

# LA GESTION DES CRISES DANS LE NOUVEAU PAYSAGE FINANCIER

Jeffrey R. Shafer

## TABLE DES MATIÈRES

Introduction . . . . .	66
I. Pourquoi les marchés financiers sont-ils sujets aux crises ? . . . . .	67
II. L'évolution des marchés financiers et leur vulnérabilité aux crises systémiques . . . . .	76
III. Les défenses du système . . . . .	84
Bibliographie . . . . .	91

---

L'auteur, conseiller pour la politique économique internationale au Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE, tient à remercier ses collègues du Département et ceux de la Direction des affaires financières, fiscales et des entreprises pour leurs précieuses observations.

---

## INTRODUCTION

Les systèmes financiers, à l'échelle nationale et internationale, ont connu des transformations rapides au cours des vingt dernières années. Au début des années 80, le marché des eurodevises – marché bancaire global très fortement concurrentiel, caractérisé par une gestion active des ressources et par des prêts à taux d'intérêt variable – s'est trouvé dominer l'activité financière sur les marchés internationaux, tandis que, avec le démantèlement du contrôle des changes, un nombre croissant de marchés nationaux s'intégraient étroitement à lui. Depuis lors, le processus d'intégration des marchés s'est poursuivi et amplifié, si bien que, outre la « globalisation » progressive des marchés nationaux, il devient impossible de distinguer, sur le plan fonctionnel, les opérations de crédit des banques et les activités sur titres. Parallèlement, sur un certain nombre de marchés nationaux, des institutions, auparavant spécialisées, ont empiété sur leurs marchés traditionnels respectifs. Ainsi, les marchés sont plus concurrentiels et plus étroitement intégrés, au sein d'un même pays comme au niveau international'.

De nouvelles tendances sont apparues clairement dans la période récente, notamment l'évolution vers la « mobiliérisation » des activités financières et la prolifération des instruments financiers spécialisés. En conséquence de ces innovations, les marchés internationaux de valeurs mobilières peuvent désormais répondre aux besoins des gros emprunteurs avec un degré de souplesse qui égale, ou dépasse, celui qu'offraient dans le passé les banques les plus novatrices dans le domaine du crédit. Une même émission de titres peut combiner une série de caractéristiques différentes ; elle peut être mise sur pied dans un temps très court et un emprunteur peut, par le recours aux ((swaps)), solliciter une gamme plus large de marchés. Cette extension du champ des activités reposant sur les titres et la plus grande faculté d'adaptation manifestée dans ce domaine semblent constituer, pour partie, une réaction aux tensions apparues dans le secteur du financement à base de dépôts avec, notamment, l'accumulation dangereuse de créances douteuses dans les portefeuilles de nombreuses banques, du fait des crédits accordés à des pays et à des secteurs en difficulté. Mais elle traduit également la recherche permanente d'activités nouvelles et plus rentables, dans un environnement toujours plus concurrentiel, ainsi que l'effritement des contraintes réglementaires, dû à l'adoption

d'une attitude plus libérale par les autorités et à l'affaiblissement du contrôle effectif des activités financières, avec l'internationalisation croissante de celles-ci<sup>2</sup>.

La déréglementation et l'innovation font craindre que le système financier ne se fragilise et que le mécanisme de gestion des crises ne soit plus approprié face aux types de problèmes qui pourraient apparaître. La plupart des observateurs conviennent que le système financier mondial est effectivement plus fragile dans la présente décennie qu'il n'était auparavant, en raison de la masse de créances douteuses révélée par le processus mondial de désinflation, encore que l'accroissement des fonds propres restaure peu à peu l'équilibre des établissements collecteurs de dépôts. Les problèmes spécifiques hérités du cycle passé d'inflation et de désinflation ne constituent pas le thème central du présent document ; on cherchera ici à évaluer la vulnérabilité à moyen terme des structures financières qui apparaissent et à voir quels mécanismes seraient nécessaires pour faire face aux difficultés, notamment sous quelle forme on pourrait recourir au prêteur en dernier ressort.

On développera d'abord un point de vue sur les raisons pour lesquelles les marchés financiers sont particulièrement sujets aux crises. On verra ensuite pourquoi les grands changements qui s'opèrent sont de nature à influencer sur le risque de crises et les formes qu'elles pourraient prendre. Enfin, on tirera de l'analyse certaines conséquences pour les activités de prêteur en dernier ressort et les autres défenses du système. La conclusion générale est que le système financier qui se met en place semble moins vulnérable que ses prédécesseurs au genre de crise financière que le prêteur en dernier ressort est censé traiter, à savoir la menace d'illiquidité sur de nombreux établissements de dépôts solvables. Le système financier demeure néanmoins exposé à certains types de crise, plus peut-être que par le passé. Cette conclusion souligne la nécessité de politiques visant à contrecarrer les tendances à l'apparition de tensions au sein du système financier – c'est-à-dire de politiques préventives. Il faudrait sans doute également que les autorités de tutelle disposent de pouvoirs accrus pour intervenir à un stade précoce, si l'on veut éviter que des problèmes isolés ne s'étendent à l'ensemble du système.

## I. POURQUOI LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS SUJETS AUX CRISES ?

Les causes immédiates des crises financières ont revêtu des formes d'une étonnante variété à travers l'histoire. Presque toutes les crises ont été précédées par

une période dont on peut voir, rétrospectivement au moins, qu'elle a été marquée par une vulnérabilité croissante. On se reportera avec profit à l'ouvrage de Kindleberger (1978) sur la manière dont se sont développées de nombreuses crises du passé. En dépit de la grande diversité des situations qui ont dégénéré en crises, les ressorts profonds des marchés financiers, dont l'interaction engendre les difficultés croissantes débouchant finalement sur une crise, paraissent peu nombreux. L'un d'eux est **l'incertitude** quant à l'évolution future des événements. Inhérente aux affaires humaines, elle prend une importance particulière sur les marchés financiers, qui sont par nature tournés vers l'avenir. Joue également la **confiance**, facteur étroitement lié à l'incertitude, qu'on trouve au cœur de la quasi-totalité des transactions financières. La perte de confiance est l'essence même des crises. Un troisième élément, qui s'est révélé important dans la plupart des cas, est la **vulnérabilité des établissements de dépôts aux retraits massifs de fonds** – c'est-à-dire le fait qu'ils sont susceptibles de perdre leur **liquidité**. Enfin, c'est souvent parce que les marchés financiers étaient **cloisonnés**, ou le devenaient, que les crises systémiques ont éclaté, les fonds étant retirés d'un marché sans qu'il soit possible de les y ramener.

Le rôle capital de **l'incertitude**, que l'on distinguera du risque dans la vie économique, a été mis en lumière par Knight (1921). Meltzer (1981) a remis en vogue ce concept et s'est appuyé sur les analyses parallèles de Keynes (1921 et 1936) pour souligner l'importance de la notion d'incertitude pour la compréhension des crises financières. Deux éléments doivent retenir particulièrement l'attention, si l'on veut analyser comment la transformation des structures financières peut affecter leur vulnérabilité aux crises. Premièrement, l'incertitude telle que l'a définie Knight se rapporte aux événements futurs qui ne sont pas susceptibles d'être réduits à des probabilités objectives. Deuxièmement, c'est l'incertitude qui crée des occasions de profit dans un marché concurrentiel.

En ce qui concerne le premier point, l'incertitude a trait à des aspects de la prise de décision économique et du comportement des systèmes économiques qui sont exclus des modèles de prise de décision et de diversification optimale des risques fondés sur la théorie des anticipations rationnelles. Ces modèles ont fait l'objet, au cours des quinze dernières années, de travaux nombreux et poussés, qui nous ont permis de comprendre beaucoup mieux comment l'application de probabilités tirées de l'évolution passée à des décisions économiques commandées par des facteurs futurs (« forward-looking ») peut modéliser le comportement des systèmes financiers. De plus, la théorisation des anticipations rationnelles a éclairé les relations entre des variables macro-économiques telles que l'inflation, la hausse des taux de salaires, les taux d'intérêt et la croissance de la masse monétaire. En revanche, elle ne nous a pas aidés à faire des prévisions fiables sur l'évolution de prix financiers macro-

économiques, tels que les taux de change, et n'a pas apporté non plus d'explications convaincantes aux crises financières, même si l'on peut tirer des indications utiles sur ces dernières de l'analyse des anticipations rationnelles.

L'incertitude reflète les modifications incessantes de l'environnement économique ; en termes techniques, il ne semble pas que l'élément aléatoire dans la vie économique soit rendu de manière satisfaisante par les distributions de probabilités stationnaires des modèles d'anticipations rationnelles. Cela signifie que non seulement l'avenir ne peut être connu avec précision, mais aussi que les lois de probabilité qui s'y appliquent ne semblent pas pouvoir être inférées des données du passé. L'incertitude s'attache également aux événements dont les implications, sinon la probabilité d'occurrence, résistent à une analyse purement objective : on peut citer les grandes guerres, les bouleversements politiques ou, pour ce qui nous concerne, les crises financières majeures et leurs séquelles économiques. De tels événements modifient profondément l'environnement économique, d'une façon qui ne peut être connue à l'avance. En outre, il est tout simplement impossible à un agent actif de la vie économique de diversifier complètement ses activités ou de se protéger totalement contre ces événements. Sur ce dernier point, mais sur ce point seulement, ils sont assimilables aux « risques systémiques » de la théorie financière quantitative.

La crise d'endettement que traversent les pays d'Amérique latine offre une illustration récente de ces aspects de l'incertitude. Bien que l'octroi par les banques de prêts aux pays en développement ait présenté un élément de risque clairement reconnu, les événements qui ont conduit en 1982 à des problèmes d'endettement tendant à se généraliser n'étaient pas faciles à prévoir, ne serait-ce que pour leur assigner des probabilités objectives. Rien dans l'histoire des cinquante dernières années ne pouvait amener quiconque à prévoir le niveau élevé des taux d'intérêt réels et la longue période de marasme des débouchés extérieurs de ces pays, faits qui ont contribué à la crise et l'ont rendue difficile à résoudre (Saunders et Dean, 1986).

On aurait pu trouver des précédents dans le début des années 30, mais les changements structurels intervenus depuis lors dans les systèmes économiques et financiers mondiaux, et dans la conduite des politiques économiques après la seconde guerre mondiale, incitaient à faire abstraction de cette période de l'histoire. De surcroît, on aurait pu raisonnablement s'attendre, avec une tendance macro-économique globalement défavorable, que les problèmes les plus aigus apparaissent dans d'autres secteurs. De fait, il n'est pas évident, même aujourd'hui, que les taux de perte sur prêts consentis aux pays en développement seront finalement plus élevés que sur certaines autres catégories de crédits. Les banques avaient la possibilité – dont elles ont usé – de diversifier leurs portefeuilles pour réduire les

risques de pertes liés aux évolutions dans certains domaines, mais, dans la mesure où elles recherchaient le profit dans leur activité principale, celle du crédit, elles ne pouvaient se mettre à l'abri du risque systémique lié à ces évolutions macro-économiques.

Il n'existe pas de théorie éprouvée de la manière dont les décisions économiques sont prises en situation d'incertitude, dans cette acception du terme. De toute évidence, une certaine forme d'incertitude n'est tout simplement pas prise en considération dans les décisions économiques prises journallement, notamment lorsque celles-ci intègrent des événements à faible probabilité. D'une manière plus générale, et particulièrement lorsque les enjeux sont élevés, l'incertitude peut être prise en compte par l'application de probabilités subjectives ou par le procédé sommaire de la « prime » de risque ad hoc couvrant des événements défavorables non spécifiés. Dans les deux cas, l'introspection et les constatations qu'on peut faire montrent que, pour prendre les décisions qu'on ne peut guère fonder objectivement, la plupart des gens observent attentivement ce que les autres font et ne s'écartent généralement pas beaucoup de la norme, quant aux éléments pris en considération et à la manière de peser chacun d'eux. Pareille attitude est tentante : il se peut qu'on n'ait pas de base plus solide pour fonder sa décision et, de surcroît, la sanction professionnelle et sociale de l'erreur sera très probablement moins sévère lorsque la plupart des autres personnes se trompent aussi. On peut voir là une explication plausible du comportement global du marché, qui paraît souvent traduire une convergence implicite de vues sur l'avenir plus grande que ne semblent le justifier les incertitudes. Après coup, on dira que la masse a eu raison ou qu'elle a eu tort. Dans le second cas, il est possible qu'une crise financière se produise, comme ce fut le cas avec l'accumulation de dettes des pays latino-américains à la fin des années 70 et au début des années 80. Avant l'événement, cependant, il n'y a aucun élément objectif permettant d'établir de manière convaincante que la majorité aura eu tort, et cela s'applique à l'endettement de l'Amérique latine.

Pour ce qui est de la seconde observation, Knight affirmait que l'incertitude inhérente au changement est la source du profit économique dans les marchés concurrentiels. Si toutes les probabilités pouvaient être calculées, et tous les risques diversifiés de manière optimale, la concurrence finirait par éliminer les profits. Ce n'est qu'en recherchant sans trêve de nouvelles opportunités, là où l'information est diffusée de manière inégale et où l'incertitude est grande, que peut être maintenu, face à une concurrence sans entrave, un flux de profits supérieur au rendement d'un capital investi sans risque. C'est pourquoi la course aux profits, jointe à la concurrence, engendre les innovations, lesquelles, en cas de succès, suscitent une émulation qui a pour effet de réduire les profits.

C'est l'essence même du processus de « destruction créatrice » identifié par Schumpeter (1942) comme la force motrice de l'économie capitaliste. Ce phénomène semblant caractériser de plus en plus les marchés financiers, on en est venu à se demander si l'on pouvait l'y tolérer sans que cela entraîne des crises récurrentes. La réponse dépend de la forme que revêt la ((destruction)). **Si** c'est seulement le fait que les innovateurs gagnent des parts de marché au détriment des concurrents « à la traîne », elle ne provoquera pas de crise financière. Ce pourrait être le cas, en revanche, si la « destruction » porte sur la qualité des bilans. Cette dernière, toutefois, découlerait plus directement du processus de destruction créatrice entre entreprises empruntant aux banques que de la concurrence sur les marchés financiers.

A cet égard, le point le plus important est, semble-t-il, de savoir comment ce processus affecte l'incertitude. Par comparaison avec les marchés étroitement réglementés, où les profits sont issus de situations de monopole protégées, les marchés financiers non réglementés impliquent vraisemblablement une plus grande incertitude. Lorsque celle-ci diminue dans un secteur et que les profits disparaissent, les acteurs du marché cherchent dans l'innovation de nouvelles possibilités de profit, exposant ainsi les marchés à de nouvelles incertitudes. S'il n'est pas possible, sans approfondir bien davantage les mécanismes de l'innovation et de la concurrence, d'affirmer que l'incertitude systémique résultant d'un tel processus représente le coût social optimal de l'existence de marchés financiers plus adaptables et plus novateurs, on peut se demander si cette incertitude pourrait être réduite dans le cadre de marchés concurrentiels. La question sera abordée dans la dernière section de cet article.

Les acteurs des marchés voient dans la **confiance** le fondement même de l'activité financière. Ils'agit pourtant d'un concept que les théoriciens de l'économie ont du mal à saisir. Le fossé séparant ces deux conceptions peut être comblé, si l'on s'accorde à voir dans la confiance une notion essentiellement intuitive : facile à discerner dans un monde d'incertitude, elle ne joue aucun rôle dynamique dans un modèle stationnaire de risque reposant sur des probabilités calculables. Avoir confiance en un établissement financier, un investissement ou un système financier signifie qu'on fait les suppositions les plus favorables sur un grand nombre de questions, car, en pratique, il est impossible de savoir tout ce qui peut entrer en ligne de compte et, si même on disposait de la totalité de l'information, de la prendre en considération dans la prise de décision économique.

S'il peut y avoir des incertitudes non chiffrables pour un investissement particulier ou pour l'environnement financier en général, on parvient habituellement à évaluer certains des risques liés aux investissements. Les décideurs tendent à se concentrer sur la maîtrise de ces risques : dans un marché concurrentiel, en effet, ils

seraient pénalisés s'ils les négligeaient. C'est pourquoi, par exemple, des personnes choisiront comme banque tel établissement dans lequel elles ont confiance, sans tenir compte, ou au mieux sommairement, de l'éventualité d'une faillite, alors que, dans le même temps, elles comparent systématiquement les caractéristiques – risque de taux d'intérêt et rendement – des dépôts à différentes échéances. Sous cet angle, on peut voir dans le degré de confiance envers les activités financières comme l'expression condensée de la mesure dans laquelle on est disposé à effectuer un investissement, même si toutes les éventualités n'ont pas été soigneusement pesées. Il semble que ce soient les événements contraires dont les probabilités sont, à la fois, très faibles et très difficiles à quantifier objectivement, qui sont considérés – et même définis – comme affaire de confiance.

Ce qui pour un certain nombre d'acteurs du marché relève de l'incertitude ou de la confiance peut faire l'objet d'une évaluation des risques pour d'autres. Par exemple, il se peut que les particuliers traitent avec une seule banque, sur la base de la confiance. Les banques, en revanche, fixent généralement des limites de crédit aux autres banques en se fondant sur l'analyse, plus ou moins poussée, de leur solidité relative et de la diminution des risques que peut permettre la diversification. Elles ne feront ces calculs qu'après avoir mesuré le coût de l'information et l'avoir rapproché de l'ampleur du risque encouru. Il est vraisemblable qu'à tout moment la plupart des concurrents établissent des délimitations analogues entre, d'une part, les risques calculables et, d'autre part, les incertitudes considérées comme affaire de confiance.

Peut-être y aura-t-il un certain consensus quant au tracé de cette frontière entre risques et incertitudes, ainsi qu'en ce qui concerne la confiance elle-même ; pour autant les jugements ainsi portés ne sont pas immuables. La confiance s'accroît à mesure que les innovateurs réalisent des profits et qu'ils font école. Elle est ébranlée par les mauvaises surprises, autrement dit lorsqu'un événement se produit dont l'éventualité n'avait pas été soigneusement pesée à l'avance, révélant par là-même que les choses pourraient prendre une tournure défavorable. Les événements qui déclenchent ces variations de la confiance affectent souvent les marchés financiers dans des proportions plus graves que ne semblerait le justifier leur importance réelle, car ils conduisent à repenser autant les processus de décision que les décisions elles-mêmes. Cela explique, au moins en partie, l'étonnante diversité des causes immédiates des crises financières et l'absence, parfois, d'une cause unique évidente qui expliquerait pourquoi une crise s'est produite à ce moment plutôt qu'à un autre, ou pourquoi il n'y a pas eu de crise du tout.

Les retraits massifs de dépôts dans les banques et les autres établissements qui en collectent ont joué un rôle prépondérant dans la plupart des crises financières et constituent toujours l'une des préoccupations pour l'avenir. On a établi,



théoriquement, qu'il peut y avoir une période de stabilité suivie de tels retraits de fonds d'un établissement de dépôt, même lorsque les investisseurs ont une prescience parfaite, sachant notamment qu'il se produira une vague de retraits et à quel moment. Les investisseurs rationnels peuvent juger optimal de confier leurs dépôts à un établissement jusqu'à ce que sa situation nette soit tombée à zéro et d'en retirer alors leurs fonds tous à la fois. (Flood and Garber, 1981). Pareil mouvement de masse n'est pas affaire de confiance : tous les déposants seraient remboursés intégralement. Ces retraits théoriques prévisibles n'ont donc pas le caractère de ceux qui ont entraîné des perturbations par le passé, et qui devraient nous inquiéter dans l'avenir. A partir du moment où l'on introduit des risques calculés dans la théorie, la possibilité existe que, en cas d'évolution défavorable, les déposants subissent des pertes, mais seulement si un événement soudain provoquait des pertes réelles excédant la situation nette de l'établissement concerné. Que les pertes soient sans commune mesure avec les faits directement générateurs, cela relève, semble-t-il, de l'incertitude et du rôle joué alors par la confiance.

Des retraits massifs de dépôts peuvent se produire lorsque la confiance est ébranlée en situation d'incertitude et d'information incomplète. Puisque tout déposant a droit à une somme d'argent déterminée quand son dépôt vient à échéance, et que les établissements de dépôts disposent normalement d'actifs à plus long terme que leurs exigibilités, une banque ayant des ressources suffisantes pour continuer à faire face indéfiniment à des sorties normales de dépôts pourrait être mise en difficulté, si la situation tournait comme on vient de le dire. Il est également possible et, semble-t-il, plus fréquent, que la confiance en un établissement soit maintenue au-delà du point limite de solvabilité, c'est-à-dire au-delà du point où l'établissement dispose encore d'actifs suffisants pour couvrir ses exigibilités. Dans ce cas-là, si la confiance finit par disparaître, il s'ensuivra un retrait massif de dépôts et les derniers dans la course ne seront pas remboursés.

Cette distinction entre les retraits de dépôts, selon qu'ils touchent les banques solvables ou des établissements insolubles, est toutefois plus évidente sur le plan théorique que dans la pratique. Comme il est possible que les actifs ne puissent être réalisés à leur valeur intégrale, s'ils doivent être convertis sans délai en disponible, un drainage des liquidités de l'établissement risque de compromettre sa solvabilité. A ce titre, les jugements portés sur la solvabilité d'une banque font entrer en jeu un élément d'incertitude, ce qui peut contribuer à faire se dissiper la confiance, alors pourtant qu'eux-mêmes sont affaire de confiance.

La perte de confiance déclenchée par la crainte que les banques ne puissent faire face à leurs obligations de dépositaires n'est pas la seule cause possible des

retraits massifs de dépôts. La limitation des taux d'intérêt créditeurs des banques peut entraîner un déplacement des fonds vers d'autres placements, lorsque les taux d'équilibre du marché dépassent les taux plafonds des dépôts, phénomène qualifié communément de désintermédiation. En régime de taux de change fixe ou d'étalon-or, d'autre part, il est possible que des mouvements de fonds vers d'autres monnaies, ou vers l'or, comme on en a observé quelquefois, opèrent une ponction sur les réserves d'un système bancaire national qui déclencherait une crise de liquidité. Dans ces cas, des établissements solvables peuvent se trouver dans l'impossibilité d'attirer des fonds pour maintenir leur liquidité. Ainsi, la vulnérabilité d'un système financier aux crises de liquidité peut être aggravée par l'interaction de la réglementation et de la politique macro-économique.

Cette dernière peut, en outre, affecter la solvabilité des établissements de dépôts ainsi que leur liquidité. Lorsque ces établissements ont des actifs à long terme et à taux d'intérêt fixe, leur solvabilité peut être menacée par une hausse des taux sur le marché. C'est ainsi que, avec la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis à la fin des années 70, la situation nette des établissements d'épargne a faibli. Le plafonnement des taux créditeurs a atténué leurs problèmes de solvabilité, mais, en même temps, il a provoqué des sorties de fonds au profit de placements de meilleur rapport, créant ainsi des problèmes de liquidité qui n'ont pu être atténués que par le recours à des ressources rémunérées plus librement. Cependant, dans la mesure où ils avaient échappé à l'illiquidité en offrant des taux concurrentiels, les établissements d'épargne se sont retrouvés menacés d'insolvabilité, tombant ainsi de Charybde en Scylla. La confiance a pu être maintenue, en général – malgré le grand nombre d'établissements dont les actifs évalués aux cours du marché étaient inférieurs aux exigibilités – grâce à l'assurance des dépôts et aux avances accordées à ce secteur par les organismes officiels. Avec la baisse des taux d'intérêt les tensions ont diminué, mais les établissements d'épargne des Etats-Unis demeurent vulnérables à une nouvelle hausse des taux.

Le degré de **cloisonnement** du système financier joue dans les deux sens à l'égard de la possibilité d'une crise du système. Dans des marchés de plus en plus intégrés, les difficultés qui se font jour dans un groupe d'établissements risquent de se propager et d'avoir des retombées loin de leur point de départ. En conséquence, il se pourrait que les établissements peu solides – ceux dont la situation nette est faiblement positive – se trouvent en difficulté dans l'ensemble du système. De fait, l'éventualité de réactions en chaîne, gagnant des marchés financiers nationaux et internationaux toujours plus intégrés, est un sujet d'inquiétude souvent évoqué. Toutefois, la vulnérabilité du système à des pertes réelles dépend plus étroitement des ressources nettes en capital du système financier, rapportées aux risques et

incertitudes auxquels il est exposé, que du degré d'intégration atteint. Dans un système ayant globalement des capitaux suffisants, les perturbations seraient rapidement atténuées, au fur et à mesure de leur apparition, puisque les pertes seraient absorbées par un nombre croissant d'établissements affichant une situation nette positive.

Les réactions en chaîne qui, dans le passé, gagnaient en virulence à mesure qu'elles s'étendaient, étaient entretenues par une fuite cumulative de liquidités aggravant les pertes réelles initiales de certains établissements. C'est ainsi que les crises bancaires systémiques résultaient de retraits d'or ou d'espèces effectués par les résidents ou d'hémorragies externes (crises des changes). Certes, l'interdépendance des établissements touchés a contribué à l'effet de contagion parmi eux, mais il n'aurait pu y avoir perte cumulative de liquidités à l'intérieur d'un marché déterminé sans le cloisonnement du monde bancaire en marchés nationaux et la vulnérabilité de chacun d'eux aux ponctions de liquidités.

Les déplacements de fonds d'une banque à l'autre au sein d'un système clos, même avec substitution de numéraire, augmentent la liquidité de certains établissements tout en diminuant celle des autres. Une intégration plus poussée réduit donc la probabilité d'un drainage des liquidités sur un marché et limite l'extension que peuvent prendre les problèmes de cette nature. Si le marché monétaire interbancaire, qui lie entre eux les établissements de dépôts, est suffisamment développé et n'est pas désorganisé par une perte de confiance généralisée de ses membres les uns envers les autres, les problèmes de liquidité resteront en règle générale circonscrits aux établissements en difficulté. Il peut exister une seconde soupape de sûreté, dans la mesure où les établissements bénéficiant des entrées de fonds ont les moyens de prendre en charge l'activité de crédit de ceux qui ont perdu des liquidités. Il est clair que ce mécanisme fonctionnera d'autant mieux qu'existent déjà des relations avec la clientèle. Le fait de disposer alors de renseignements concernant cette dernière permettra d'octroyer les crédits rapidement. Le risque de problèmes systémiques est plus grand si les fonds se déplacent d'un groupe d'établissements spécialisés ou cantonnés à un pays, ayant une clientèle distincte, vers un autre groupe. Le plafonnement des taux d'intérêt, le contrôle des mouvements de capitaux internationaux, ou un régime de taux de change fixe, qui tous peuvent dissuader les capitaux de se porter là où existe une demande, cloisonnent le système financier et accroissent le risque de voir un compartiment important être victime d'une situation d'illiquidité.

## II. L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS ET LEUR VULNÉRABILITÉ AUX CRISES SYSTÉMIQUES

Les transformations des marchés financiers continuent de modifier de diverses manières le degré et les causes de la vulnérabilité du système aux crises, renforçant sa solidité à certains égards et le rendant plus fragile à d'autres.

Il est difficile de porter un jugement global sur le point de savoir si le risque de crise est plus ou moins grand aujourd'hui que par le passé, mais on peut tirer certaines conclusions sur la différence de nature des problèmes systémiques potentiels résultant des changements intervenus.

Les innovations financières et les pratiques qui se sont instaurées sur les marchés ont fortement amélioré la gestion, par les institutions financières, des risques quantifiables. La tendance à une moindre spécialisation, sous l'effet notamment de la déréglementation, a permis une plus grande diversification des risques de crédit. Avec les nouveaux instruments, tels que les options sur actifs financiers et les contrats à terme de produits financiers, et le développement des techniques de swaps de taux d'intérêt associés aux émissions de titres, institutions financières et organismes non financiers peuvent se couvrir mieux qu'auparavant, et à un moindre coût, contre les risques de taux d'intérêt et de change. Le raffinement de plus en plus grand des modèles financiers et le développement rapide des capacités de traitement de l'information ont permis également aux décideurs de traiter comme risques des questions autrefois laissées à l'arrière-plan ; de ce fait, la marge d'incertitude a été réduite dans certains domaines. La mobiliérisation du crédit (« sécuritisation ») – autrement dit l'extension du rôle des instruments négociables dans le système financier – a eu aussi pour effet d'améliorer les flux d'information et de faciliter l'évaluation des risques sur un point : elle a permis de suivre de manière continue l'évaluation du crédit des emprunteurs par le marché, en fournissant une information permanente sur les cours.

En même temps, le rythme rapide du changement a sans doute fait naître de nouvelles incertitudes. Par exemple, sur le plan juridique, on se demande ce qui arriverait en cas de difficultés de renouvellement du papier à court terme émis sur le marché international dans le cadre de « Revolving Underwriting Facilities » ou de « Note Issuance Facilities »<sup>3</sup>. De même, les mécanismes de compensation qui se mettent en place n'ont pas encore été éprouvés en période de tension. Il faut peut-être se préoccuper davantage encore de savoir si l'évaluation des cotes de crédit est devenue moins fiable qu'à l'époque où les relations entre prêteurs et emprunteurs étaient plus étroites et plus stables.

L'un des problèmes spécifiques que posent les nouveaux instruments financiers est lié au système juridique de droit coutumier (*common law*) en vigueur aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, qui régit la plupart de ces instruments. Suivant cette conception du droit, il est impossible de connaître avec certitude les obligations respectives des parties avant que les tribunaux n'aient eu à se prononcer. Les risques de surprise sur le plan juridique sont apparus en pleine lumière, il y a quelques années, lorsqu'un tribunal américain a jugé que les personnes ayant acheté des titres à la société Lombard-Wall, dans le cadre d'opérations de réméré, ne pouvaient prendre possession de leurs titres, après que ladite société eut fait faillite et se fut trouvée dans l'incapacité de faire face à ses obligations de rachat. Cette décision a bouleversé les postulats des acteurs du marché quant à la nature d'opérations de ce type. L'affaire n'a pas déclenché de crise et le statut juridique de ces rémérés a été clarifié par la suite dans un nouveau texte de loi, mais la leçon est claire : il faut savoir que le statut juridique des nouveaux instruments reste entaché d'incertitude.

La multiplication des cas où un même emprunteur noue des relations avec un nombre toujours plus grand d'établissements financiers, phénomène lié au fait que les marchés sont maintenant plus concurrentiels et moins cloisonnés, constitue un autre aspect d'une évolution structurelle qui aggrave l'incertitude de façon préoccupante. Il devient en effet plus difficile d'évaluer le crédit qu'on peut faire à un emprunteur, car les institutions financières ont souvent une image moins précise et moins complète de la situation de celui-ci, et de ses perspectives d'avenir, qu'à l'époque où les relations bancaires d'un même emprunteur étaient moins nombreuses et plus étroites. En conséquence, pour maîtriser les risques, les institutions financières peuvent s'attacher à diversifier leur activité plutôt qu'à évaluer soigneusement les cotes de crédit. Certes, cette stratégie peut réduire la vulnérabilité des établissements considérés individuellement, tant que le risque systémique et l'incertitude demeurent inchangés. Mais elle peut aussi entraîner une aggravation du risque systémique et, si elle n'est pas contrebalancée par un accroissement suffisant de la capitalisation, rendre encore plus vulnérables les institutions financières, tant individuellement que collectivement.

La mobiliérisation a également encouragé et facilité la diversification des risques, les investisseurs y recourant de préférence à l'évaluation des cotes de crédit fondée sur une information approfondie. Cette technique a distendu les contacts directs entre débiteurs et créanciers, réduisant par là même l'information dont la majorité des investisseurs dispose et qu'ils peuvent analyser. Mais elle a aussi incité ces derniers à se placer dans une perspective à court terme pour évaluer les cotes de crédit, puisque, avec la mobiliérisation, ils ont la possibilité d'amoindrir leurs risques au cas où la solvabilité de l'emprunteur viendrait à diminuer. Il se pourrait ainsi que la

part des créances douteuses dans l'ensemble des crédits accordés vienne à augmenter et que, par suite, la vulnérabilité du système à une baisse de l'activité économique, ou à une période de resserrement monétaire, soit plus grande que par le passé.

Cependant, il n'y a pas seulement le fait que les changements intervenus dans les marchés ont peut-être réduit l'incitation à évaluer soigneusement le crédit de l'emprunteur. L'évaluation de ce dernier est aussi devenue plus délicate avec les nouvelles méthodes de gestion financière auxquelles les innovations permettent aux entreprises non financières et aux ménages d'avoir recours. Les taux d'endettement sont très souvent beaucoup plus élevés qu'avant et la liquidité des bilans, mesurée selon les règles empiriques traditionnelles, fluctue autour d'une tendance générale à la baisse. Etant donné, toutefois, la plus grande diversité des opportunités financières, il n'est guère logique d'apprécier les bilans sur la base de ces règles empiriques. Il apparaît que la majeure partie du secteur non financier s'estime plus liquide que par le passé, quoi qu'en disent les ratios financiers. Ce n'est pas un point de vue déraisonnable, si l'on considère qu'il en coûte moins de rester liquide, maintenant que les marchés sont plus concurrentiels et qu'il existe de nouvelles techniques de gestion des actifs et du passif. Néanmoins, il est probable que le degré d'incertitude des appréciations relatives à la liquidité a augmenté, du fait que l'environnement financier est moins familier et n'a pas encore été mis vraiment à l'épreuve. Or, il y a des chances qu'il ait encore changé d'ici à ce qu'on ait accumulé une expérience suffisante pour réduire cette incertitude. Il semble donc que les possibilités d'évaluer objectivement le crédit des emprunteurs soient moindres et qu'elles doivent le rester. Dans ce domaine, le champ de l'incertitude paraît donc s'être élargi.

Au-delà de ces domaines spécifiques, où l'incertitude s'est peut-être aggravée, on peut se demander, en allant au fond des choses, si le caractère plus concurrentiel des marchés financiers d'aujourd'hui ne rend pas l'environnement financier plus incertain. Si le point de vue de Knight est correct, l'innovation dans la recherche du profit va s'avérer une caractéristique durable des marchés financiers fortement concurrentiels qui se mettent en place. De fait, ceux qui innovent se plaignent souvent que les produits qu'ils lancent ne sont rentables que peu de temps, que les nouvelles techniques financières sont rapidement réduites à l'état de marchandise, ne laissant pas de marges suffisantes pour le niveau de bénéfices et de salaires que veulent les différents acteurs du marché. D'où un effort continu de recherche de nouveaux instruments et de nouvelles techniques, tendance qui ne laisse pas d'inquiéter les autorités de tutelle en raison de l'insuffisante prise en compte des incertitudes (BRI, 1986, p. 3). C'est ainsi, notamment, que la complexité des techniques nouvelles peut masquer ces incertitudes, aussi bien pour la direction des

établissements que pour les autorités de tutelle, en dépit des progrès réalisés dans le domaine du traitement de l'information et des techniques d'analyse.

Les acteurs des marchés financiers ne sont pas les seuls à se trouver en face d'une plus grande incertitude, à mesure que se développe l'innovation dans la recherche du profit. L'interprétation des indicateurs financiers macro-économiques – les chiffres de la masse monétaire, mais aussi, entre autres, les données concernant le crédit – est plus aléatoire aujourd'hui que dans le passé. Ce phénomène pourrait se révéler durable, dans la mesure où des marchés fortement concurrentiels continueront de susciter des innovations à un rythme rapide. Dans ce cas, l'incertitude macro-économique resterait sans doute assez grande, au détriment de la qualité des décisions financières.

On dit souvent que le souci de continuer à faire des profits, malgré le caractère très concurrentiel des marchés, conduit les institutions financières à ne pas tenir suffisamment compte des imprévus lorsqu'elles fixent leurs prix. Il se peut qu'il en soit ainsi, mais ce n'est en aucune manière évident. Les thèses de Knight et de Schumpeter reposent sur l'hypothèse que les entrepreneurs sont largement rétribués pour les risques et incertitudes qu'ils supportent. Une argumentation qui s'appuie sur l'irrationalité totale et persistante des dirigeants des institutions financières manque singulièrement de poids. Mais il n'est pas nécessaire d'affirmer qu'il existe, sur un marché concurrentiel, un penchant irrationnel à l'acceptation d'une trop grande incertitude, pour une rémunération donnée, pour s'inquiéter de la vulnérabilité éventuelle du système au risque qu'un volume important de créances s'avère irrécouvrable. Si les compétiteurs présents sur le marché ont effectivement tendance à adopter le même point de vue sur la manière d'intégrer l'inconnu dans leurs décisions, certaines incertitudes sont susceptibles d'être sous-estimées par le marché dans son ensemble, quand bien même d'autres seraient très largement prises en compte. Il pourrait en résulter une vulnérabilité accrue à des éventualités non prévues qui, au cas où elles se matérialiseraient, compromettrait la solidité d'une large gamme d'établissements. Le problème est de limiter ce type de risques. Si l'évaluation des incertitudes peut être difficile pour les acteurs des marchés qui y sont directement exposés, elle l'est encore davantage pour un observateur extérieur. De fait, les autorités de tutelle des marchés financiers n'ont guère été à même de discerner les problèmes majeurs qui se sont posés dans des domaines tels que celui des risques-pays.

On peut donc penser que les problèmes nés d'une confiance excessive, ou mal placée, pourraient devenir plus fréquents qu'ils ne l'ont été dans le passé. Avant que les crédits irrécouvrables n'apparaissent comme tels, ils peuvent s'être accumulés au point de faire mettre en doute la solvabilité d'institutions financières ou la valeur d'une quantité importante de papier financier. D'un autre côté, il y a moins à

craindre, semble-t-il, une perte de confiance généralisée dans les institutions solides, comme cela a été le cas à certaines époques. En conséquence, la capacité du nouveau système à s'adapter à des retraits massifs de dépôts ou autres difficultés de liquidité, en l'absence de problèmes de solvabilité généralisés, apparaît sensiblement plus grande aujourd'hui que par le passé. Plusieurs raisons vont dans ce sens.

La première est que, pris individuellement, les établissements solvables devraient être moins exposés qu'avant à des retraits massifs de dépôts. Avec la suppression du plafonnement des taux d'intérêt créditeurs et l'abandon du système des changes fixes ont disparu un certain nombre de rigidités institutionnelles qui avaient contribué autrefois aux crises de liquidité. Les institutions financières sont aujourd'hui mieux à même de gérer les risques de taux d'intérêt et de change grâce aux nouveaux instruments financiers, tels que crédits à taux variable, contrats d'option et contrats à terme. De même, les crédits « mobiliérisés », qui représentent une proportion croissante des portefeuilles des établissements de dépôts, sont plus aisément mobilisables que les prêts classiques, en cas de fuite de liquidités affectant un établissement en particulier.

En second lieu, du fait de l'intégration plus étroite des marchés, il est moins à craindre qu'autrefois qu'une perte de confiance, amenant une « ruée » pour retirer des dépôts d'un ou plusieurs établissements, n'ait un effet contagieux au point de menacer l'ensemble du système. Avec l'effritement des barrières réglementaires et douanières qui cloisonnaient auparavant les marchés financiers, sur le plan national et international, et avec l'expansion des échanges de fonds entre institutions de dépôts, le réseau international de ces dernières se rapproche aujourd'hui d'un système clos. Les capitaux retirés d'un secteur du système sont déposés dans un autre et restent disponibles pour soutenir la distribution du crédit, par la voie des marchés interbancaires, d'achats d'actifs « mobiliérisés » ou d'octroi de nouveaux crédits. (Cette question est étudiée plus longuement dans Shafer, 1987).

L'éventualité de difficultés générales de liquidité, en l'absence de problèmes de solvabilité, a été également réduite par l'homogénéité croissante des établissements au sein de ce système clos. Pour qu'une perte de confiance entraîne une ruée des déposants sur une catégorie d'établissements, il faut qu'il en existe d'autres où les placements de fonds sont jugés plus sûrs. La contagion ne peut être universelle dans un système clos ; quant à une fuite de grande envergure vers la monnaie fiduciaire, elle est difficile à concevoir. En conséquence, si les établissements peu solides, mais solvables, ne sont pas à l'abri d'une perte de confiance, le processus de contraction de la liquidité devrait se limiter de lui-même, à mesure que les fonds se porteront vers d'autres institutions et les renforceront. De fait, s'il a été assez rare, ces dernières années, de voir des banques éprouver des difficultés à se financer, à la suite d'une



détérioration sérieuse de la qualité de leurs actifs, c'est parce que les fonds ne pouvaient se replacer valablement ailleurs que dans d'autres banques ; même si le fait qu'on s'attendait à un soutien du prêteur en dernier ressort a probablement joué aussi un rôle dans le maintien de la confiance.

Enfin, on peut supposer que la mobiliérisation limite le risque de problèmes de liquidité systémiques, en réduisant le poids des établissements de dépôts dans le système financier. Dans un certain nombre de pays, les emprunteurs se procurent maintenant un volume de crédit important en dehors du système bancaire, ce qu'on n'avait encore jamais observé depuis les difficultés financières des années 30. Les marchés de titres sont généralement moins exposés que les banques aux problèmes de liquidité, les difficultés y prenant, dans un premier temps, la forme d'une baisse modérée des cours des titres en circulation et d'une majoration des taux d'intérêt des nouvelles émissions (« prime »). Un porteur de titres ne peut retirer ses fonds du marché que s'il trouve un acheteur prêt à accepter ses titres et donc à replacer les fonds soustraits du marché.

Ce point de vue optimiste doit être plus ou moins tempéré, dans la mesure où les nouvelles opérations sur titres portent en grande partie sur des effets à court terme, qui doivent être renouvelés fréquemment et qui sont garantis, suivant diverses formules, par les banques. Par conséquent, la liquidité des banques pourrait être compromise, non par des retraits de fonds, mais par une ((explosion» du crédit, si la masse des investisseurs ne voulaient plus garder ces effets en portefeuille et retireraient les fonds à l'échéance. Ces fonds se porteraient ailleurs, vraisemblablement vers les banques, lesquelles pourraient les utiliser pour accorder les crédits nécessaires, à condition que la qualité de leurs actifs n'en souffre pas sérieusement et que leur base de fonds propres soit suffisante. Les autorités de tutelle du secteur bancaire ont bien discerné l'importance de ces deux éléments – la nécessité d'évaluations de cote de crédit préalables à l'ouverture de crédits conditionnels (hors bilan) et celle d'un niveau suffisant de fonds propres – pour la stabilité du système financier, eu égard au volume plus important d'émission de titres à court terme impliquant ouverture d'une ligne de soutien par les banques. (Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, 1986).

L'histoire nous rassure un peu quant à l'éventualité d'une grave implosion du crédit « mobiliérisé » et à la possibilité de faire face à un tel événement, au cas où il se produirait, pourvu que la plupart des crédits consentis au secteur non financier soient fondamentalement sains. Il n'y a guère d'exemples de défiance contagieuse à l'égard des titres, ce qui contraste avec les nombreux cas de retraits massifs de dépôts dans des banques. La crise du marché du « commercial paper » (billets de trésorerie) aux États-Unis en 1970, après la faillite de la Penn Central Railroad, présente un certain nombre d'analogies avec le scénario inquiétant d'un effondrement du marché des

titres à court terme, entraînant des tirages sur les crédits bancaires disponibles en soutien (Timlen, 1977). A la suite de la faillite de la Penn Central, 6 milliards de dollars de ((commercial paper)), soit 15 pour cent de l'encours global de ce marché aux Etats-Unis, le furent ; autrement dit, les billets ne purent être renouvelés et les emprunteurs sur ce marché furent obligés de mobiliser des actifs liquides ou de se tourner vers les banques pour obtenir les fonds nécessaires au remboursement de ces billets à mesure qu'ils venaient à échéance. Bien que le ((rétablissement)) à opérer ait été d'importance, la majorité des emprunteurs en situation solide ont pu continuer de se financer sur ce marché. Néanmoins, la demande de crédits bancaires s'est accrue de plus de 2 milliards de dollars et les banques ont accru de près d'un milliard leurs recours au Système fédéral de Réserve, par la voie du réescompte, dans la période qui a suivi immédiatement la faillite de la Penn Central.

Il est difficile de tirer des leçons pour l'avenir du rôle qu'a joué le réescompte à la Fed pour contenir cette crise. D'une part, les banques ont testé la volonté de la Fed d'accorder des concours, parfois en empruntant plus de fonds que nécessaire. Chose plus importante, leurs taux d'intérêt créditeurs étaient plafonnés, y compris pour les dépôts à long terme, au moment où la crise s'est déclenchée. Ce seul fait limitait la capacité des banques d'attirer les capitaux qui fuyaient le marché du ((commercial paper)). Après la suppression du plafonnement de la rémunération des dépôts de montant élevé, les banques ont pu collecter sous cette forme 10 milliards de dollars en un court laps de temps. Aujourd'hui, où les taux d'intérêt ne sont plus réglementés, les banques seraient peut-être moins dépendantes du réescompte, si les lignes de soutien qu'elles ont ouvertes étaient mises à contribution. Toutefois, dans la mesure où les fonds placés en effets à court terme seraient convertis en dépôts bancaires, il importerait que la politique monétaire « accompagne » ce transfert en fournissant aux banques, d'une manière ou d'une autre, les liquidités nécessaires pour faire face aux besoins accrus de réserves qu'imposerait la simple prudence ou la réglementation.

Si l'on fait la synthèse des nouvelles formes de vulnérabilité aux crises financières, deux conclusions générales s'imposent. D'abord, il y a de bonnes raisons de craindre que, dans des marchés financiers concurrentiels et non réglementés, aussi bien que dans les marchés réglementés de naguère, puissent se développer des difficultés à l'échelle du système. Ce sera sans doute surtout le type de problèmes potentiels impossibles à identifier et à évaluer, autant par les autorités de tutelle ou les observateurs extérieurs que par les acteurs des marchés eux-mêmes. En outre, on est en droit de redouter que les difficultés croissantes que présente l'évaluation du crédit des emprunteurs et le recours de plus en plus fréquent à la diversification, comme autre moyen de gestion des risques, n'accroissent finalement la vulnérabilité globale du système. En d'autres termes, il se peut que

certains risques de crédit soient traités de plus en plus comme des incertitudes, une stratégie purement grégaire se substituant ainsi, dans une certaine mesure, à l'évaluation précise de ces risques. La seconde conclusion est qu'un marché financier global plus intégré, reposant sur un crédit plus « mobiliérisé » et soumis à des contraintes réglementaires moindres, a des chances d'être moins vulnérable aux problèmes de liquidité d'ampleur systémique, caractérisés par des retraits massifs de dépôts bancaires affectant, par effet de contagion, les établissements solides aussi bien que les autres.

Avant d'en venir aux conséquences à tirer de ces conclusions pour les politiques à suivre afin d'éviter les crises, ou de les gérer, il convient de noter certaines répercussions de la transformation des marchés financiers sur les diverses options qui s'offrent aux autorités pour faire face aux difficultés. On constate surtout un rétrécissement du champ des mesures que toute autorité ayant la charge d'une partie du système peut prendre seule pour endiguer une crise – ou, plus précisément, pour prévenir l'apparition de problèmes sans porter atteinte à la position concurrentielle des établissements dont elle a la responsabilité. Il faut donc une coordination plus grande entre les autorités de tutelle des marchés financiers dans les pays où les responsabilités sont aujourd'hui partagées. De fait, l'extension des pouvoirs des institutions financières a rendu plus nécessaire le regroupement des responsabilités en matière de réglementation et de contrôle, dans les pays où elles sont aujourd'hui réparties entre diverses autorités. La coordination s'impose également davantage au niveau international. Certaines mesures sont d'ailleurs prises dans ce sens. Les discussions entre autorités financières nationales sur les sujets d'intérêt commun se sont multipliées. Les responsabilités en matière de contrôle des opérations bancaires transnationales ont été fixées à Bâle, par accord entre les principaux organismes nationaux de contrôle de banque, et une attitude commune a été arrêtée sur certaines questions – par exemple, entre la Banque fédérale de réserve des Etats-Unis et la Banque d'Angleterre, pour ce qui concerne le traitement des risques hors bilan des banques.

Sur un second point important également, le jeu plus libre de la concurrence sur les marchés financiers a eu pour effet de restreindre l'éventail des moyens dont disposent les autorités pour faire face aux difficultés. Lorsque des institutions financières occupaient sur les marchés des positions protégées – que ce soit sur le plan géographique, sur celui de la gamme des services pouvant être offerts ou de la clientèle pouvant être servie – leurs revenus comportaient une rente de monopole. Cette rente constituait pour ces établissements un actif incorporel – la valeur de la « concession » de fait dont ils bénéficiaient. Lorsqu'ils venaient à connaître des difficultés, au point même d'apparaître insolubles à la lecture du bilan, ils pouvaient, dans certaines limites, être maintenus à flot et finalement ramenés à l'équilibre, car la

rente de monopole permettait de compenser progressivement les pertes. Même si l'établissement était trop fortement ébranlé pour être sauvé, il pouvait souvent se vendre à un prix supérieur à la valeur de ses actifs corporels nets, et les pertes pouvaient être réduites d'autant. En fait, la valeur de la ((concession)) constituait un actif qui n'apparaissait pas dans les bilans, un appoint qui contribuait à amortir les pertes. La déréglementation et la concurrence amenuisent rapidement la valeur de ces « chasses gardées ». Si les établissements financiers valent plus que leurs actifs corporels nets, c'est parce qu'ils sont bien gérés. Un établissement en difficulté, dont la gestion n'inspire donc qu'une confiance limitée, aura peu de chances dans l'avenir de dégager la moindre prime en sus de ses actifs. C'est pourquoi les autorités pourraient avoir à intervenir plus tôt pour mettre à l'abri du risque de perte les déposants et les autres créanciers, ou se protéger elles-mêmes.

## 11. LES DÉFENSES DU SYSTÈME

La fonction traditionnelle de prêteur en dernier ressort, en cas de crise financière, est de procéder à un tri: on laisse les établissements qui en sont capables poursuivre seuls leur activité, on apporte un soutien à ceux qui sont en difficulté mais restent solvables (qui ont suffisamment de garanties à offrir, suivant la formulation initiale de Bagehot, 1873) et on laisse les établissements insolubles faire faillite. Trois des tendances des marchés financiers qu'on a identifiées précédemment semblent minimiser l'importance du groupe intermédiaire, celui des établissements pour lesquels une aide ferait la différence entre la survie et la faillite. Tout d'abord, l'évolution vers la mobiliérisation des financements signifie que les établissements de dépôts, qui sont plus vulnérables aux retraits massifs de fonds, représentent une part moins importante du système financier. Au demeurant, ils se constituent des portefeuilles de créances plus facilement négociables et donc potentiellement plus liquides. En second lieu, comme les marchés financiers forment de plus en plus un système fermé unique, où les taux d'intérêt et les taux de change sont déterminés librement, les mécanismes qui conduisaient autrefois à des ponctions de liquidité sur les marchés nationaux, ou sur certains de leurs compartiments, sont moins susceptibles de jouer. Enfin, l'érosion probable de la valeur des « chasses gardées », dans des marchés concurrentiels, limitera la marge de manœuvre disponible pour le retour d'un établissement à l'équilibre une fois disparue la confiance qu'il inspirait.

Toutefois, cette conclusion ne signifie pas qu'on puisse négliger sans risque le

mécanisme de prêteur en dernier ressort. Les établissements de dépôts sont encore, et demeureront probablement, un élément important du système financier. En outre, les flux croisés de crédit et le volume croissant des transactions quotidiennes entre institutions financières ne sont pas à l'abri des perturbations – qu'il s'agisse de défaillances techniques ou d'une perte de confiance. De plus, le resserrement des relations entre établissements, ainsi que l'importance des activités en eurodevises – opérations réalisées en monnaies autres que la monnaie nationale – ont accru la nécessité de la coopération entre banques centrales pour établir, maintenir et faire fonctionner ce mécanisme. Il importe en particulier de déterminer, pour chaque établissement, quelle banque centrale aura la charge de l'aide et de veiller, le cas échéant, à ce que des ressources en devises suffisantes soient disponibles à cet effet. Les problèmes que pose la mise en œuvre de cette aide ne sont pas difficiles à résoudre, à partir du moment où les responsabilités ont été fixées d'un commun accord. Ces questions ont été examinées à diverses reprises par les banques centrales lors des réunions de Bâle. Dans un communiqué publié le 10 septembre 1974, celles-ci se sont déclarées satisfaites que « les moyens nécessaires à cette fin [l'octroi de prêts en dernier ressort sur les euromarchés] aient été dégagés et qu'on soit prêt à les utiliser en cas de besoin »).

Cette conclusion plutôt optimiste, en ce qui concerne les éventualités de recours au prêteur en dernier ressort, ne signifie pas que le risque de crise financière est moindre que dans le passé. On entend plutôt qu'une telle crise, si elle se produisait, impliquerait probablement des problèmes de solvabilité généralisés.

Face à cette éventualité, une solution consisterait à abandonner le principe d'un soutien limité aux seules institutions solvables. De fait, on a enregistré dans le passé récent quelques cas d'aide accordée à des établissements qui finalement ne s'avèrent pas viables mais, au total, le principe général a été maintenu. S'il était assoupli, la discipline que le marché impose aux institutions financières se relâcherait, et certaines seraient encouragées à prendre des risques excessifs. Cela inciterait, en particulier, les responsables des établissements en difficulté à « jouer la banque » – c'est-à-dire à se lancer dans des opérations hasardeuses qui, en cas de succès, rétabliraient la viabilité de l'établissement et qui, dans le cas contraire, laisseraient les autorités devant l'obligation d'éponger des pertes encore plus importantes. De surcroît, ce sont les contribuables qui supporteraient le coût de ces erreurs financières.

Pour ces raisons, il semble que les efforts des autorités de tutelle des marchés financiers devraient s'orienter à l'avenir vers la prévention des situations critiques. C'est loin d'être aisé. Il ne semble pas praticable de revenir à un système de marchés cloisonnés et non concurrentiels. De plus, cela marquerait un recul considérable sur le plan de l'efficacité, de la souplesse et des efforts d'innovation.

Renforcer les contrôles qui privilégient, suivant la tradition, la qualité des actifs, n'apparaît pas davantage comme le meilleur moyen de remédier aux risques, potentiellement dangereux, pris par une classe entière d'établissements, car le danger peut apparaître des plus incertains. Les critères de qualité des actifs qu'utilisent, dans leurs examens, les organismes de contrôle s'inspirent inévitablement des conceptions dominantes du moment sur la prise en compte des incertitudes, dans la mesure où ces organismes se trouvent, pour porter leur jugement, en face d'une image de l'avenir aussi indistincte que celle qui s'offre aux acteurs du marché. Aussi, même s'ils peuvent apporter un élément de prudence dans les pratiques financières et amener une correction de trajectoire en temps utile, de la part des établissements qui s'éloignent manifestement de la norme, les examens ainsi effectués par les autorités ne constituent pas une protection suffisante contre la dérive du système dans une direction dangereuse. Effectivement, l'incapacité des organismes de contrôle à freiner les crédits bancaires à l'Amérique latine illustre leur tendance à accepter les normes les plus courantes, quand il s'agit de déterminer si les pratiques financières sont raisonnables. Il semble peu probable qu'une conception des examens faisant moins de place au jugement, et davantage à des critères d'application automatique, l'emporte sur la tendance des responsables de ces contrôles à s'aligner sur l'opinion générale. Avec le temps, les innovations saperaient les bases sur lesquelles les critères objectifs auraient été établis à l'origine. Sans vouloir dire par là que ces examens perdent leur importance, dans le paysage financier qui se met en place, il faut bien tracer la limite entre ce qu'on peut arriver à faire et ce qui est hors d'atteinte, et adapter les modalités d'examen en conséquence. Pour savoir comment procéder, on doit prendre en compte les autres politiques susceptibles de limiter l'éventualité de crises financières.

Les politiques propres à rendre l'environnement moins incertain sont presque certainement le moyen le plus efficace de réduire la vulnérabilité du système. Si le point de vue qu'on a exposé ici est juste, cela impliquera une action incessante dans un environnement où de nouvelles incertitudes sont susceptibles d'apparaître à tout moment. L'objectif devrait être, dans un tel contexte, de réduire les possibilités d'une multiplication des cas de confiance mal placée, avec la dégradation de la qualité des actifs qui en résulterait insensiblement – qu'il s'agisse de titres détenus directement par le public ou de crédits accordés par des institutions financières. Les actions doivent être menées dans différentes directions. Aucune ne saurait suffire à elle seule ; ensemble, elles devraient favoriser l'émergence d'un système financier globalement plus solide.

On devrait s'attacher notamment à suivre une politique économique globale qui soit à la fois viable à moyen terme et plus stable. Cela doit s'entendre tant de la

politique macro-économique que des politiques micro-économiques. Les politiques macro-économiques à courte vue et instables n'ont pas été étrangères aux problèmes d'endettement dans les années 70, ni à la détérioration de la qualité des actifs observée dans la première moitié des années 80. Elles ont contribué, de même, à rendre imprévisible la valeur des actifs, avec les risques qui en découlent. L'incertitude macro-économique reste grande aujourd'hui, car les politiques suivies en ce domaine ont laissé les déséquilibres de balance courante et l'endettement public s'aggraver, et les taux de change devenir inadéquats, sans que soient prises des mesures correctives, à la fois appropriées et décidées en temps utile, afin de maintenir l'économie mondiale sur le chemin d'une croissance durable. De ce fait, l'incertitude concernant l'avenir à moyen terme a atteint un niveau que de meilleures politiques macro-économiques à cet horizon pourraient réduire. Parallèlement, l'incertitude systémique entrant dans l'évaluation des cotes de crédit est, elle aussi, supérieure à ce qu'elle devrait être.

Les politiques micro-économiques ont également contribué à une accumulation de crédits en souffrance – notamment dans l'agriculture et dans un certain nombre de secteurs industriels subventionnés – qui a contribué en retour aux tensions financières. Lorsqu'une politique micro-économique est lancée sans souci de sa viabilité économique à moyen terme, il n'y a rien d'étonnant à ce que les marchés financiers négligent eux aussi cet horizon.

Le second objectif devrait être de réduire l'incertitude touchant le cadre juridique. Pour ce faire, on pourrait réglementer les activités nouvelles à mesure qu'elles apparaissent et commencent à prendre des proportions importantes. Cette réglementation pourrait être du type passif, autrement dit son objet ne serait pas tant d'empêcher, ou de restreindre, les pratiques des marchés que de les codifier à mesure de leur développement. Une telle codification, qui devrait aller au-delà des efforts actuels de certains organismes de contrôle pour analyser les innovations et porter sur elles une appréciation, limiterait les risques de mauvaise compréhension. A partir du moment où se dégagerait un consensus sur telles pratiques déterminées, il conviendrait de lui donner force de loi. Il n'est ni nécessaire ni souhaitable que la réglementation soit immuable. Elle devrait évoluer pour tenir compte des innovations. L'auto-réglementation peut bien constituer un moyen d'étoffer la codification des pratiques financières, mais elle doit avoir valeur contraignante, si l'on veut réduire l'incertitude entourant les droits et devoirs des acteurs des marchés financiers.

La vulnérabilité du système inhérente à l'incertitude pourrait également être réduite par des mesures d'ordre législatif ou réglementaire réalistes, en ce qui concerne la capacité des divers agents économiques à prendre des décisions entièrement motivées. Il est irréaliste, par exemple, d'attendre des particuliers qu'ils

se fondent sur une évaluation des risques précise et documentée, pour savoir s'ils doivent maintenir des dépôts dans une banque ou laisser leurs titres à la garde d'un agent de change. Pour la plupart des gens, ce genre de décisions est avant tout affaire de confiance et relève du domaine de l'incertitude plutôt que des risques calculés. On ne peut donc pas s'attendre que leurs décisions jouent de façon analogue à la discipline du marché. Un cadre juridique qui offrirait une large protection aux particuliers (en donnant par exemple à leurs créances un caractère préférentiel en cas de réorganisation ou de liquidation d'une institution financière) diminuerait le risque d'instabilité lié aux variations de la confiance. En même temps, il pourrait améliorer l'efficacité de la discipline des professionnels du marché, qui sont les mieux placés pour prendre des décisions motivées, en augmentant les risques qu'ils encourent. Ils exigeraient alors que les revenus attendus soient à la mesure des risques assumés.

Il faudrait en troisième lieu exiger, à tous les niveaux, une information financière plus complète. Les dirigeants des institutions financières et certains organismes de tutelle ont tendance, les uns et les autres, à s'inquiéter exagérément de l'impact sur les marchés des informations défavorables. Or, les problèmes apparus ont souvent eu pour cause la rétention de telles informations, celle-ci ayant nourri l'incertitude et provoqué finalement une brusque perte de confiance, lorsqu'il n'a plus été possible de dissimuler les difficultés. Avec une information abondante et continue, les anticipations s'adaptent de manière plus progressive, en fonction d'une évaluation plus objective des risques. La fixation de règles en matière de publication de l'information pose des problèmes complexes : il s'agit de déterminer ce qu'est une information sensée, de protéger le légitime droit au secret de la clientèle et de tenir compte de l'intérêt qu'ont les établissements à dissimuler à la concurrence certains renseignements de portée capitale. Il n'en reste pas moins que les institutions financières pourraient diffuser largement beaucoup plus d'informations de poids tout en protégeant la vie privée et en préservant une concurrence loyale.

Dernier objectif, les organismes de tutelle devraient sans cesse se poser des questions du type « que faire si ... ». Ce genre d'exercice contribue beaucoup à stimuler la réflexion sur toute la gamme d'incertitudes qu'un esprit à la fois imaginatif et soucieux peut concevoir. Pour ce faire, les autorités doivent avoir la connaissance approfondie des opérations des institutions financières que donne un examen très serré de ces dernières et de fréquents contacts avec les responsables de leur gestion à tous les niveaux. De fait, c'est sur cela que doit impérativement déboucher le processus d'examen. C'est seulement en exigeant que soit mis en question ce qui ne l'a pas encore été, et en réduisant ainsi sans cesse le champ de l'incertain, que les autorités de tutelle pourront contenir l'incertitude inhérente au système, bien qu'elle



tende à s'accroître avec les efforts des innovateurs pour faire face à la concurrence.

Même si les gouvernements étaient en mesure d'agir dans tous ces domaines pour réduire les risques de développement d'une situation financière instable, des problèmes pourraient toujours apparaître, et c'est ce qui se passera presque certainement. Le concours du prêteur en dernier ressort ne semblant plus constituer le moyen le plus approprié pour y faire face, où est la meilleure solution ? Elle pourrait résider dans le renforcement des pouvoirs des organismes de tutelle et dans une volonté plus ferme de les utiliser, pour imposer la réorganisation des institutions financières dont on juge qu'elles sont à l'extrême limite de la sécurité – c'est-à-dire d'intervenir avant que leur insolvabilité ne devienne patente. De tels jugements ne peuvent reposer uniquement sur des critères objectifs. Le pouvoir d'agir dans ce sens devrait s'étendre à la gamme entière des institutions exerçant des activités financières, et non pas aux seuls établissements recevant des dépôts. L'examen des opérations, de la gestion et des bilans des institutions financières devrait être mené avec une attention et une diligence extrêmes, pour légitimer une intervention de ce genre. L'éventualité d'un changement forcé de dirigeants, d'une fusion imposée, ou d'une liquidation, injecterait une certaine dose de prudence dans la conduite des activités financières. De plus, l'exercice de ce pouvoir empêcherait que des établissements ne dérivent jusqu'à la limite de la viabilité économique, là où ils risqueraient de ne pouvoir résister à un choc imprévu.

Pour éviter que ces réorganisations ne déclenchent une crise, il est indispensable de protéger la liquidité des créanciers de l'établissement. Le prêteur en dernier ressort a donc un rôle à jouer, dans le cadre de ces opérations, en accordant des avances, soit à l'établissement lui-même, pour qu'il puisse faire face en temps voulu à ses obligations tout en poursuivant sa restructuration, soit à ses créanciers, pour que leur liquidité ne soit pas affectée le temps que l'établissement soit sorti d'affaire. Ce genre d'opérations s'écarte doublement de la conception traditionnelle du prêteur en dernier ressort. Sur le plan, tout d'abord, du prix à payer pour l'aide : traditionnellement, ce dernier consistait en un taux d'intérêt de pénalisation. Dans la nouvelle conception, ce serait un changement de dirigeants ou la perte de l'autonomie. La seconde différence a trait à la manière dont l'opération se mettrait en route : dans l'optique traditionnelle, elle était déclenchée par une perte de confiance du marché dans un établissement, lequel était amené à demander de l'aide. Aujourd'hui, plus que par le passé, il est probable que cet appel serait lancé trop tard. Dans la nouvelle approche que nous suggérons, l'opération se déclencherait à partir du moment où les autorités de tutelle perdraient confiance dans l'établissement. Il faut espérer qu'elles montreraient, dans les faits, une plus grande capacité à intervenir à temps.

## NOTES

1. Ces changements et les processus par lesquels ils s'opèrent ont été décrits dans un certain nombre de travaux. Voir, par exemple, Bryant (1987), qui a procédé à une étude approfondie du processus d'internationalisation. Bingham (1985) examine les transformations de l'activité bancaire, tant à l'intérieur des pays Membres qu'au niveau international. Dans « Banque des règlements internationaux » (1984) sont rassemblées des études sur les mutations du secteur financiers dans treize pays industriels et leurs répercussions pour la politique économique. Les *Études économiques de pays* publiées par l'OCDE entre 1986 et 1988 ont fait, ou feront, le bilan des changements intervenus sur les marchés financiers intérieurs de la plupart des pays Membres.
2. Voir ((Banque des règlements internationaux)) (1986) pour un examen plus détaillé de certaines des évolutions les plus importantes dans ce domaine.
3. Il s'agit de deux techniques récentes permettant aux emprunteurs sur les marchés internationaux d'émettre du papier négociable, en disposant de lignes de crédit de soutien ouvertes par des banques. La nature précise de l'engagement subsidiaire des banques fournissant cette garantie, et la manière dont il convient d'évaluer le risque hors bilan qui en résulte pour elles sont un sujet de préoccupation des organismes de contrôle. Le Federal Reserve Board (Etats-Unis) et la Banque d'Angleterre ont défini récemment une politique commune d'appréciation de ces risques dans l'évaluation du niveau de fonds propres des banques soumises à leur contrôle.

## BIBLIOGRAPHIE

- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: a description of the money market*, New York : Scribner, Armstrong and Co. (réédité par Richard D. Irwin, 1962).
- Banque des règlements internationaux (1984), *Financial Innovation and monetary policy*, Bâle.
- Banque des règlements internationaux (1986), *Innovations récentes dans l'activité bancaire internationale*, Bâle.
- Bingham, T.R.G. (1985), *Le secteur bancaire et la politique monétaire*, OCDE, Paris.
- Comité sur la réglementation bancaire et les pratiques de contrôle (1986), « *The management of banks' off-balance-sheet exposures : a supervisory perspective* », Bâle : Banque des règlements internationaux.
- Flood, Robert et Peter Garber (1981), « *A systematic banking collapse in a perfect foresight world* », document de travail du NBER, n° 691.
- Keynes, John Maynard (1921), *Traité des probabilités*, Londres : Macmillan.
- Keynes, John Maynard (1936) *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Londres, Macmillan.
- Kindleberger, Charles P. (1978), *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, New York : Basic Books.
- Meltzer, Allan H. (1982), « *Rational expectations, risk, uncertainty and market responses* » dans Paul Wachtel (éd.) *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington, Mass. : Lexington Books.
- Saunders, Paul et Andrew Dean (1986), « *Endettement international et liaisons économiques entre les pays en développement et la zone de l'OCDE* », *Revue économique de l'OCDE* n° 7 (automne), pp. 155-203.
- Schumpeter, Joseph A. (1943), *Capitalisme, socialisme et démocratie*, (réédité par Unwin Paperbacks, Londres, 1987).
- Shafer, Jeffrey R. (1987), « *The theory of a lender of last resort in international banking markets* », document présenté lors d'une réunion d'économistes des banques centrales à la Banque des règlements internationaux.
- Timlen, Thomas M. (1977), « *Commercial paper – Penn Central and others* », dans Edward I. Altman et Arnold W. Sametz (éd.) *Financial crises*, New York : John Wiley and Sons.