

Nouveaux acteurs, nouveaux enjeux

Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel

Le processus de globalisation financière, engagé depuis les années 80, offre un bilan contrasté : d'un côté, le développement de marchés de capitaux internationalisés et décloisonnés semble avoir accru au niveau mondial l'efficacité du financement de l'économie ; d'un autre côté, la multiplication des crises financières, aussi bien dans les pays développés que dans les pays émergents, témoigne d'une forte augmentation de l'instabilité des systèmes financiers.

Dominique Plihon analyse ici l'instabilité inhérente à ces nouveaux systèmes financiers ainsi que les moyens d'y remédier. Il défend le recours à une régulation macroprudentielle, centrée sur l'ensemble des agents et de leurs interactions.

C. F.

La plupart des systèmes financiers ont connu de profondes et rapides mutations depuis les années 80 dans les pays développés, comme dans les pays en développement. Plusieurs facteurs expliquent ces transformations, en particulier la multiplication des innovations financières réalisées par les acteurs privés

et les réformes décidées par les pouvoirs publics. Ces réformes ont eu deux objectifs principaux : libéraliser et moderniser les systèmes financiers. Les pays européens se sont ainsi progressivement dotés de marchés unifiés de capitaux, allant du court au long terme, avec une gamme complète de compartiments communiquant entre eux (monétaire, hypothécaire, bancaire, boursier, produits dérivés). L'une des conséquences de ces politiques a été le développement spectaculaire de la finance de marché, avec des marchés profonds et liquides, étroitement imbriqués entre eux, et très largement internationalisés. La vague des nouvelles technologies de l'information et de la communication a largement contribué à ce processus de globalisation financière, en permettant la circulation des flux financiers en temps réel entre les opérateurs des différents marchés et sur l'ensemble de la planète.

Les ambivalences de la finance moderne

Des gains en efficience

Pour différentes raisons, cette évolution de la finance est généralement présentée comme une importante source de progrès. Tout d'abord, la libéralisation des marchés de capitaux facilite les échanges entre agents à capacité et à besoin de financement, et elle favorise les innovations financières. L'augmentation et la diversification de l'offre de placement et de financement qui en résultent sont censées améliorer l'allocation des ressources dans l'économie, donc au final soutenir la croissance. Une autre avancée souvent portée au crédit de la finance de marché concerne la gestion des risques. L'existence de marchés larges et liquides est supposée favoriser une meilleure répartition des risques grâce aux stratégies de diversification des risques menées par les investisseurs institutionnels, devenus les personnages centraux des systèmes financiers contemporains. Par ailleurs, les innovations financières récentes les plus importantes ont pour but de favoriser la gestion et la dispersion des risques. C'est le cas des produits dérivés dont le rôle premier est de permettre la couverture des principaux risques financiers (1).

Des effets déstabilisants

L'un des problèmes majeurs posés par les mutations récentes concerne les questions de stabilité financière. La finance moderne pose un véritable dilemme

(1) On distingue aujourd'hui trois grandes catégories de risques : les risques de solvabilité, de contrepartie ou de crédit, liés à l'éventuelle défection du débiteur ; les risques de marché, liés aux variations des cours boursiers ; les risques opérationnels, liés aux dysfonctionnements techniques ou technologiques.

efficacité – stabilité. D'un côté, en effet, celle-ci est supposée apporter un gain en efficacité et en matière de gestion des risques, comme on vient de le voir. Mais d'un autre côté, les nouvelles formes de la finance peuvent être à l'origine de graves dysfonctionnements en termes de stabilité, ce qu'atteste la multiplication récente des crises financières (2). Cette ambivalence de la finance moderne caractérise, par exemple, les marchés de produits dérivés (marchés à terme, d'options et de swaps). Ils constituent un progrès pour les acteurs économiques auxquels ils offrent des instruments efficaces de couverture contre le risque. Mais on sait également que les produits dérivés peuvent être un important facteur d'instabilité. D'une part, parce qu'ils représentent l'un des principaux leviers à la disposition des spéculateurs, comme l'a bien montré George Soros, par exemple, à l'occasion de sa spéculation victorieuse contre la Livre sterling en 1992 ; d'autre part, et surtout, ces instruments peuvent conduire à de nouvelles formes d'instabilité, de nature systémique.

Le cas des dérivés de crédit fournit une illustration de ce problème. Au cours de la seconde moitié des années 90, cette innovation a élargi la gamme des instruments de protection contre le risque de crédit à la disposition des banques (3). Ces dernières ont utilisé massivement ces instruments pour transférer les risques de crédit qu'elles ne souhaitent pas assumer à des investisseurs tels que les sociétés d'assurance, les fonds mutuels ou les fonds spéculatifs (*hedge funds*). Les dérivés de crédit sont, en principe, un facteur d'amélioration de l'efficacité des marchés et de la gestion des risques. On leur attribue deux avantages principaux : ils permettent le transfert et la dispersion des risques parmi un nombre accru d'acteurs financiers ; ensuite, ils facilitent la diversification des portefeuilles, grâce à leur grande négociabilité sur ces marchés de transfert du risque de crédit (*credit risk transfer* – CRT). Les CRT ont connu une progression géométrique. Selon les estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'encours notionnel des dérivés de crédit serait passé de 187 milliards de dollars en 1997 à 12 400 milliards de dollars en 2005.

Les autorités se sont inquiétées de cette progression foudroyante des CRT car ceux-ci pourraient engendrer des risques d'instabilité (4). Comme le soulignent les analyses du FMI (2002) et de la BRI (2002), les CRT entraînent le transfert d'une part croissante du risque vers des investisseurs soumis à une réglementation plus souple et qui sont moins capitalisés, et donc plus vulnérables, que les banques (5). De plus, les marchés de CRT sont des marchés de gré à gré par nature peu transparents et qui échappent au contrôle des autorités de tutelle. Par ailleurs, ils pourraient ne pas avoir toutes les vertus qu'on leur prête en matière de dispersion et de diversification des risques. On constate, en effet, que les transactions sur ces marchés sont actuellement concentrées sur un petit nombre d'établissements, majoritairement bancaires (6). Cette nouvelle répartition des risques est susceptible d'aggraver le risque systémique et donc l'instabilité du système financier international.

Le risque de système

Le risque de système se réalise lorsque les interactions entre les agents individuels et les marchés conduisent à une situation d'insécurité et d'instabilité générales qui affecte l'ensemble du système financier et se propage à l'économie tout entière. Ces interactions, que les économistes qualifient d'externalités négatives, résultent du dysfonctionnement des marchés qui ne parviennent pas à séparer les risques (marchés incomplets) ou à exprimer de manière correcte toute l'information disponible (marchés imparfaits). Le risque de système n'est pas la juxtaposition de risques individuels, c'est un processus macroéconomique se traduisant par un risque global. La réalisation du risque de système dépend de la robustesse du système financier, de sa capacité à absorber, plutôt qu'à amplifier les perturbations. Le développement et la complexité des systèmes financiers modernes est un facteur favorable au déclenchement, puis à la propagation du risque systémique. En effet, les systèmes financiers sont devenus des réseaux de relations organisés autour de centres où se trouvent concentrés des volumes élevés de transactions, des engagements croisés de haute densité, des positions enchevêtrées, des informations à circulation très rapide et à influence contagieuse.

Les crises systémiques sont peu fréquentes, mais ne sont pas un phénomène exceptionnel : depuis le début des années 90, le Japon et une dizaine de pays émergents en Asie du Sud-Est, en Amérique Latine, et en Europe Orientale ont expérimenté de telles crises. Les États-Unis et l'Europe de l'Ouest ont été très proches d'une crise systémique à la suite du krach boursier de 2001. Le coût de ces crises peut être extrêmement élevé dans la mesure où celles-ci affectent non seulement le système financier, mais également l'ensemble de l'économie, ou même plusieurs économies par contagion.

Les mécanismes des crises systémiques

Trois séries de mécanismes sous-tendent les crises de nature systémique (7). Le premier mécanisme est spécifique aux marchés financiers qui sont en fait des

(2) *Les crises financières*, Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, Rapport pour le Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française, 2004.

(3) Aujourd'hui, dans les pays du G10, la hiérarchie des risques non prévisibles (*unexpected loss* – UL) est la suivante : (1) risques de crédit (UL = 85 %) ; (2) risques opérationnels (UL = 10 %) ; (3) risques de marché (UL = 5 %) ; les risques de marché sont largement reportés sur les clients (parfois à leur insu...) et sur les autres acteurs financiers.

(4) « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, Eurosysteme, novembre 2002, pp. 69-84.

(5) Banque des règlements internationaux, Rapport 2002 et Fonds monétaire international, « How Effective is the Market for Credit Risk Transfer Vehicles Functioning ? », *Global Stability Forum Report*, mars 2002.

(6) D'après « Les résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 4, juin 2004, p. 81.

(7) *Les crises financières*, 2004, *op. cit.*

marchés de promesses et non pas des marchés typiques de biens et services : face à l'incertitude propre à tout investissement et plus encore à l'innovation, émergent des valorisations financières fortement conventionnelles et caractérisées par l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme, sans aucune garantie de convergence vers une valeur fondamentale, elle-même largement indéterminée.

Un deuxième mécanisme concerne le caractère procyclique de la prise de risque, de la part des acteurs bancaires et financiers : ces derniers ont tendance à prendre d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne ; en sens inverse, lorsque les perspectives sont défavorables, l'aversion au risque des agents s'accroît, en particulier celle des banques qui peuvent aller jusqu'à rationner le crédit. Ainsi, les acteurs financiers, par leurs comportements, exercent un effet déstabilisateur car ils sont enclins à amplifier les cycles économiques : c'est le processus d'« accélérateur financier », théorisé par l'économiste Ben Bernanke qui vient d'être nommé président de la *Federal Reserve*, la Banque centrale américaine (8). Ce mécanisme porte aussi bien sur les actifs financiers que sur les crédits bancaires, et il affecte tout particulièrement les économies nouvellement ouvertes à la finance internationale.

Un troisième mécanisme propage d'un marché à l'autre les déséquilibres apparus sur l'un d'entre eux : c'est la facilité d'accès au crédit qui affecte l'allocation de la quasi-totalité des actifs (financiers, immobiliers, boursiers), et explique la contagion d'un marché à l'autre qui se superpose à la contagion internationale. Les banques ont ainsi un rôle central à travers le mécanisme de l'accélérateur financier. Le processus de mondialisation s'est traduit par une interdépendance accrue des marchés financiers, ce qui favorise la diffusion des emballements spéculatifs entre des pays qui peuvent être fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par l'arbitrage des agents financiers. De plus, les données historiques et empiriques suggèrent que les emballements spéculatifs sont aggravés par les comportements des acteurs financiers caractérisés par le mimétisme, la perte de mémoire des précédents épisodes de crise, ou encore une excessive confiance en ses propres choix par rapport à ceux des autres acteurs du marché, sans oublier l'aveuglement au désastre qui marque les périodes spéculatives précédant les crises.

Des formes différentes

Si les crises systémiques obéissent à un petit nombre de mécanismes, elles sont néanmoins difficiles à prévoir et peuvent prendre des formes variables selon les pays, du fait notamment des différences en matière d'environnement institutionnel. L'élément central au cœur des crises systémiques est la plus ou moins grande vulnérabilité du système financier, en particulier celle des banques. L'un des enseignements majeurs des crises récentes est que leur gravité est liée à l'ampleur des interactions et effets de « résonance » entre les principaux marchés d'actifs. Par exemple, la

profondeur et la durée exceptionnelle de la crise déflationniste subie par le Japon de 1993 à 2003 provient de ce que la crise du système bancaire est allée de pair et a fortement interagi avec les crises des marchés boursier et immobilier. *A contrario*, l'une des raisons pour lesquelles les États-Unis et l'Europe de l'Ouest ont évité la déflation après le krach de 2001 est que leurs systèmes bancaires ont fait preuve de résilience face à ce choc. De même, la plupart des crises financières graves expérimentées par les pays émergents dans les années 90 sont des « crises jumelles » qui ont résulté des interactions perverses entre les marchés des crédits bancaires et des changes.

La gestion du risque de système

Prévenir plutôt que guérir les crises systémiques

Lorsqu'une crise systémique est en cours de déclenchement, l'arme ultime est l'intervention de la banque centrale, en tant que prêteur en dernier ressort. Cette intervention peut prendre plusieurs formes. La forme traditionnelle est l'injection en urgence de liquidités dans les banques en difficulté afin d'éviter que les défaillances de banques individuelles ne suscitent des paniques de la part des déposants et ne se propagent à l'ensemble du système bancaire et financier. L'intervention du prêteur en dernier ressort peut aussi consister en une action directe sur le marché financier en crise. Telle fut la politique de la Fed américaine lors du krach boursier de 1987 qui consista à offrir des liquidités pour restaurer l'équilibre du marché et éviter l'assèchement en liquidités. Cette politique fut un succès car elle empêcha que le krach ne dégénère en crise systémique.

Étant donné leur coût élevé, les crises systémiques doivent être évitées à tout prix. C'est l'objet des politiques de prévention des crises. Des progrès importants ont été réalisés dans ce domaine depuis les débuts de la globalisation financière dans les années 70. La principale avancée en la matière est due aux travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire créé en 1974. La résilience des systèmes bancaires des principaux pays industrialisés, à l'exception du Japon, face aux turbulences financières de la dernière décennie tient largement à une meilleure évaluation des risques et à la qualité de la surveillance prudentielle, mesures introduites beaucoup plus tardivement au Japon. Les recommandations du Comité de Bâle, notamment à travers l'accord de Bâle de 1988, ont joué un rôle décisif en incitant les banques à perfectionner leurs méthodes de gestion des risques et en cherchant à

(8) « The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework », B. Bernanke, M. Gertler et S. Gilchrist in *Handbook of Macroeconomics*, Taylor and Woodford (eds), Amsterdam, North Holland, 2000.

généraliser ces procédures à l'ensemble des pays, répondant en cela aux exigences de la globalisation financière (9). L'accord de Bâle recommandait notamment aux banques internationales de respecter un ratio prudentiel de solvabilité : le ratio Cooke (10). Le nouvel accord de Bâle (Bâle 2), en gestation depuis 1999, repose sur deux innovations majeures. D'une part, il propose une réglementation qui ne se limite pas aux seules exigences minimales de fonds propres (pilier 1), ce qui était la caractéristique du premier accord de Bâle. Bâle 2 englobe également le processus de surveillance prudentielle et le contrôle interne (pilier 2), ainsi que la discipline de marché et la transparence de l'information (pilier 3). D'autre part, Bâle 2 renforce la sensibilité des banques aux risques *via* les nouvelles normes de fonds propres qui sont perfectionnées dans deux domaines : une pondération plus fine des risques, et l'introduction de nouveaux risques, tels que les risques opérationnels liés notamment aux dysfonctionnements d'ordre technique ou technologique (11).

Les limites de la régulation microprudentielle

Si elle comporte des avancées importantes quant à la supervision des banques, la réforme Bâle 2 fait également l'objet de critiques de la part d'une large fraction des spécialistes et des chercheurs. Ces derniers soulignent les dangers de l'accroissement de la sensibilité des banques aux risques et aux exigences minimales de fonds propres. En particulier, les pressions auxquelles seront soumises les banques pourraient renforcer leur comportement procyclique (12). La plupart des travaux empiriques concluent que les exigences accrues en matière de fonds propres renforcent les cycles économiques et peuvent donc avoir un impact macroéconomique déstabilisant. Si, en effet, l'offre de crédit et les autres sources de financement ne sont pas parfaitement substituables, la discipline exercée par les ratios de capital peut engendrer des conséquences réelles en affectant les dépenses d'investissement des entreprises (13). Le comportement de « sur-réaction » des banques risque d'être encore plus prononcé envers les emprunteurs les moins bien notés, ou les emprunteurs plus difficiles à évaluer et dont l'accès aux financements non bancaires est plus problématique. C'est le cas des petites et moyennes entreprises et des pays en voie de développement.

Ainsi, le nouvel accord de Bâle risque d'aggraver les inégalités entre les emprunteurs, et de renforcer l'effet d'accélérateur financier en amplifiant le comportement procyclique des banques dont on a indiqué qu'il était l'un des mécanismes des crises de nature systémique.

Il existe un autre canal, déjà mentionné, par lequel les réformes prudentielles en cours pourraient accroître les risques systémiques. C'est le fait que les banques, profitant des innovations financières (titrisation des créances, produits dérivés), externalisent une part croissante de leurs risques de manière à réaliser des économies en termes de couverture de risques par des fonds propres coûteux. On devrait ainsi assister à une diffusion accrue du risque sur les marchés par les

intermédiaires bancaires qui le portaient traditionnellement dans leur bilan avant qu'apparaissent ces innovations financières. Il y a là un danger de nature systémique lié au transfert des risques à des acteurs moins surveillés, tels les investisseurs institutionnels et les fonds spéculatifs. Ainsi, alors même que la robustesse des banques serait renforcée, on pourrait assister à des enchaînements susceptibles d'aggraver la vulnérabilité des acteurs non bancaires et, par effet de contagion, d'entraîner la déstabilisation du système financier.

La sous-estimation du risque systémique par les autorités publiques, et par le Comité de Bâle en particulier, tient fondamentalement à leur conception du fonctionnement des marchés. Selon cette vision, ces derniers sont en mesure de s'autoréguler, et les crises sont d'abord le résultat de chocs exogènes, ou d'erreurs de politique économique. Il suffit donc, pour assurer la stabilité du système bancaire et financier, de fixer aux acteurs du marché des règles de bonne conduite (transparence de l'information) et d'assurer la discipline du marché (concurrence). C'est ainsi que le Comité de Bâle a choisi de privilégier une approche de nature « microprudentielle » qui cherche à promouvoir la stabilité en régulant les banques individuelles. Ce choix est lié à la représentation théorique, fondée sur le paradigme dominant de l'efficacité des marchés, qui sous-tend l'action des régulateurs et des Banques centrales (14). Une telle approche, optimiste et réductrice, tend à minimiser les risques d'instabilité systémique car elle ignore les interactions entre les différentes catégories d'acteurs et de marchés, ainsi que les relations entre cycles financiers et cycles réels. Le paradigme alternatif de représentation de la finance, d'inspiration keynésienne, apparaît plus approprié pour prendre en compte le risque systémique. Il part de l'idée que les marchés financiers sont fondamentalement instables, que cette instabilité est endogène car elle résulte des interactions entre agents sujets à des renversements brutaux d'opinion, conduisant à des épisodes d'euphorie et de dépression. Suivant le modèle de Minsky (15) (1982),

(9) *Les banques face à la globalisation financière*, Jezabel Couppey, Dominique Plihon, Dhafer Saïdane, Paris, La Documentation française, 2006.

(10) Le ratio Cooke préconise des fonds propres équivalents à au moins 8 % des financements, lesquels doivent être pondérés en fonction de la nature des risques qui leur sont liés.

(11) Le ratio Cooke, issu du premier accord de Bâle, ne retenait que deux sortes de risque : le risque de crédit et le risque de marché. Le ratio Mac Donough, qui lui succède, est plus fin, car il tient compte d'un nouveau type de risque et propose une évaluation plus performante du risque de crédit.

(12) « An Academic Response to Basle II », J. Danielsson, P. Embrechts, C. Goodhart, C. Keating, F. Mennich et H.S. Shin, *Special Paper*, n° 130, Financial Market Group, 2001.

(13) « Bâle II et la procyclicité », F. Béranger et J. Teiletche, *Revue d'économie financière*, n° 73, 2003.

(14) « Quelle surveillance prudentielle pour l'industrie des services financiers ? », D. Plihon, *Revue d'économie financière*, n° 60, 2001.

(15) « The Financial Instability Hypothesis : Capitalism Processes and the Behavior of the Economy », in *Financial Crisis Theory, History and Policy*, Kindleberger et Laffargue (eds), Cambridge University Press, 1982.

qui peut être transposé en économie ouverte, les banques ont un comportement procyclique et d'aveuglement au désastre qui amplifie les déséquilibres et les transmettent à la sphère réelle de l'économie.

Vers une régulation macroprudentielle

Il existe aujourd'hui une prise de conscience de l'insuffisance de la supervision microprudentielle, notamment par les organisations internationales (FMI et BRI) (16). On admet la nécessité de mettre en œuvre des dispositifs macroprudentiels, destinés à stabiliser le système bancaire et financier dans sa dimension globale et macroéconomique, et donc à contenir les risques de nature systémique (17). Une prévention efficace des risques doit s'appuyer sur les deux volets – micro et macro – de la régulation prudentielle présentés dans le tableau ci-après.

Dans la pratique, une orientation résolument systémique du cadre prudentiel revêt deux aspects principaux : d'une part, l'architecture et le mandat des

autorités en charge de la stabilité financière et, d'autre part, les instruments destinés à détecter et à réduire les risques systémiques.

Réformer les institutions

Concernant le rôle et l'organisation des autorités, deux séries d'avancées semblent nécessaires. Il s'agit d'abord d'inclure explicitement des objectifs de stabilité financière dans le mandat des banques centrales (18). Celles-ci se préoccupent déjà implicitement de cet objectif. Ainsi, la politique de la Fed américaine a été activement engagée ces dernières années dans la prévention du risque systémique et Alan Greenspan,

(16) Voir en particulier le rapport 2005 de la BRI.

(17) « Vers une régulation macroprudentielle des crises financières internationales », A. Cartapanis, *Revue d'Économie Financière*, n° 70, 2003.

(18) *Les crises financières*, op. cit., (2004).

Les deux volets de la supervision prudentielle : micro et macro

	Perspective microprudentielle	Perspective macroprudentielle
Objectif premier	Limiter les épisodes de détresse des institutions financières considérées individuellement.	Limiter les épisodes de crise affectant l'ensemble du système financier.
Modalité	Repérer les risques des institutions financières à un moment donné.	Anticiper le profil temporel du risque commun à un grand nombre d'institutions financières.
Objectif ultime	Protection du consommateur - (déposant / investisseur).	Éviter les coûts d'une crise financière en termes de perte de croissance et d'implication budgétaire.
Type de risque	Choc exogène souvent idiosyncratique révélant des faiblesses de la gestion individuelle du risque.	Processus endogène : les interactions entre agents (mimétisme) et leur comportement procyclique amplifient les déséquilibres et entraînent une crise financière.
Type de modèle de référence pour la supervision	Équilibre partiel, modèle typique de gestion de portefeuille.	Équilibre général, prise en compte des interdépendances entre institutions et corrélations entre risques et marchés.
Calibrage des contrôles prudentiels	En termes de risque individuel en fonction de chocs le plus souvent idiosyncratiques. Approche ascendante : du micro au macro.	En fonction du risque de crise systémique que fait courir une institution financière. Approche descendante : du macro au micro.
Théorisation / Formalisation	Modèles de panique bancaire Diamond et Dybvig (1983) (a).	Modèle d'instabilité financière H.P. Minsky (1982).
Références historiques	Herstadt (1974), BCCI (1990), Barings (1994).	Crises latino-américaines des années 80. Crises bancaires des pays nordiques au début des années 90. Crises du Sud-Est asiatique (1997-1998). Crise japonaise (1993-2003).

(a) « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », D. Diamond et P. H. Dybvig, *Journal of Political Economy*, n° 91, 1983 ; H. Minsky, « The Financial Instability Hypothesis : Capitalism Processes and the Behavior of the Economy », in *Financial Crisis Theory, History and Policy*, Kindleberger et Laffargue (eds), Cambridge University Press, 1982.

le président de la Fed, a réussi à éviter que l'éclatement de la bulle boursière de 2001 n'interagisse avec les secteurs bancaire et immobilier américains, ce qui explique une sortie de crise réussie au début des années 2000. Mais, dans le même temps, on ne saurait exclure que la forte baisse, sans doute excessive, des taux d'intérêt organisée par la Fed au cours des années 90 ait largement contribué à l'existence de la bulle spéculative en facilitant l'emballement du crédit. Et on peut craindre que la Banque centrale européenne, trop exclusivement tournée vers la stabilité des prix, soit beaucoup moins sensible à l'objectif de stabilité financière que la Fed. Un changement de culture des banquiers centraux, accompagné d'une réforme de leur mandat, apparaît aujourd'hui nécessaire.

Une seconde avancée de nature institutionnelle consisterait à confier la fonction de surveillance prudentielle des banques, des assurances et des autres intermédiaires financiers à une autorité de tutelle unique, sur le modèle de la *Financial Services Authority* britannique. Quatre pays européens (Allemagne, Danemark, Norvège, Suède) sont allés dans cette direction. La France est en retard sur cette évolution car elle conserve des autorités distinctes pour la supervision des banques, des assurances et des marchés financiers. L'un des enjeux majeurs de ces rapprochements entre autorités est l'efficacité de la régulation face à des conglomérats présents sur les principaux métiers de la finance (banque, assurance, titres).

À l'échelle internationale, des progrès importants ont été réalisés dans le domaine de la coopération entre régulateurs nationaux. Des instances telles que le Forum de stabilité financière jouent ce rôle. On peut se demander si, au niveau de l'Union européenne, une autorité supranationale de régulation de l'ensemble des acteurs bancaires et financiers n'est pas devenue souhaitable dans le contexte de la monnaie unique et du marché unique des services financiers.

Adopter des instruments de régulation macroprudentielle

La prévention du risque systémique implique la mise en place d'instruments et de procédures tournés vers la détection et la mesure des risques de nature systémique, ainsi que la lutte directe contre ces risques. Des indicateurs avancés de solidité financière ont été mis au point par le FMI afin d'obtenir une détection précoce des risques de nature systémique (19). L'un des objectifs recherchés est d'introduire la dynamique macroéconomique dans la quantification et l'évaluation des risques de crédit en considérant l'évolution prévisible du cycle des affaires ainsi que celle des prix d'actifs. Une solution consiste à intégrer dans la mesure du risque certains indicateurs d'alerte, qualifiés de

macroprudentiels, dont on sait qu'ils préfigurent la montée de vulnérabilités et de détresses futures (déviations calculées par rapport au trend du PIB, du niveau d'investissement et des prix d'actifs).

La lutte contre le biais procyclique des banques et des marchés financiers est également un moyen de réduire les risques de nature systémique. L'un des instruments, adopté par l'Espagne et proposé par la Banque de France, est la mise en œuvre par les banques d'un système de provisionnement dynamique ou pré-provisionnement qui conduit au lissage des provisions sur la durée du cycle économique (20). Le système actuel de provision est pratiqué « *ex post* », une fois la dégradation des créances constatée, ce qui se produit souvent dans la partie basse du cycle conjoncturel et amène les banques à sur-réagir. Le système dynamique permet aux banques de calculer leurs provisions sur les pertes attendues sur la durée d'un cycle entier, ce qui atténue la volatilité et la cyclicité des résultats des banques. Cette procédure réduirait le comportement procyclique des banques dans la mesure où le risque serait couvert avant son apparition.

Les contrôles de capitaux constituent une dernière série de mesures de nature à atténuer les effets déstabilisants de la finance internationale (21). On constate en effet que la plus grande part des flux financiers internationaux obéissent en temps ordinaire à un schéma procyclique, et souvent à une logique spéculative de nature à déstabiliser les banques et les entreprises. La régulation des capitaux, par des mesures fiscales et réglementaires, peut contribuer à protéger les pays concernés contre les crises financières. Des expériences menées avec succès dans les années 90 par le Chili (contrôle des entrées de capitaux) et par la Malaisie (contrôle des sorties de capitaux) montrent que cet instrument peut jouer un rôle efficace, ce qui commence même à être reconnu par les défenseurs de l'idéologie néolibérale actuelle (22). ■

Dominique Plihon,
Centre d'Économie de Paris-Nord

(19) Fonds monétaire international, « Financial Crises : Causes and Indicators », *World Economic Outlook*, Washington DC, mai 1998.

(20) Jaudoin O., « Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique », *Bulletin de la Banque de France*, n° 95, novembre 2001.

(21) *Les crises financières*, op. cit., (2004).

(22) Par exemple, *The Economist*, « Survey : Global Finance », pp. 3-9, mai 2003.