Les crises financières – Analyses et propositions ».

## LA STABILITE FINANCIERE EST UN BIEN PUBLIC

La raison d'être des politiques de prévention et de gestion des crises financières est directement liée au fait que la stabilité du système bancaire et financier est un bien public au sens où celle-ci profite à l'ensemble des agents économiques. Selon cette conception, les coûts pour la collectivité de l'instabilité financière ne sont pas correctement pris en compte (internalisés) par les acteurs financiers individuels, ce qui justifie l'intervention des autorités publiques.

Les défaillances bancaires sont, à cet égard, exemplaires. Elles peuvent être à l'origine d'un risque systémique dont le coût global échappe au calcul microéconomique. Les banques sont en effet des acteurs vulnérables car leurs structures de bilan sont asymétriques : celles-ci ont des engagements liquides dont la valeur nominale est fixe (les moyens de paiement), tandis que leurs créances (les crédits bancaires) sont peu liquides et difficiles à valoriser. Par ailleurs, les banques sont étroitement liées entre elles, dans la mesure où une part importante de leurs opérations est interbancaire. Il s'agit d'une externalité manifeste : la santé de chaque banque dépend de la santé des autres banques. Cette asymétrie de bilan rend les banques vulnérables en cas de crise de confiance, surtout lors des paniques bancaires : une banque peut être mise en difficulté si sa clientèle procède à des retraits massifs à la suite d'un mouvement de défiance. Et l'interbancaire peut amener les défaillances bancaires individuelles à se propager, ce qui induit un risque de crise systémique.

Par ailleurs, les systèmes de paiement, qui sont gérés par les banques, sont un rouage essentiel des économies de marché décentralisées. La masse considérable des règlements intrajournaliers qui transite dans les systèmes de paiement donne lieu à d'importants risques potentiels de défaillance pouvant dégénérer rapidement dans une crise systémique susceptible d'affecter le fonctionnement global de l'économie. C'est ainsi que la sécurité des systèmes de paiement est devenue l'une des préoccupations majeures des autorités monétaires (Lamfalussy, 1990 ; Padoa-schioppa, 1992).

Plus généralement, l'analyse des crises financières montre que celles-ci peuvent avoir un coût économique et social important. Cette externalité négative constitue le principal fondement des politiques de prévention et de gestion des crises. L'expérience historique enseigne que les interventions publiques sont endogènes au fonctionnement (ou plutôt au dysfonctionnement) de la sphère financière. Ainsi, les plus grandes avancées dans le domaine de la réglementation ont été réalisées à l'occasion des crises financières. La crise des années 1930, dont l'ampleur est liée aux défaillances bancaires, a été le point de départ d'une importante vague de réglementation bancaire initiée aux Etats-Unis (Banking Act, 1933). De même, la crise du système monétaire international et l'instabilité des taux de change au début des années 1970, qui ont amené des faillites bancaires en chaîne (banque Herstatt et Franklin National Bank en 1974), ont conduit à la création du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en décembre 1974. Cette nouvelle institution, qui regroupe les autorités monétaires des principaux pays industrialisés (G10), a permis un développement salutaire de la supervision prudentielle à l'échelle internationale. On peut, en effet, considérer que la résilience actuelle des systèmes bancaires des pays industrialisés, qui est largement due au contrôle prudentiel, explique pourquoi la profonde crise boursière des années 2000 n'a pas dégénéré en crise systémique, comme ce fut le cas au moment de la grande dépression.

## UN BIEN PUBLIC MONDIAL EN VOIE D'EMERGENCE : LA STABILITE FINANCIERE

Avec la mondialisation, les externalités prennent une dimension globale : c'est le cas des crises financières internationales qui affectent les structures économiques et sociales des pays touchés par la crise (Sgard, 2002) et ont des effets en chaîne sur la croissance et les finances publiques des pays affectés par les mécanismes de contagion. La préservation de la stabilité financière internationale peut être, dans ce cadre, assimilée à un « bien public mondial » dont la production implique des interventions globales hors marché, menées dans le cadre de politiques publiques coordonnées entre pays ou par des organisations internationales, mettant en œuvre des instruments tels que les contrôles de capitaux.

Le concept de « bien public mondial » (BPM), initialement développé par Kindleberger (1986), est intéressant pour penser l'action publique à l'échelle internationale. Une première conception des BPM consiste à étendre à l'échelle internationale le raisonnement à la Pigou fondé sur la notion d'externalité ou d'échec du marché. Mais cette première conception des BPM, qui correspond à l'approche standard, peut être élargie (Plihon, 2003). Tout d'abord, en reprenant la distinction de Musgrave (1959), il est souhaitable de ne pas se limiter à la notion de « biens publics purs » fondée sur les externalités, et d'inclure également les « biens publics sous tutelle », fondés sur la notion plus large d'intérêt général. En ce cas, la production de BPM apparaît non seulement comme une question économique, mais aussi comme un choix politique, reflétant les préférences sociales (Faust, 2001). Cette approche est d'autant plus nécessaire que, si la stabilité financière peut être considérée comme un bien public, elle n'est pas un « bien commun » au sens où tous les acteurs n'ont pas le même intérêt dans la lutte contre l'instabilité financière. En effet, une partie importante des opérateurs tire directement partie de la volatilité des marchés financiers. Des politiques publiques coercitives et coordonnées sont alors nécessaires pour agir contre ces sources d'instabilité.

En second lieu, à côté des « *market failures* », il faut introduire la notion de « *State failures* » dans le contexte national (Wolf, 1990) et plus encore de la mondialisation (Stiglitz, 2000). On peut, en effet, montrer qu'il y a sous-production de certains BPM si ceux-ci sont produits séparément par les États, chaque État étant incité à minimiser la production de ces biens, dans la mesure où ceux-ci profitent aux autres États. Il est alors nécessaire d'envisager, d'une part, des mécanismes de coordination intergouvernementaux, et d'autre part, de faire intervenir de nouveaux acteurs (par exemple des autorités de tutelle supranationales, ou les acteurs de la société civile internationale).

L'évolution de la réglementation bancaire est exemplaire à cet égard. En effet, les banques centrales, et plus généralement les grandes organisations financières opérant à l'échelle internationale ont pris conscience dans les années quatre-vingts de l'insuffisance de réglementations strictement nationales dès lors que s'accroissait l'interdépendance des systèmes nationaux sous l'effet de la diversification des portefeuilles. La banque des règlements internationaux a été le lieu de la concertation aboutissant à l'élaboration de ratios prudentiels, progressivement sophistiqués lorsque l'on passe des accords de Bâle I à Bâle II. Les pratiques correspondantes sont proposées à l'ensemble des banques, quelle que soit leur localisation, mais la contrepartie est une absence de mesures obligatoires s'imposant aux acteurs, contrairement aux législations nationales antérieures. Néanmoins, le principe de règles du jeu encadrant l'activité bancaire n'est plus contesté.

## LE DIFFICILE APPRENTISSAGE DES ACTEURS PRIVÉS FACE A LA FRAGILITE FINANCIERE

Une deuxième série de raisons permet d'expliquer la nécessaire implication des autorités publiques dans la prévention et la gestion des crises : celle-ci a trait à la mémoire courte (pour ne pas dire l'amnésie) et à la capacité d'apprentissage des acteurs financiers face aux crises. Il ne fait aucun doute que les opérateurs financiers ont une maîtrise de plus en plus grande des techniques de gestion des risques. Il est cependant deux limites à cet apprentissage individuel et localisé (Sornette, 2003, p. 279).

D'abord, si l'ensemble des participants au marché est doté des mêmes instruments d'évaluation, d'objectif et de ressource, le danger est grand de rupture du marché et d'évanouissement de la liquidité. En effet, un certain nombre de crises financières dérivent de l'effet en retour d'une stratégie sur ses conditions de possibilité. Le spéculateur stratège qui est repéré puis imité n'a plus les mêmes sources de profit. De même, le *trader* qui se fie au prix du marché alors qu'il procédait auparavant à sa propre estimation de la valeur, risque fort de précipiter une crise d'indifférenciation sur le marché correspondant.

Ensuite et surtout, chaque génération de *trader* connaît au pire une crise systémique ou une grande crise financière, qui apparaît alors comme un phénomène traumatique, dérivant de déterminismes globaux échappant à l'entendement immédiat. L'effet d'expérience ne joue pas au niveau individuel mais plutôt à celui de la mémoire collective et de sa transcription dans la législation et les procédures de supervision. Après la seconde guerre mondiale, la séparation de l'activité bancaire et financière résulte de la constatation faite dans les années trente du danger de propagation d'une crise d'une sphère à l'autre. Ce message est ensuite oublié dans les années quatre-vingt-dix, ce qui ne manque pas de renforcer les risques d'une déstabilisation des banques. Ces dernières réagissent par une stratégie générale de diffusion du risque en direction d'autres acteurs : sécuritisation des prêts, recherche des commissions plutôt que d'un jeu sur les *spreads*, neutralisation du risque de taux à travers des opérations de swaps et réduction du risque de crédit à travers des produits dérivés. Mais quels sont les acteurs qui portent les risques correspondants ? Ont-ils des outils d'analyse leur permettant d'apprécier le risque tant dans les périodes normales que dans les cas extrêmes ? Ces risques sont-ils réellement dispersés ou tendent-ils à se concentrer sur des entités qui cherchent à exploiter au mieux un *spread* important, souvent annonciateur d'une crise prochaine ? Nombre de spécialistes des marchés financiers avouent ne pas avoir de réponse assurée (Goodhart, 2003).

L'actualité récente fournit un exemple supplémentaire de la rapidité de l'oubli des crises passées et de la répétition des circonstances qui conduisent les acteurs des marchés financiers à se lancer dans des stratégies risquées, à la recherche de la rentabilité et pour répondre à la pression concurrentielle. Ainsi, au début de l'année 2004 observe-t-on une nouvelle vague de méga-fusions-aquisitions et d'un excès de confiance dans les modèles d'évaluation du risque et plus encore dans la stabilité des relations sur lesquelles ils sont fondés (Encadré 1). Or la généralisation de ces stratégies conduit précisément à l'apparition d'un risque systémique, qui invalide les indicateurs traditionnels de risque. L'approche micro-prudentielle est nécessaire mais non suffisante puisqu'elle doit être complétée par des tests macro-prudentiels, à l'initiative des autorités de marché : quelle est la résilience du système face à un choc macroéconomique majeur ou à une excessive synchronisation des stratégies par mimétisme ou contagion ?

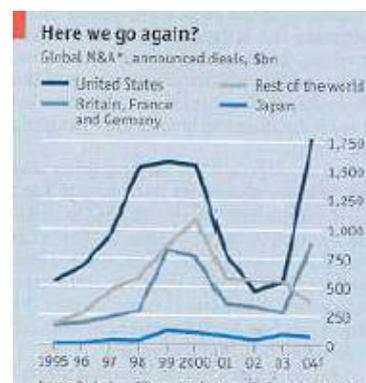
## ENCADRE 1 – LES ACTEURS DU MARCHE FINANCIER ONT LA MEMOIRE COURTE

Les déboires enregistrés à l'issue de l'éclatement de la bulle Internet ont profondément marqué le début des années deux mille. Il était possible d'imaginer que les leçons du passé concernant l'impact des fusions géantes sur la valeur actionnariale ou encore l'excès de confiance associé au développement d'outils sophistiqués d'appréciation du risque marqueraient durablement la communauté financière. Il n'en est rien, puisque le début de l'année 2004 est marqué par la résurgence de stratégies qui avaient montré à la fois leur pouvoir de séduction mais aussi de fragilité (The Economist, 21<sup>st</sup> February 2004a ; 2004b).

### 1. LES MEGA-FUSIONS COMME DESTRUCTION MASSIVE DE VALEUR ACTIONNARIALE

Diverses recherches portant sur les firmes américaines analysées depuis 1950 avaient montré que l'annonce d'une fusion conduisait en moyenne à un accroissement de la valeur combinée des deux firmes concernées d'environ 5 %, l'essentiel des gains étant approprié par les actionnaires qui vendaient leurs titres. Cependant, les recherches étaient en désaccord concernant le fait que les actionnaires des firmes à l'origine de la fusion enregistraient des gains ou des pertes, en l'occurrence faibles. Par contraste la performance des fusions géantes menées de 1998 à 2001 n'a pas donné les mêmes résultats : 87 des opérations d'absorption-fusion – soit 2 % du total – ont détruit chacune environ 1 milliard de dollar de la richesse de la firme à l'origine de la fusion. Beaucoup de fusions-absorptions qui ont enregistré les plus grandes pertes ont été payées par les titres de la firme afin d'échanger une action surévaluée contre des actifs réels (Moeller & alii, 2004).

Une mise en perspective historique longue suggère le caractère ambigu de ces opérations (Jovanovic, Rousseau, 2002) d'un côté, elles interviennent lors de changements technologiques majeurs, par exemple, l'électrification dans les années 1920, la diffusion des TIC dans les années quatre-vingt-dix. En ce sens, les fusions cherchent à tirer avantage des perspectives ouvertes par le changement technique. Mais d'un autre côté, elles coïncident le plus souvent avec des périodes de cours boursiers élevés et surévalués. Dès lors ce second facteur réduit considérablement les gains potentiels pour l'actionnaire qui résultent des révolutions technologiques. D'autres travaux s'attachent à évaluer le gain pour les actionnaires de ces fusions, selon des méthodes comptables plus rigoureuses et font ainsi ressortir que, sur la période 1998-2001, le gain a été de 7,3 % contre 5,3 % pour les évaluations traditionnelles (Bhagat, 2004). On est donc très loin des rendements annoncés par les promoteurs de ces opérations et la fragilité financière de certaines des firmes à l'issue de ces opérations mérite réflexion (Worldcom, Vivendi, ...). Et pourtant, en 2004, le volume des fusions-acquisitions connaît à nouveau une explosion qui semble les ramener à ce que l'on a observé à la fin des années quatre-vingt-dix. Les opérations menées à nouveau dans le secteur des TIC (OPA sur Walt Disney) mais aussi dans la pharmacie (OPA sur Aventis) ou encore dans les banques connaîtront-elles le même destin que celles des années quatre-vingt-dix ?



### 2. UNE SURESTIMATION DE LA STABILITE DES REGULARITES SUR LESQUELLES SONT FONDES LES MODELES D'EVALUATION DU RISQUE.

L'application de méthodes statistiques de plus en plus sophistiquées au choix de portefeuille et à l'évaluation du risque a marqué les vingt dernières années. Les gestionnaires des institutions financières ont pu croire qu'ils avaient ainsi réduit leur exposition au risque de fragilité financière. Or, comme le rappelle l'article de *The Economist* (2004b) sous le titre « L'orage qui vient », en 1998 le responsable de la Banque d'investissement du Crédit Suisse First Boston reconnaissait l'ampleur des pertes qui avaient été associées aux paris faits sur la bonne santé de l'économie russe. Lorsque celle-ci fit défaut, tous les calculs incorporés dans l'évaluation du risque s'avèrent faux. La leçon a-t-elle porté? Pas nécessairement car deux raisons se conjuguent pour expliquer le renouveau de paris risqués. D'un côté, comme le rendement des actifs a fortement baissé et que les commissions diverses dont vivent les banques se sont elles aussi réduites, elles ont de fortes incitations à rechercher des rendements plus élevés, quitte à accepter un plus grand risque. Or, d'un autre côté, les modèles d'évaluation des risques se sont considérablement développés et ils incitent à accroître le volume de certains placements à hauts rendements car, la volatilité s'étant réduite sur les marchés boursiers, l'évaluation du risque (VAR) fait apparaître que les banques disposent de marges pour prendre plus de risques.



Or, comme un spécialiste de *Risk-Metrics* l'affirme, la situation présente n'est pas sans rappeler celle qui a précédé l'effondrement de LTCM. En effet, les modèles VAR sous-estiment complètement le risque de chocs majeurs et inattendus qui précipitent la généralisation de stratégies de « sauve-qui-peut » rendant les marchés illiquides et surtout qui détruisent les régularités statistiques sur lesquelles était fondée l'évaluation du risque. En l'occurrence ce n'est plus le CSFB mais l'Union des Banque Suisse (UBS) qui semble redéployer ses fonds propres vers une prise de risque croissante.

La fragilité de ce système d'évaluation du risque est qu'il ne tient pas compte du petit nombre de crises qui synchronisent les stratégies et bouleversent les corrélations sur lesquelles sont fondés les modèles qui deviennent inopérants au moment où ils seraient les plus nécessaires.

### 3. UN ROLE POUR LES AUTORITES PUBLIQUES

Face à la récurrence de tels emballements, les autorités publiques ne sont pas sans ressources puisqu'elles peuvent :

- Susciter le débat public entre analystes et acteurs du marché financier à propos du réalisme des perspectives de rendement et des primes de risques qui sont associées aux évaluations et aux stratégies des firmes comme des épargnants.
- Dès lors que la probabilité d'une bulle spéculative dépasse un certain seuil, les autorités en charge du marché financiers comme le Banquier central auraient la possibilité de déclarer solennellement : l'économie est entrée dans une phase spéculative qui fragilise le système financier.
- Le gouvernement, et en particulier le Ministre des Finances, ne devrait pas extrapoler les recettes exceptionnelles qui sont retirées de l'emballlement de la croissance et de la taxation des plus-values financières.
- Pour autant qu'une action préventive s'avère impossible, les autorités publiques se doivent de réagir rapidement face à un retournement brutal des marchés qui compromettrait la stabilité financière...sans pour autant l'annoncer et généraliser les phénomènes d'aléa moral.

## LA MEMOIRE LONGUE DES INSTITUTIONS PUBLIQUES

L'accélération du rythme des innovations financières au cours des deux dernières décennies renforce encore les arguments avancés en faveur d'une intervention des pouvoirs publics. Tout d'abord, les innovations supposées porteuses d'un changement d'époque ont souvent débouché sur une crise majeure, compromettant la confiance et la viabilité dans le système financier et même monétaire. Par ailleurs, l'auto-organisation par une profession et le recours à des codes de bonne conduite ou encore la recherche d'effets de réputation sont loin de garantir la transparence et la régularité des transactions financières. De plus, une fois une crise ouverte, le sauve-qui-peut des acteurs compromet des actions qui seraient pourtant plus avantageuses pour la collectivité. Il est à cet égard significatif que les crises des années quatre-vingt-dix aient été surmontées à travers la suspension des stratégies individuelles, remplacées par des procédures collectives organisées par des autorités nationales ou multinationales. Une solution intermédiaire a été proposée sous la forme des clauses d'action collectives (CAC) insérées dans les émissions obligataires (Cohen & Portes, 2003).

Autre constatation importante : alors que les marchés financiers sont supposés anticiper les rendements futurs, l'évolution des taux de change ou encore des taux d'intérêt, l'analyse statistique montre que tout au long des années quatre-vingt, les retournements du marché ont toujours suivi les retournements des variables observées et non l'inverse (Brender, Pisani, 2001). De la même façon, rares sont les cas dans lesquels les agences de notation ont anticipé les crises majeures qui se sont succédées dans les années quatre-vingt-dix, que cela tienne aux limites de leurs instruments d'analyse, aux lacunes de l'information ou tout simplement à un comportement stratégique, lié en particulier à un conflit d'intérêt entre le rôle d'évaluation et de conseil en investissement (Stiglitz, 2002). Un autre argument souligne combien la politique de taux d'intérêt suivie par chaque banque centrale joue un rôle clé dans l'évolution des cours boursiers, des taux de change et même des profits des entreprises non financières (Aglietta, 2003).

Finalement, il faut aussi mentionner le fait que les grandes crises financières posent la question de la garantie des contrats, de la stabilité des droits de propriété et des attributs et limites de la souveraineté (Sgard, 2002). Autant de questions qui ressortissent directement de la prérogative de la puissance publique et non de la capacité d'initiative de la communauté financière.

Pour toutes ces raisons, l'apprentissage est principalement celui des autorités publiques. Il est partiel, retardé, toujours imparfait mais à l'échelle de l'histoire longue, cet apprentissage est à l'origine d'une plus grande résilience des systèmes financiers, tout au moins dans les pays pour lesquels les structures financières et économiques évoluent de concert dans la longue période (tableau 1). A contrario, les pays émergents se sont souvent vus imposer des innovations financières venues d'ailleurs, sans qu'ils disposent des outils leur permettant d'évaluer les risques ainsi pris. L'instabilité macroéconomique de ces pays s'en est trouvée accrue, dans un premier temps tout au moins (Kaminsky, 2003).

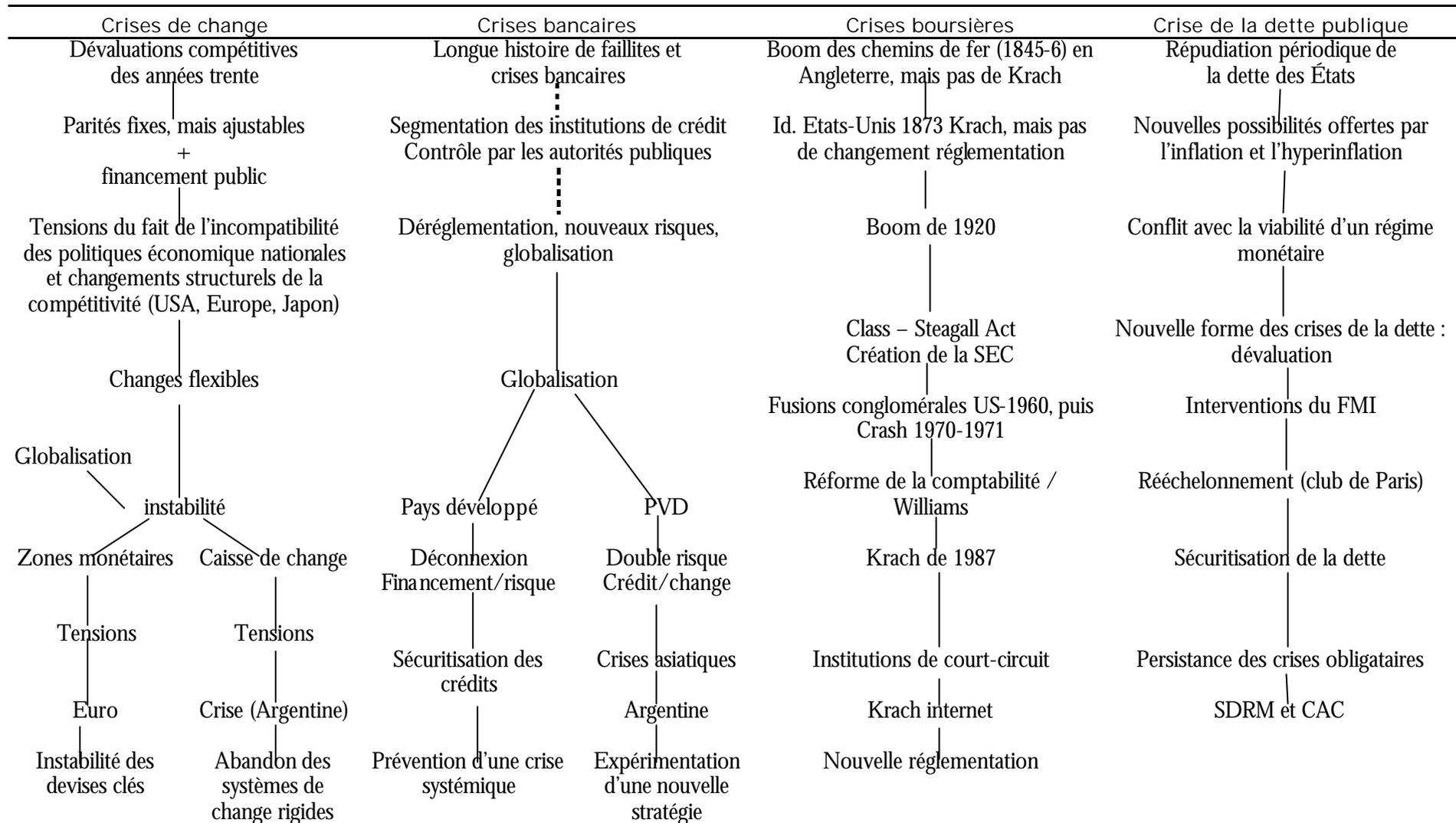
Un autre argument en faveur de l'intervention publique dans la prévention et la résolution des crises concerne la question de la mémoire des acteurs participant à « l'industrie du chiffre ». L'observation et l'expérience historique suggèrent que la mémoire des principaux acteurs du marché – *traders* et analystes notamment – est relativement courte, c'est-à-dire que la traditionnelle myopie de ces derniers, se doublerait d'une amnésie. Cette faculté d'oubli et cette *mémoire courte* ont plusieurs causes :

- effets de mode
- fonctionnement en temps réel des salles de marché
- carrières courtes des opérateurs de marché
- restructurations continues des équipes

En revanche, les institutions publiques seraient dotées d'une mémoire plus longue, qui serait la contrepartie de leur plus grande inertie et longévité. La mise en place des politiques, et notamment de la réglementation, s'inscrit dans la durée et souvent l'emboîtement de dispositifs antérieurs qui portent la trace des expériences anciennes.

Dans la mesure où les crises successives ont des éléments de permanence, comme cela a été montré par exemple par Kindleberger (1978), la mémoire longue des institutions publiques leur donne un avantage dans l'art de prévoir et donc de prévenir certaines crises.

TABLEAU 1 - LES EFFETS D'APPRENTISSAGE SONT SURTOUT LE FAIT DES AUTORITES PUBLIQUES ET S'INSCRIVENT DANS LE TEMPS LONG



## LES PROGRES DE L'ANALYSE ECONOMIQUE PERMETTENT D'IDENTIFIER LES FAILLES DES MARCHES FINANCIERS

Les autorités peuvent s'appuyer aujourd'hui sur les avancées de l'analyse économique. En effet, les travaux théoriques récents portant sur la structure et la réglementation des marchés financiers ont contribué à améliorer la connaissance des imperfections propres à chaque type de marché (par exemple, Spencer, 2000). Ces progrès de l'analyse sont éclairants pour les autorités publiques car ils permettent de différencier les modalités d'intervention pour les divers secteurs de l'activité financière (tableau 2).

- En l'absence d'aléa moral, la combinaison d'une assurance de dépôts et d'un prêteur en dernier ressort livre une solution optimale pour les *banques commerciales*, ce qu'un secteur privé laissé à lui-même ne peut réaliser (Spencer, 2000, p. 241).

- La situation est tout autre pour les *services financiers* mais l'analyse permet de détecter que le problème principal est celui de la sélection adverse, ce qui appelle une surveillance mutuelle, la mise en œuvre de standards minimaux et finalement de procédures disciplinaires. Les mesures législatives prises aux Etats-Unis après les scandales financiers de type ENRON s'inscrivent complètement dans cette logique et montrent que l'auto-organisation des participants au marché n'est pas suffisante puisqu'en dernière instance seules des procédures pénales et des sanctions judiciaires peuvent restaurer la confiance en la transparence et le bon fonctionnement des institutions et marchés financiers. Au-delà d'un certain seuil de dérèglement, le marché est en effet incapable de restaurer les conditions de sa légitimité et de son efficacité.

- Les *faiseurs de marchés* sont soumis à des risques, pour ne pas dire des tentations équivalentes, ce qui appelle des règles de transparence, des standards concernant les procédures utilisées et finalement des procédures disciplinaires introduites par les autorités judiciaires. Le passage à l'électronisation des transactions peut surmonter cet obstacle.

- Concernant les *actions* et les *obligations* émises par les grandes entreprises, la question centrale est celle de la transparence de la livraison, au marché, des informations pertinentes. Objectif qui n'est pas aisément réalisable car le délit d'initié est tentant et n'est pas toujours détecté et poursuivi. Aussi le renforcement des lois protégeant les petits porteurs, les actionnaires minoritaires par exemple, fait-il partie intégrante d'une stratégie permettant de développer la confiance sur les marchés financiers correspondants.

- La confiance sur les *marchés obligataires publics* peut certes faire appel à la construction d'une réputation, mais elle suppose aussi que des règles soient édictées en vue de préciser le droit des créiteurs en cas de défaut. À cet égard, les années récentes ont été riches en propositions concernant l'inclusion de clauses d'action collective ou encore de procédures en vue de restructurer et de rééchelonner une dette publique.

Compte tenu de l'expérience accumulée et des progrès dans l'analyse des divers déséquilibres caractéristiques des marchés financiers ou du crédit, les autorités publiques ne sont donc pas désarmées, non seulement pour gérer les instruments financiers déjà connus mais aussi pour tenter d'anticiper le type de comportement opportuniste et donc de déséquilibres qui ont toutes chances de se développer face à une innovation apportant de nouvelles perspectives de profit au plan microéconomique, et de risque de crise à l'échelle du système financier.

TABLEAU 2 – CHAQUE MARCHÉ APPELLE UNE FORME PARTICULIÈRE D'INTERVENTION PUBLIQUE

Activité	Services financiers de base			Faiseurs de marché	Titres		Titres publics	Prêts bancaires	Dépôts banques commerciales
	Conseillers financiers	Gestionnaires de portefeuille	Assureurs		Grandes entreprises	Petites entreprises			
Asymétrie d'information	Unilatérale	Unilatérale	Bilatérale	Multilatérale	Multilatérale	Unilatérale	Unilatérale	Unilatérale	Unilatérale
Transparence du marché	Confidentielle	Confidentielle	Confidentielle	Ouverte	Ouverte	Ouverte ?	Ouverte	Confidentielle	Confidentielle
Information du principal et activité de recherche	Information exogène	Information exogène	Information exogène	Activité de recherche	Recherche sur les titres	Information exogène ?	Recherche sur les titres	Examen des projets, audit, suivi	Information exogène, activités de recherche
Rémunération de l'agent	Rémunération fixe	Participation en fonction de l'actif	Convexe	Marge fixe	Participation en fonction de l'actif	Participation en fonction de l'actif	Convexe	Convexe	Convexe
Principales difficultés	Sélection adverse	Sélection adverse, vérification	Sélection adverse, aléa moral, vérification	Sélection adverse (spécialement petites compagnies)	Aléa moral, vérification	Aléa moral, vérification	Substitution d'actifs	Sélection adverse, aléa moral, rationnement	Prise excessive de risque, vérification
Réponse du marché	Contrôle mutuel et assurance, standard minimum et procédures disciplinaires	Mesures de performance et audit, standard minimum et procédures disciplinaires	Contrôle mutuel et assurance, standard minimum et procédures disciplinaires	Limitation des ordres, système de prix à deux niveaux	Règles d'annonce, audit	Transaction du directeur, audit	Conventions et audit, procédure de défaut	Examen des projets, relations avec la clientèle, collatéral	Collatéral, surveillance mutuelle
Réponse de la réglementation	Contrôle public et assurance, standard minimum et procédures disciplinaires	Contrôle public et assurance, standard minimum et procédures disciplinaires	Ratio de capital, contrôle public ombudsman	Règles d'annonce, standard minimum et procédures disciplinaires	Règles d'annonce, standard minimum, procédures disciplinaires, lois protégeant les investisseurs	Déclaration des transactions du directeur, loi de protection des investisseurs	Loi de protection des créiteurs	Ratios de capital	Ratios de capital, assurance de dépôts.

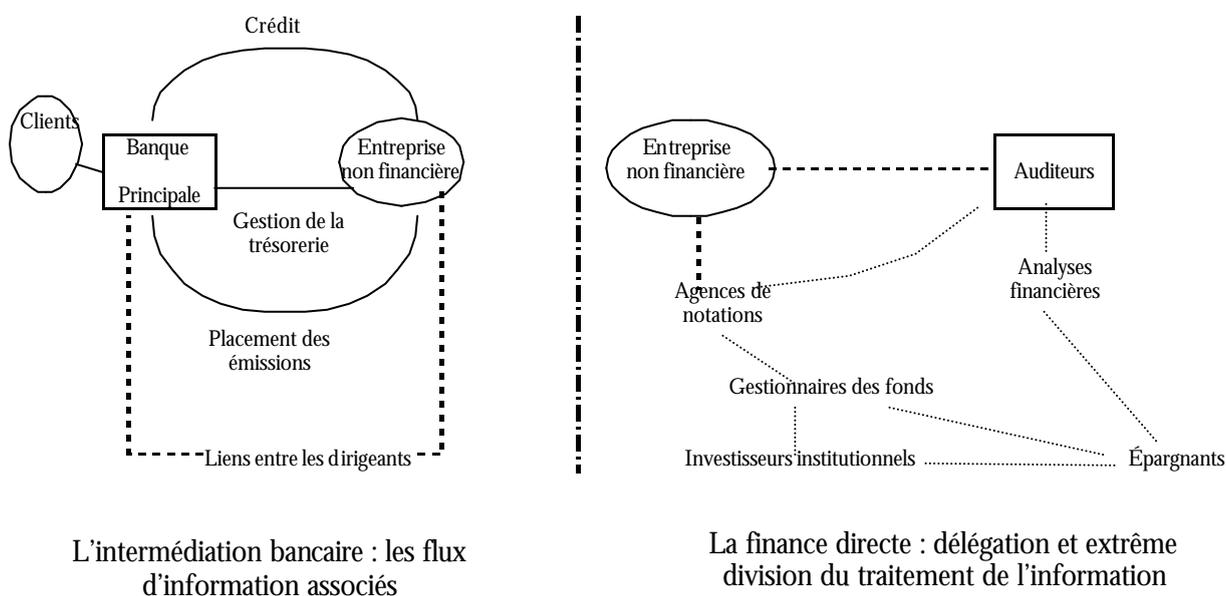
Source : Spencer Peter D. (2000), p. 239

## IL N'EST PAS DE SYSTEME FINANCIER PARFAIT

Les économistes ont beaucoup débattu sur les mérites comparés des banques et des marchés financiers dans l'ajustement de l'épargne et de l'investissement. Les années soixante ont été marquées par la domination du système bancaire, perçu comme mettant en œuvre des routines relativement efficaces quant à la sélection des projets d'investissements qu'il s'agisse du monitoring implicite à toute opération de crédit, de la gestion de la trésorerie ou encore de la contribution de la banque au placement des actions et obligations émises par l'entreprise. La multiplication des crises bancaires a conduit à un basculement des conceptions, les auteurs insistant alors sur le risque de poursuite de financement de mauvais projets du fait de la dépendance mutuelle de la banque et de son client, ou encore leur incapacité à financer des innovations radicales et de nouvelles entreprises.

Par contraste, la finance directe était supposée exercer un contrôle beaucoup plus strict sur la gestion des firmes, grâce à l'action d'analystes et de gestionnaires de fonds, à travers l'achat-vente de titres. Les scandales liés à l'éclatement de la bulle Internet ont montré que les marchés financiers n'étaient pas sans défaut majeur : contrôle distant et parfois biaisé par les analystes financiers, collusion entre analystes et grandes firmes, danger des délais d'initiés. Dès lors qu'aux crises bancaires des années quatre-vingt dans les pays industrialisés succède la crise boursière du début des années 2000, les analystes sont contraints de dresser un bilan beaucoup plus équilibré des mérites respectifs des deux systèmes. Sachant que le système bancaire en tant que garant de la continuité des paiements ne saurait être remplacé par un ensemble de marchés financiers fussent-ils hypertrophiés (figure 1).

Figure 1 - Les marchés financiers peuvent corriger certaines faiblesses structurelles des banques mais buttent eux-mêmes sur l'asymétrie d'information



## CORRIGER UNE SOURCE DE CRISE PAR UN DISPOSITIF QUI LUI-MEME SUSCITERA A TERME DE NOUVEAUX RISQUES

Dès lors, il est de bonne méthode de reconnaître les sources de crise propres à chaque organisation financière et de tenter d'en réduire la fréquence et la gravité à travers d'autres mécanismes correcteurs. Tel est le message central des travaux théoriques portant sur la structure et réglementation des marchés financiers (Spencer, 2000). Il est remarquable que, pour chacune des grandes sphères de l'activité financière, la dynamique du système ne peut être laissée à l'initiative des acteurs ou même de la profession. Une surveillance publique, une forme d'assurance, des procédures disciplinaires, des ratios prudentiels, des règles de transparence, la mise en œuvre et le respect de standard, des lois protégeant le public, autant de dispositifs qui traversent l'ensemble des champs de la finance (tableau 2, supra).

Ainsi, face à de nouveaux produits financiers supposés introduire des innovations radicales dans l'allocation du capital, il est probable que le simple jeu des acteurs impliqués finisse par déboucher sur une imperfection qui apparaîtra précisément à l'issue du processus généralisant les stratégies aux quelles conduisent ces nouveaux produits financiers. Dans certains cas, la fragilité financière peut déboucher sur un effondrement du marché et une perte de confiance. Ainsi s'amorce, en général, un nouveau cycle de réglementation publique et de dispositifs prudentiels.

## L'ARGUMENT DE L'ALEA MORAL DOIT ETRE RELATIVISE

L'un des principaux arguments invoqués à l'encontre des interventions publiques à l'occasion des crises financières est celui de l'aléa moral. L'idée est simple : sachant qu'ils seront secourus au moment des crises par une institution publique (aides de l'État, prêts de la Banque centrale ou du FMI), les acteurs concernés ne sont pas incités à opérer une gestion rigoureuse de leurs risques. Les interventions publiques seraient donc contre-productives.

Les comportements et mécanismes induits par l'aléa moral en cas de sauvetage (*bail out*) par les autorités publiques ont été modélisés, notamment par Corsetti et alii (1998). Les enchaînements sont les suivants, dans le cadre d'un modèle de crise jumelle (Dehove, 2003). Escomptant un sauvetage des autorités publiques en cas de difficulté, les agents bancaires et non bancaires sont incités à prendre des risques excessifs, ce qui accroît leur risque de défaut. De plus, ceux-ci anticipent une politique monétaire accommodante et des déficits budgétaires plus importants à cause du sauvetage escompté, ce qui accroît la probabilité d'une dévaluation future (par exemple, selon les mécanismes du modèle de Krugman 1979). Cette probabilité de dévaluation rend encore plus risqué le crédit bancaire, ajoutant le risque de change au risque de défaut. Par ailleurs, elle provoque une hausse des taux d'intérêt domestiques qui pousse les banques à prendre encore plus de risque. En effet, le refinancement de la Banque centrale devenant plus coûteux, les banques s'endettent à l'extérieur car elles anticipent que les pertes de change dues à la dévaluation anticipée seront couvertes par l'assureur domestique (État) ou international (FMI) qui viendra à leur secours par un plan de sauvetage monétaire ou fiscal. Toutes les conditions sont ainsi réunies pour une crise jumelle (bancaire et cambiaire).

Cette analyse des crises fondée sur l'aléa moral a été utilisée à l'encontre des différents plans de sauvetage mis en place par le FMI depuis la crise mexicaine de 1995 (Calomiris, 1998 ; Meltzer, 1998 et Willett, 1999). L'existence d'un risque d'aléa moral lié aux interventions publiques est difficilement contestable. Les travaux empiriques confirment le phénomène de l'aléa moral, comme l'illustre une étude récente du FMI (2002) menée sur les pays émergents. Des

études sur les crises passées (1830, 1850, 1890) (Bordo, 1996) et 1930 (Calomiris, 1997) suggèrent également l'existence d'un lien entre l'existence d'une forte probabilité de sauvetage et l'ampleur des crises financières.

Ces analyses ont conduit à des recommandations de politique économique et de réforme institutionnelle radicale :

- arrêt des sauvetages internationaux, notamment parce qu'ils aggravent la corruption et freinent les processus d'apprentissage et de réforme nécessaires
- refus d'augmenter les moyens d'intervention du FMI (Calomiris, 1998)
- cantonnement de la Banque mondiale aux prêts à long terme
- dissolution du fonds de stabilisation des changes américain

Toutefois, il convient de relativiser la portée de ces conclusions. Il faut noter, tout d'abord, que cette critique ne s'adresse qu'aux politiques curatives de gestion (*ex post*) des crises, mais ne concerne pas les politiques préventives (*ex ante*) ou prudentielles. Les dispositifs prudentiels, tels que ceux mis en place par le comité de Bâle sur le contrôle bancaire, tendent à réduire les prises de risques excessifs par les banques.

En second lieu, il convient d'opérer une distinction entre prêteurs et emprunteurs quant à l'importance de l'aléa de moralité. On peut considérer, en effet, que cette asymétrie d'information est moins importante du côté des emprunteurs au motif que le coût élevé des crises financières et de change serait souvent assez dissuasif pour amener ces acteurs à s'auto-discipliner (Strauss-Kahn, 1998).

Enfin, l'aléa de moralité doit être regardé comme une limite inhérente aux opérations de sauvetage et non comme une condition suffisante pour empêcher toute intervention publique, surtout en présence d'un risque systémique. La bonne réponse doit être de trouver un équilibre entre une intervention publique nécessaire, d'une part, et la mise en place de « bonnes » incitations à minimiser le risque de la part des opérateurs, d'autre part (FMI, 2003). De ce point de vue, l'implication des créanciers dans la résolution des crises apparaît comme une bonne solution. C'était l'un des objectifs de la procédure du *SDRM* (*sovereign debt resolution mechanisms*) proposée par le FMI qui consiste à appliquer une procédure de faillite aux Etats à l'échelle internationale.

## CONCLUSION

Dans un monde où tous les marchés à terme seraient ouverts et dans lequel les agents partageraient une même description des états de la nature, les crises financières seraient absentes et l'intervention publique, clairement non justifiée. Dans les économies concrètes au contraire, seul un petit nombre de marchés permet d'opérer les transferts intertemporels de ressources, dans un contexte où les états de la nature ne sont pas donnés *ex ante*. Dès lors, les marchés financiers sont soumis à diverses pathologies qui sont propres à la relation de crédit (prise de risque procyclique) et à la finance directe (autonomisation du prix de marché par rapport à la valeur fondamentale, et émergence de conventions sous l'impact du mimétisme).

Il est donc courant qu'émergent des déséquilibres sur les marchés financiers, ces derniers pouvant se résorber à l'occasion d'un retournement des vues sur l'avenir. A priori, ces déséquilibres ne sont pas suffisants pour justifier une intervention publique. Dès lors, pourquoi les réglementations sur les marchés financiers et les interventions directes des pouvoirs publics sont-elles fréquentes et récurrentes ? Le présent article montre que diverses raisons convergent en faveur de l'intervention publique.

- En termes théoriques, le transfert de marché à marché d'une crise financière d'abord locale, peut impliquer une *crise systémique* mettant en péril la permanence du système de paiement et de crédit. Voilà pourquoi les autorités publiques et les banques centrales ne manquent pas d'intervenir lorsque pointe le risque d'un tel effondrement de l'institution de base d'une économie de marché.

- L'histoire montre que, *nolens volens*, ces interventions publiques se sont développées dans tous les pays, au-delà même des oppositions de principe, sous l'empire *de la nécessité et de l'urgence* créée par l'éclatement d'une crise financière majeure. L'idéal serait d'éviter toute crise financière mais, si l'on n'y parvient pas, il appartient à l'action collective d'enrayer le mouvement de panique et de sauve-qui-peut qui résultent de l'interaction de stratégies purement individuelles.

- À cet égard, les *risques d'aléa moral* ne doivent pas être surestimés. D'abord les interventions publiques sont toujours marquées par un degré d'incertitude, ce qui dissuade les agents privés de considérer comme garanti leur sauvetage. Ensuite et surtout, les crises financières majeures changent de lieu et de forme et sont loin d'être la répétition à l'identique, donc les dangers associés à l'aléa moral s'en trouvent réduits. Enfin, il est des dispositifs qui cherchent à faire internaliser les risques par ceux qui les prennent et donc réduire la probabilité de fragilité financière. Le danger d'aléa moral n'est présent que pour les crises que l'on n'a pas su éviter.

- Alors que les *agents privés* sont immergés dans les relations de concurrence et la pression au mimétisme sur les marchés financiers, les *acteurs publics* ont en général une *mémoire longue* des crises passées, ne serait-ce que parce que le cadre législatif, réglementaire, institutionnel, incorpore des dispositifs visant à éviter la reproduction des crises financières précédentes. Ainsi, le réseau d'informations qui convergent vers une banque centrale est à même de livrer une information sur la liquidité globale et la prise de risque que n'ont pas les acteurs individuels. De même, une organisation internationale dont l'objet est d'assurer la stabilité financière peut accumuler une expérience lui permettant de détecter plus aisément que les acteurs locaux l'émergence d'une crise radicalement nouvelle pour ces derniers mais bien connue à l'échelle internationale.

- Pour toute *configuration institutionnelle donnée*, il est possible de diagnostiquer la nature et la plus ou moins grande *probabilité de crise*, grâce à l'analyse de la stratégie des acteurs privés et de la ligne de plus grande pente des innovations qu'ils vont chercher à développer pour contourner le cadre prudentiel existant. Dès lors, des dispositifs permanents institués par les pouvoirs publics peuvent chercher à faire internaliser par les intermédiaires financiers les coûts associés aux externalités propres aux crises financières. En un sens, les autorités de marché ont une capacité à anticiper certains risques de crise.

- Enfin, les innovations financières privées tendent à affaiblir la capacité de contrôle des autorités publiques, ce qui semble, à court terme, invalider toute pertinence à l'intervention d'une banque centrale et d'une agence financière de tutelle. Pourtant, une reconfiguration du cadre réglementaire et prudentiel ne tarde pas, dès lors que s'accroît la probabilité de fragilité financière,

donc de crise systémique. Les crises financières majeures manifestent moins l'*inefficacité* de tout contrôle public qu'elles n'appellent sa *redéfinition*.

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA Michel (2003), «Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'Economie Financière*, n° 70, janvier, p. 33-49.
- BORDO M., SCHWARTZ A.J. (1996), « Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797-1994 », *Open Economies Review*, v. 7. (<http://papers.nber.org/papers/W5710>)
- BRENDER A., PISANI F. (2001), *Les marchés et la Croissance*, Éditions Economica.
- BRI, Rapport annuel, Bâle, 2002
- CALOMIRIS C.W. (1998), « The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort », *Statement before the Joint Economic Committee*, United States Congress, February 24 (published in *The Cato Journal*, v. 17, n° 3, Winter 1998). (<http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-11.html>)
- COHEN Daniel, PORTES Richard (2003), *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, 43, La Documentation française, Paris, p. 7-46.
- CORSETTI G., PENSENTI P., ROUBINI N. (1998), « Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis », *NBER Working Paper 6783*, November. (<http://papers.nber.org/papers/w6783.pdf>)
- DEHOVE Mario (2003), « Crises financières : deux ou trois choses que nous savons d'elles. Que nous apprend l'approche statistique des crises financières ? », Document de travail CAE, Avril.
- FAUST M. et alii (2001), *Global Public Goods : Taking the Concept Forward*, New York, PNUD
- FMI (2002), "Moral Hazard and International Crisis Lending : A Test", G. Dell'Ariccia, I. Schnabell, J. Zettelmeyer, Working Paper, October
- GOODHART Charles (2003) , The New Basle Capital Accord, mimeo, présentation au groupe de travail en mars 2003.
- JOVANOVIC Boyan, ROUSSEAU Peter (2002), Mergers as reallocation, NBER WP October.
- KINDLEBERGER Charles P. (1978), *Manias, panics and crashes*, Basics Books
- KINDLEBERGER Charles P. (1986), « International Public goods without International Government », *American Economic Review*, 76 : 1, p. 1 – 13.
- KRUGMAN Paul (1979), « A Model of Balance of Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 11, n° . 3, pp. 311-25, August.
- MOELLER Sara, SCHLINGEMANN Frederik, STULZ René (2004), "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the merger wave of the 1990s", *Journal of Finance*, Forthcoming, cité *The Economist* (2004b), p. 66.
- MUSGRAVE R. (1959), *The Theory of Public Finance, A Study in Public Economy*, McGraw-Hill, New York
- PADOA – SCHIOPPA T. (1999), « EMU and Banking Supervision », Lecture at the London School of Economics, Financial Market Group, February
- PLIHON Dominique (2001), Quelle surveillance prudentielle pour l'industrie des services financier ?, *Revue d'Economie Financière*, numéro spécial « Sécurité et régulation financières », n° 60
- PLIHON Dominique (2003), « Pour une réforme profonde des institutions de Bretton Woods », contribution pour le rapport « Crises de la dette : prévention et résolution », Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française
- SGARD Jérôme (2002), *L'économie de la panique : faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte.
- SPENCER Peter D. (2000), *The Structure and Regulation of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press.
- STIGLITZ Joseph (2000), *Principes d'économie moderne*, De Broeck, Bruxelles, Paris
- STIGLITZ Joseph (2002), *La grande désillusion*, Mille et Une Nuits, Fayard
- STRAUSS – KAHN Dominique (1998), « A fix, not a fudge », *Financial Times*, April 17
- THE ECONOMIST (2004a), "When battle commence", February 21<sup>st</sup>, p. 64-66.
- THE ECONOMIST (2004b), "The coming storm", February 21<sup>st</sup>, p. 67-68.

WOLF Charles Jr. (1990), *Markets or governments: choosing between imperfect alternatives*, Cambridge Massachussetts, The MIT Press.