

# L'insuffisance du dispositif prudentiel face à la nature des crises

## Introduction

A travers une analyse descriptive des mécanismes à l'œuvre avant et pendant les crises d'illiquidité, voire d'insolvabilité bancaire, les développements contenus dans ce chapitre s'appuient sur des travaux empiriques et théoriques pour mettre en avant certaines insuffisances liées au Système monétaire et financier international, auxquelles un PIDR est susceptible de répondre.

Au-delà de telles *insuffisances*, d'éventuelles *incohérences* induisent que le PIDR peut aller plus loin, et rompre avec la récurrence des crises, dès lors que leur gestion s'inscrit de façon complémentaire à leur prévention.

L'objectif de ce premier chapitre est donc double. Il s'agit, d'une part, d'exposer les mécanismes à l'œuvre pendant les crises, d'autre part, de justifier l'orientation suivie dans les chapitres suivants, en particulier, la confrontation des bénéfices du PIDR et des externalités liées à son action, voire à sa seule existence, notamment appréhendées sous l'angle du risque d'aléa moral.

# 1. La nature et les manifestations du risque en question

## 11. Endogénéité et centralité du risque de crise bancaire

### (i) *Les mécanismes à l'oeuvre*

Le risque d'illiquidité bancaire est à la base des phénomènes de *run*, voire de panique (Brunnermeier, 2001)<sup>3</sup> : la perte de confiance qui précipite les retraits massifs peut être formalisée comme la réponse à une tâche solaire, c'est-à-dire un signal qui influence les croyances des déposants alors même qu'il ne véhicule pas d'information sur la banque ou l'économie dans laquelle elle opère (Diamond & Dybvig, 1983). La perte de confiance généralisée répond, ici, à la crainte d'une perte de confiance généralisée, elle-même provoquée par des premiers retraits liés à des chocs de liquidité affectant certains déposants. Ce comportement s'explique par la contrainte de service séquentiel : le caractère fractionnaire des réserves liquides induit que tous les déposants ne seront pas remboursés, s'ils sont trop nombreux à souhaiter récupérer leurs avoirs simultanément<sup>4</sup>.

De telles paniques s'expliquent aussi par un véritable excès d'endettement, pouvant de nouveau concerner tout un système bancaire : si cet endettement est *jugé* insoutenable, il est rationnel de retirer au plus vite ses avoirs. Cette soutenabilité est évaluée au regard de l'actif bancaire, assujetti au risque de crédit (risque de défaut), au risque de taux, et au risque de marché (ainsi qu'à un risque

---

<sup>3</sup> Le *run* ne concerne qu'un établissement, tandis que la panique en touche plusieurs, voire un système bancaire dans son ensemble, de façon corrélée (en fonction des fondamentaux communs, et/ou de mécanismes de contagion). Nous emploierons indifféremment les deux termes.

<sup>4</sup> La banque fournit ici un service de liquidité, le *run* est donc aléatoire : il survient dès que le nombre de déposants subissant un choc de liquidité est trop important pour que ceux qui pourraient s'abstraire de récupérer leurs avoirs ne soient pas inquiétés quant à leur disponibilité.

opérationnel<sup>5</sup>). A nouveau, des doutes sur la qualité des actifs détenus amènent les déposants à retirer leurs avoirs avant que la valeur nette des banques ne devienne négative, sachant qu'elles commencent par se débarrasser des actifs de bonne qualité (Mojon, 1994). Dans ce cas, l'hypothèse de détention d'actifs de mauvaise qualité est confirmée, alors qu'il peut simplement s'agir de pertes liées à leur nature illiquide (*distress sales* amplifiant la préférence pour la liquidité des agents [Cifuentes & al., 2005] tout en réduisant la liquidité disponible pour les banques saines susceptibles de se porter contrepartie [Acharya & Yorulmazer, 2007b]).

Les modèles de *run* mettent alors l'accent sur les conséquences de la diffusion d'une information défavorable sur ces actifs, comme les rendements futurs (*i.e.* une incertitude liée à la probable inélasticité de l'offre et la demande de tels actifs, d'où des retraits imprévus entraînant la liquidation de dépôts interbancaires ; Allen & Gale, 2000).

Dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, où les marchés ne reflètent pas systématiquement l'état des fondamentaux (Barth M. & al., 2002), la frontière entre les deux types de crises est floue, puisqu'un changement dans la perception du risque peut amener les opérateurs de marché à *juger* excessif un niveau d'endettement initialement considéré comme soutenable.

Ainsi que le souligne Clerc (2008), une troisième source de crise de liquidité bancaire a émergé, du côté de l'actif du bilan, en liaison avec la gestion active des portefeuilles (Zhu, 2008), les processus de titrisation des portefeuilles de prêt, et l'évaluation en valeur de marché (ou à la juste valeur<sup>6</sup>), qui renforcent la

---

<sup>5</sup> Un risque opérationnel résulte de l'inadaptation ou de la défaillance de procédures, de personnes ou de systèmes.

<sup>6</sup> *Fair value* (par opposition à l'évaluation au coût historique). Depuis l'adoption par l'Europe, le 1<sup>er</sup> janvier 2005, de nouvelles normes comptables proposées par l'*International Accounting Standards Committee* (IASB), les banquiers européens ont renégocié le contenu des deux normes IAS 32 et 39,

contagion<sup>7</sup> et la dépendance globale au degré de liquidité des marchés (Von Peter, 2004) : les crises bancaires ne sont pas systématiquement la conséquence d'un *run*.

D'après les travaux de Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998a), sur l'importance des fragilités bancaires, un épisode de détresse financière est recensé :

- si la part des actifs non performants dans le total détenu par le système bancaire excède 10% ;
- si le coût de l'opération de sauvetage atteint 2% du Produit Intérieur Brut (PIB) ;
- si des nationalisations à grande échelle s'accompagnent de difficultés bancaires ;
- si un *run* bancaire a lieu, ou des mesures d'urgence, telles que : le gel des dépôts, la fermeture prolongée de banques, ou la garantie généralisée des dépôts en réponse à la crise.

Au niveau national, Fecht & Tyrell (2004) préconisent d'éviter une approche de type *one size fits all* au profit d'une étude *cas par cas* : selon que le système financier est dominé par les banques ou le marché, et en fonction du degré de liquidité des actifs, l'intervention en dernier ressort est recommandée ou non. Comme la réticence des gouvernements à fermer des institutions de dépôt insolubles (*via* une assurance sur les dépôts, mais aussi une *forbearance* vis-à-vis de la réglementation sur le capital) entraîne une généralisation de l'insolvabilité, une assistance financière gouvernementale peut considérablement nourrir un aléa moral (Cull & *al.*, 2004), à tel point qu'Elizalde & Repullo (2007) utilisent la couverture par l'assurance des dépôts comme *proxy* de la discipline de marché.

---

face au risque d'instabilité sur leurs comptes (mis en avant par Jaudoin dès 2001 ; mis en perspective par Lacoue-Labarthe en 2006).

<sup>7</sup> Symétriquement aux crises, on dissocie la contagion par les fondamentaux et la contagion pure. Ici, nous parlerons simplement de *contagion*, sans nuancer son origine, pour centrer notre attention sur ses manifestations.

L'expérience des systèmes financiers ne bénéficiant pas d'un PDR crédible (ni d'assurance des dépôts), montre cependant que le simple doute sur la liquidité ou la solvabilité bancaire est déstabilisant, voire paralysant (Mojon, *op. cit.*). *A contrario*, « l'accès privilégié à la liquidité ultime fournie par les banques centrales, c'est à dire la couverture du [PDR] a pour contrepartie l'imposition aux banques membres des systèmes de règlement d'un ensemble de règles prudentielles de limitation des risques de paiements. Celui-ci comprend des limites bilatérales de découverts entre banques, des limites de déficits nets à l'égard de la chambre de compensation, des accords de partages des pertes entre les banques membres en cas de défaut de l'une d'elles et/ou des réserves obligatoires » (Scialom, 2002, p.4).

De façon plus contrastée, Mayes (2004) présente l'équilibre entre prévention et gestion des crises comme la conséquence du bon compromis entre l'évitement systématique de l'insolvabilité, et la minimisation du coût de l'insolvabilité, le cas échéant (d'où, aussi, une réflexion sur le partage des pertes, entre créanciers, déposants, propriétaires et contribuables). L'assurance des dépôts, qu'elle augmente le risque de *run* (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 2002 ; Hoggarth & *al.*, 2005) ou qu'elle le réduise (Gropp & Vesala, 2004)<sup>8</sup>, réduit l'incitation à la surveillance bancaire (Cooper & Ross, 2002), reflet de la nécessité d'un arbitrage intertemporel.

Historiquement, l'excès de risque est la première cause de défaillance bancaire (Llewellyn, 2002), et le restera (Borio, 2007) ; en outre, les crises bancaires sont centrales dans le déclenchement et le déroulement des crises financières, spécialement en terme d'impact sur les économies réelles (*cf.* encadré A). Ce constat est conforté dans les crises contemporaines, marquées par l'éventuelle manifestation d'un risque systémique (Caprio & Klingebiel, 2003, pour une étude empirique précise).

---

<sup>8</sup> Plus précisément, selon Gropp & Vesala (*op. cit.*), l'assurance des dépôts réduit le risque de *run* si elle est explicite, crédible et limitée aux petits déposants ; sinon, elle accroît ce risque tout en réduisant le coût des crises.

### *Encadré A Les banques : accélérateurs de croissance vs propagatrices de ralentissements économiques*

La procyclicité du système financier, liée à l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs, est intrinsèque, et à la base du mécanisme d'*accélérateur financier* (Lowe, 2002). En période de *boom* (Mishkin, 1991), les banques sont moins attentives à la réputation des emprunteurs et à la qualité de leurs collatéraux, dans le cadre de leur activité de crédit (Jiménez & Saurina, 2006). En terme de réglementation, le provisionnement statique, qui mène à enregistrer les pertes en phase descendante du cycle, pèse sur la position en capital, donc sur l'offre de crédit, puis l'investissement (dès lors qu'une augmentation de capital est devenue trop risquée ; Mishkin, 1999b), renforçant la procyclicité du crédit (Levieuge, 2005), et fragilisant les systèmes bancaires.

Si l'affectation de la liquidité – matière première des banques – permet de financer la croissance, *a contrario* un rationnement du crédit pénalise considérablement les économies. On assiste à un renchérissement du coût de refinancement, la perception des risques par les banquiers est plus sensible, d'où une baisse des crédits accordés, *a fortiori* si le point de retournement du cycle marque le déclenchement d'une crise, et/ou si les perspectives sont jugées très défavorables. Or, les « banques sont l'unique source de liquidité pour les petites et moyennes entreprises, qui constituent une part importante du secteur privé » (Rochet, 2008, p.50) : les banques au cœur des crises financières déterminent aussi en grande partie l'impact des crises sur les économies réelles.

Au-delà de la transmission de la politique monétaire ou de la socialisation des pertes liées à d'éventuelles faillites bancaires, il apparaît qu'une exposition excessive aux risques durant la phase ascendante du cycle renforce la probabilité de renversement brutal, donc d'externalités sur le fonctionnement de l'économie. Se pose alors la question de savoir qui a bénéficié des opportunités créées pendant l'expansion, en terme de dichotomie entre crédits productifs et placements spéculatifs : le seul critère de rentabilité bancaire ne peut suffire à diriger la mission de financement de l'économie.

Comme l'expliquent Meunier & Sollogoub (2005), il n'y a pas de perspective de croissance sans intermédiation bancaire : le ratio *Crédit au secteur privé/PIB* est déterminant pour la stabilité de la croissance à long terme. Il peut être mis en rapport avec une logique de développement, car il est inférieur à 20% dans un pays peu avancé, entre 20 et 60% dans un pays émergent intermédiaire, voire supérieur dans les cas où la trajectoire à long terme du pays est mieux assurée ; il est donc préconisé que sa progression accompagne l'augmentation du PIB.

En s'appuyant sur l'exemple des anciens Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) intégrés à l'Union européenne (UE), qui bénéficient désormais d'innovations et d'instruments financiers, Deusy (2008)\* décrit la bancarisation comme une *courroie de transmission* qui favorise la transition économique des pays, notamment les pays émergents. D'une part, l'activité bancaire présente un effet multiplicateur, tout en participant à l'efficacité économique, *via* l'optimisation de l'allocation du capital. D'autre part, il existe une corrélation positive indirecte entre le nombre de comptes bancaires ou de produits d'assurance, et la croissance économique, *via* le changement des mentalités induit par cette bancarisation.

Ottolenghi (2008)\*\* confirme ce point de vue par la négative : parmi les pays les moins avancés, un frein récurrent, voire systématique, à la croissance, tient à l'inaccessibilité des services bancaires traditionnels à une large frange de la population.

Deusy montre que leur rôle *providentiel* est conditionné par l'environnement dans lequel les banques opèrent : la profondeur et la liquidité des marchés sont indispensables à la diversification des risques et à la réduction du risque de contrepartie, donc à une plus grande attractivité et une meilleure résilience du secteur (*i.e.* UE à 27), et à la réalisation du potentiel de croissance induit par les réformes bancaires. Mais, surtout, une seconde condition réside dans la *façon* dont les banques pratiquent leur fonction d'intermédiation : l'affectation excessive des fonds collectés vers l'immobilier, essentiellement local, selon un tropisme observable dans certains PED (*i.e.* du Maghreb : Maroc, Tunisie), génère des situations propices aux bulles sans que la bancarisation ne soit un véritable instrument de la croissance. Ici, le déficit de régulation observable dans de nombreux pays en transition, auquel on tente de trouver une solution, est compatible avec une sur-réglementation globale du secteur. Si cette dernière disparaît avec la libéralisation financière, rien n'indique que le déficit de régulation soit comblé en même temps : au contraire, il caractérise la *quasi* totalité des pays émergents. La libéralisation du compte de capital peut, plus exactement, amplifier les effets déstabilisateurs d'une régulation et d'une supervision insuffisantes du secteur financier (Mongrué & Robert, 2005).

Ottolenghi décrit une manifestation différente du même problème d'intermédiation, lorsqu'il présente la souscription excessive de titres d'Etat, par les banques, comme le résultat d'un effet d'éviction qui opère au détriment du financement de l'entreprenariat domestique.

Il est difficile de dissocier la dimension endogène de la procyclicité des activités bancaires, et l'impact précis d'une déviance des stratégies bancaires par rapport à leur mission, qui est *déjà* ambiguë. Deux points sont mis en avant :

- le rôle central des banques, non plus au sein des mécanismes monétaires et financiers des crises, mais dans la transmission de leurs effets sur le réel ;
- la nécessité d'incitations favorables au maintien d'une activité incompressible de *transformation* des dépôts en crédits productifs. Elle n'est jamais exigée lors de l'assainissement, nécessaire à la libéralisation financière, des secteurs bancaires des économies émergentes.

Dans le cadre d'une problématique de renflouement, ces incitations procèdent d'un conditionnement du canal monétaire au canal du crédit, deux approches historiques du fonctionnement bancaire : « Bagehot, in short, was concerned with bank assets, and with minimising instability in the supply of credit, while Thornton was concerned with bank liabilities, and with minimising instability in the supply of money and its velocity of circulation » (Laidler, 2004a, p.14).

\* Deusy P. (Chef économiste Méditerranée, Direction Générale des Relations extérieures, Commission européenne), « Services bancaires et financiers dans un contexte d'ouverture », séminaire, D.E.F.I. (Université de la Méditerranée, Aix-Marseille II), 16 mai 2008.

\*\* Ottolenghi D. (Directeur associé, Banque européenne d'investissement [BEI]), « Présentation du Rapport annuel de la BEI : L'impact de la microfinance », séminaire, D.E.F.I. (Université de la Méditerranée), 6 juin 2008. *Le parallèle entre Deusy et Ottolenghi est d'autant plus intéressant que les points de vue, et modes de fonctionnement, de la Commission européenne et de la BEI ne convergent pas systématiquement, loin s'en faut.*

(ii) *L'impact de l'internationalisation des activités bancaires*

Les risques prennent une nouvelle forme – systémique – qui rend l'action des PDR nationaux inadéquate, voire insuffisante, eu égard à l'extraversion des activités bancaires. « In a systemic crisis, multiple banks fail simultaneously, and the collective failure impairs enough of the banking system's capital that large economic effects are likely to result and the government is required to intervene. But how big is *enough* ? There is no precise answer to this question » ; en revanche, on peut affirmer qu'une crise où le capital du système bancaire est (quasiment) anéanti suite à des défauts sur prêts est systémique, *i.e.* le Sud-est asiatique, l'Amérique latine, le Japon, la Russie, ou la Scandinavie (Ergungor & Thomson, 2006, p.281).

D'après De Bandt et Hartmann (2000), repris par Bordes (2005), le risque systémique est dual (à l'instar du risque d'illiquidité bancaire). D'une part, il correspond à la probabilité d'un choc idiosyncrasique (*i.e.* publication de mauvaises nouvelles portant sur une banque, voire défaillance bancaire) à l'origine d'un phénomène contagieux affectant une ou plusieurs autres institutions financières ou marchés. D'autre part, il caractérise aussi la menace d'un choc macroéconomique (*i.e.* krach sur un marché financier) ayant des répercussions sur un nombre important d'institutions financières ou de marchés, *via* des réactions en chaîne. Il se trouve ici que « les vecteurs de la contagion sont davantage les banques que les marchés financiers » (Dehove, 2003, p.47).

Bordes (*op. cit.*) résume aussi les précisions apportées par Schwartz (1986), selon lesquelles un tel risque est indissociable d'une ruée sur la monnaie centrale ; il ne peut répondre qu'à l'absence d'Institution pouvant créer de la liquidité, à des Autorités peu familiarisées avec les moyens disponibles pour le prévenir, ou à des doutes du public quant à l'efficacité des mécanismes prévus pour le faire.

Dans tous les cas, une crise systémique affecte les secteurs réels et financiers, *via* la contagion régionale ou globale d'un choc initial, dont l'effet dépasse largement la seule juxtaposition de risques individuels (tel une *synergie négative*). La probabilité d'occurrence d'un tel événement mesure le risque systémique. Dans le second cas (choc systématique), il s'agit d'améliorer la résilience des banques et des systèmes bancaires, mais la résolution du premier cas, souvent en cause<sup>9</sup>, est plus difficile.

Avec l'internationalisation des marchés de capitaux et des activités bancaires, le *fractionnement monétaire* (Boyer & al., *op. cit.*, 198-9) caractéristique de désajustements d'échéances couplés au différentiel de devises entre actif et passif (Choi & Cook, 2004), eu égard à la très courte maturité des prêts (Valev, 2002), place la défense des réserves de change au cœur du problème des crises bancaires internationales (plus encore dans un futur proche ; Dockès, 2007), et, surtout, interdit toute simplification hâtive avec les crises de liquidité cantonnées aux territoires nationaux ou intégrés sur le plan monétaire. Eichengreen & Hausmann (1999) désignent cette conjonction, caractéristique des pays émergents des années 1980-1990, sous le terme de *péché originel* (lié à un déficit d'épargne, comme en Amérique latine, *ou* au sous-développement des infrastructures financières locales en Asie).

Les crises de liquidité bancaire peuvent prendre la forme d'attaques spéculatives, qui renforcent le risque de système. Jeanne & Wyplosz (2002) ou Jeanne & Zettelmeyer (2002) caractérisent ainsi des attaques spéculatives provenant d'échecs de marché, soit des paniques financières auto-réalisatrices, formalisées dans les modèles à équilibres multiples.

---

<sup>9</sup> « Bien que le caractère procyclique de la prise de risque se retrouve de période en période et pour la quasi-totalité des pays, l'articulation avec l'économie réelle varie dans le temps et dans l'espace. Ce qui peut susciter l'impression que toutes les crises sont idiosyncrasiques et qu'il est vain de proposer un cadre général d'interprétation » (Boyer & al., *op. cit.*, p.60).

Dans la pratique, il peut de nouveau être difficile de tracer la frontière entre un éventuel surendettement global et de telles prophéties auto-réalisatrices. Comme l'explique Rochet (2008, *op. cit.*), « La décision de renouveler un prêt interbancaire à court terme, un plafond de découvert journalier (*debit cap*) sur un LVPS<sup>10</sup> ou un dépôt d'un gros montant dépend non seulement de l'incertitude intrinsèque (la qualité des actifs de la banque) mais aussi de l'incertitude stratégique (ce qui va être fait par d'autres prêteurs ou déposants) » (p.51).

Après le Mexique (1994) et l'Asie (1997-1998), où la crise est essentiellement d'origine privée (et non de dette souveraine ; Levasseur et Riffart, 2003), de nombreux travaux ont porté sur la nécessité de prendre en compte les fondamentaux microéconomiques dans l'évaluation des risques, notamment le niveau d'endettement. Chronologiquement, c'est ici que les crises de troisième génération succèdent aux crises de première et deuxième génération, combinant respectivement les dimensions fondamentale *et* auto-réalisatrice des mécanismes de leur déclenchement. Depuis, on accorde un rôle croissant à la psychologie des marchés (Cartapanis, 2004b) : la croyance (le *sentiment*) du marché et ses effets sur le risque de panique.

Dans tous les cas, le risque de change s'ajoute, pour une banque, aux risques précédemment évoqués ; au niveau agrégé, les effets des crises bancaires sont associés à une forte probabilité de crise de change (Chang & Velasco, 2001, 2003), dès lors qu'une part importante de l'endettement des banques est libellée en devises étrangères (Mishkin, 1999a). Allen & al. (2002) montrent que lorsque l'endettement est essentiellement extérieur (dettes des résidents libellées en monnaie étrangère), les risques nés des disparités entre les maturités, combinés à la structure du capital ou encore à l'exposition au risque de change, peuvent entraîner le déclenchement d'une crise externe de balance des paiements, éventuellement doublée, par la contagion sectorielle, d'un risque systémique.

---

<sup>10</sup> *Large Value Payment System* (règlement en temps réel, ou différé).

La probabilité de crise jumelle est alors renforcée par la procyclicité des mouvements de capitaux, spécialement dans les pays émergents (pays à *revenu moyen*) : les périodes expansionnistes sont associées à des entrées massives, alors que les politiques macroéconomiques de contraction de l'activité correspondent à des sorties de capitaux, d'où la formule de Kaminsky & al. (2004), qui décèlent, aussi, une procyclicité de la politique monétaire (voire fiscale) interagissant avec ces politiques : *When it rains, it does indeed pour*.

Comme le résume Cartapanis (2004b, *op. cit.*), « le risque de système ne se réduit pas à la simple juxtaposition, voire à la propagation des risques individuels. Cette notion recouvre l'éventualité que les réponses rationnelles des agents puissent conduire, de façon endogène, à des modifications brutales des anticipations [...]. Ces anomalies [sont imputables] au fait que la libéralisation des mouvements de capitaux s'est le plus souvent traduite par une forte augmentation des engagements liquides, notamment de l'endettement à court terme en devises par l'entremise des banques, ce qui a considérablement accentué la vulnérabilité des économies concernées [...] à un choc dans l'évaluation des risques de la part des investisseurs internationaux. De ce fait, la mobilité internationale des capitaux accentue et multiplie les sources de turbulences et de crises, tout particulièrement dans les économies émergentes encore marquées, depuis des décennies, par des connexions très étroites entre les banques et les États [...]. Quant à la réversibilité de ces transferts d'épargne, elle a été considérablement accentuée par la montée en puissance des engagements bancaires à très court terme et la liquidité de ces crédits devient hautement hypothétique en période de stress » (281-2).

Alors, si leur fréquence paraît constante à long terme, il semble aussi que les crises soient désormais plus courtes et plus graves (Bordo & al., 2000, sur la période [1883-1998]), en liaison avec l'intégration des marchés, consécutive à l'internationalisation des activités. Rétrospectivement, Gai & al. (2008) montrent aussi comment les innovations financières *auraient* pu réduire la probabilité de crise dans les PED (*i.e.* approfondissement des marchés de crédit, *via* une

amélioration de la liquidité [Singh & *al.*, 2008]), tout en reconnaissant qu'elles *auraient* vraisemblablement été plus sévères.

La nature et la probabilité de tels risques sont donc affectées par le processus structurel de libéralisation des marchés de capitaux, qu'il convient d'examiner plus en détail. L'enjeu reste, selon Borio (2007, *op. cit.*), de formuler une réponse politique aux causes profondes – universelles – des crises, adaptable aux évolutions constantes du système financier.

## 12. L'impact de la libéralisation sur le risque de crise

Si l'impact (théorique) de la libéralisation du compte de capital est positif (mais faible, *i.e.* sur la consommation ; Gourinchas & Jeanne, 2003), les liens entre processus de libéralisation et crises financières ont aussi fait l'objet de recherches (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998b ; Eichengreen & Arteta, 2000)<sup>11</sup>, qui établissent un lien de causalité, d'autant plus fort que les banques sont au cœur de la crise. Les liens entre les dynamiques du crédit bancaire et des crises financières (souvent des crises bancaires accompagnées de crises de change) s'en trouvent renforcés (Eichengreen & Arteta, *op. cit.*).

On parle d'économies émergentes, *nouvellement financiarisées*, pour désigner la singularité commune à ces pays, les plus exposés au risque de crise financière à dominante bancaire (Mexique [1994], Asie du Sud-est [1997-1998], Brésil [1999], Turquie [2000], Argentine [2001]).

Plus exactement, selon Bordes (*op. cit.*), « différentes raisons non exclusives peuvent être à l'origine d'une crise bancaire généralisée : une libéralisation excessive du secteur, un choc négatif spécifique (par exemple, un choc boursier ou l'éclatement d'une bulle immobilière) ou une ruée sur les dépôts » (p.4). Les pays développés (*anciennement financiarisés*) sont surtout concernés par le deuxième cas, alors que les pays émergents (*récemment financiarisés*, ou *en cours de financiarisation*) sont assujettis aux trois types de risques.

---

<sup>11</sup> Les résultats de ces deux études, parmi d'autres, sont résumés dans le rapport de Boyer & al. (*op. cit.*, pp. 22, 23, 27, 62).

*(i) La vulnérabilité des pays émergents*

Il y a plusieurs degrés d'ouverture du compte de capital ; les restrictions peuvent concerner l'entrée de capitaux, ou la sortie de l'épargne nationale, les Investissements Directs à l'Etranger (qui favorisent la croissance, l'emploi, et les transferts de technologie, donc les gains de productivité [Blalock & Gertler, 2008], tout en induisant un risque de change faible), les investissements de portefeuille et les prêts bancaires. Les Institutions financières internationales préconisent aujourd'hui une progressivité dans l'ouverture, fonction de l'autonomie de la politique monétaire, de la flexibilité du régime de change, et de la modernisation du secteur financier (Saxena, 2008). Ainsi, la Malaisie vient seulement de lever les contrôles instaurés suite à la crise de 1998.

On assiste alors à une diversification sectorielle favorable à la résistance des économies aux chocs exogènes, à un accroissement de la concurrence bancaire, facteur d'efficacité (notamment de la supervision bancaire ; Lacoue-Labarthe, 2007) et de baisse des coûts de financement, mais aussi à une aggravation des déséquilibres macroéconomiques (endettement excessif), et à une vulnérabilité accrue par la contagion possible depuis d'autres économies (Mongrué & Robert, *op. cit.*), spécialement dans certaines configurations, *i.e.* la dollarisation du système bancaire (Rajan & Tokatlidis, 2005).

Dans la formalisation (dynamique) de Daniel & Jones (2007), la forte croissance que permettent les afflux de liquidité, grâce aux opportunités d'investissement, affecte progressivement la perception des risques, de sorte que même un système bancaire initialement sain – robuste – s'expose rapidement à des risques excessifs, en liaison avec les impératifs de rentabilité bancaire dans l'environnement nouveau de la concurrence internationale : « One difficult problem is that much of the dubious financial-market behaviour that chronically emerges during the expansion phase is the result not of ignorance of badly underpriced risk, but of the concern that unless firms participate in a current euphoria, they will irretrievably lose market share » (Greenspan, 2008).

Sophana (2006) montre ainsi que les afflux de capitaux étrangers accompagnent une progression rapide du crédit dans les pays émergents (dans 40 à 60% des cas, depuis 2002), pouvant refléter un processus d'approfondissement financier, mais aussi une hausse du risque d'instabilité, *via* un excès de liquidités (9 pays sur 27).

A l'échelle internationale, l'activité – procyclique – de crédit participe donc activement à la montée des risques, *via* l'alimentation de bulles sur prix d'actifs (notamment immobiliers ; Davis & Zhu [2004] ; Lowe ou Von Peter [*op. cit.*]) qui rehaussent la valeur des collatéraux ; elle s'accroît fortement avant le déclenchement des crises (Martinez Peria & *al.*, 2002), dans le cadre d'un processus d'euphorie généralisée (Cartapanis & Gilles ; Cartapanis, 2004a-b [*op. cit.*]) pendant lequel les risques sont sous-évalués : « lors des phases d'expansion, lorsque les autorités nationales perçoivent la supervision internationale (*i.e.* du FMI) comme un exercice académique, les mécanismes de consultation semblent moins nécessaires, et la *discipline de marché* exerce des effets pervers car elle n'empêche ni la montée de risques excessifs ni l'adoption des politiques nationales procycliques » (Suàrez, 2006, *p.14*).

Un processus de montée des risques s'engage d'autant plus rapidement qu'une libéralisation du compte de capital commence par rassurer largement les investisseurs internationaux, qui exportent leurs capitaux, avant de contracter leur offre (effondrement du marché de la dette bancaire), dès lors qu'ils obtiennent des informations plus précises quant à la réalité des fondamentaux microéconomiques des pays récipiendaires. Ce schéma, mis en évidence par Giannetti (2007), montre que des faillites bancaires peuvent s'expliquer directement par la libéralisation, sans qu'une distinction entre facteur *push* et *pull* ne puisse être clairement établie. Le risque de crise apparaît alors très élevé au terme du premier cycle d'expansion qui suit l'ouverture du compte de capital, *a fortiori* si un sous-développement relatif des marchés financiers a limité les possibilités pour les banques de se

couvrir contre les risques (ce qui réduit aussi l'impact de l'ouverture sur la croissance ; Deidda & Fattouh, 2008 ; Wurgler, 2000).

L'endogénéité de ce processus est défendue par Aka (2006), sans qu'il ne soit imputable à la libéralisation : son modèle représente les traditionnelles montées de risques, progressives – euphoriques –, débouchant sur des crises bancaires cycliques et brutales, influencées par l'état des fondamentaux ; il met l'accent sur l'importance de l'*expérience* des crises passées, or, engager un processus de libéralisation consiste *justement* à s'exposer à des risques dont les pays n'ont pas l'expérience, ce que montre Van Horen (2007) à travers l'implantation de banques de PED, dans d'autres PED où l'internationalisation de leurs activités leur confère un avantage comparatif. L'analyse de Bernard & Bisignano (2000) confirme empiriquement l'existence de contagion, sur le marché interbancaire (dans le sens Sud-est asiatique/Amérique latine), différenciée selon les zones en fonction de leur degré de maturité (l'expérience des crises) apparenté, par les opérateurs, à une garantie implicite de viabilité du marché. Une mauvaise lecture de ces garanties peut engendrer des mécanismes de *sélection adverse*<sup>12</sup> porteurs d'instabilité (régionale ou internationale), favorisés par la présence de banques multinationales (Calzolari & Loranth, 2005), voire par une faille dans le système des paiements (Northcott, 2002).

Ainsi, la libéralisation financière ne constitue pas *en soi* une menace pour le secteur bancaire, y compris au début du processus : même couplée à un défaut de supervision prudentielle, elle se traduit effectivement par des prises de risques accrues, sans que leur agrégation ne mène systématiquement à une crise (Noy,

---

<sup>12</sup> Les mécanismes de *sélection adverse* illustrent le fait que les hausses de taux sur les prêts bancaires, destinées à se prémunir contre le risque de non remboursement, augmentent le risque bilanciel en favorisant les emprunteurs les moins *crédibles*, pour lesquels il est justifié de rémunérer fortement le prêteur, et dont la défaillance est relativement moins coûteuse (soit un risque de crise accru en cas de hausse des taux directeurs : Mishkin, 1991 ; Illing, 2006 [*reverse effect*]).

2004)<sup>13</sup> : la question de la libéralisation porte plus sur le *comment* que sur le *pourquoi*.

La relation de causalité n'est – pour le moins – pas univoque, mais la chronologie et le systématisme des événements (et des facteurs de vulnérabilité ; Ergungor & Thomson, *op. cit.* ; Hawkins & Klau, 2000) amènent à repenser les modalités du processus de libéralisation, dans le sens d'une meilleure protection face aux crises (avant *et* après), spécialement pour des pays en plein apprentissage des risques internationaux.

Un certain nombre de préconisations s'ensuivent, qui ne remettent pas en cause le processus de libéralisation financière, mais son rythme, ainsi que l'agenda retenu. L'expertise du FMI est, à cet égard, déterminante. L'idée est de lisser le coût d'ajustement induit par les réformes, en terme de croissance, pour la libéralisation intérieure (stabilisation macroéconomique, politiques de rigueur socialement coûteuses pour accéder aux standards internationaux), mais aussi en terme d'instabilité financière – volatilité – pour la libéralisation extérieure (réforme bancaire, choix du régime de change, développement des marchés financiers).

(ii) *L'universalité du risque*

A terme, la libéralisation, au sens d'un processus achevé, n'exclut pas la possibilité de crise (si tant est qu'elle la réduise) : puisqu'il n'est pas le produit

---

<sup>13</sup> D'après Noy, des facteurs politiques, par *ex.*, sont plus déterminants que ces nouveaux risques dans la probabilité de crise. Plus loin dans le processus de libéralisation, Cuñado & *al.* (2006) confirment l'hypothèse d'une stabilisation des comportements, observable à travers une moindre volatilité des variables financières (*i.e.* boursières), relativisant le discours liant ouverture financière et surréaction aux nouvelles, sur la base d'un test incluant les variables mensuelles de six économies émergentes sur la période [1976-2004]. Un autre test empirique (Haselmann, 2006) confirme l'effet stabilisateur de la libéralisation sur les marchés bancarisés, à travers une large implantation de banques étrangères mieux expérimentées, qui diffusent leurs stratégies moins court-termistes vers les banques locales concurrentes, stabilisant le marché du crédit domestique. Ces conclusions ne sont pas incompatibles avec une croissance de la fragilité systémique, dans et entre les pays émergents (voire les pays *avancés*), d'où le rôle de conseil joué par le FMI dans la libéralisation du compte de capital (qui ne fait pas partie de son mandat, contrairement à celle du compte courant).

d'une phase transitoire, le risque d'instabilité financière ne menace pas seulement les pays nouvellement financiarisés. Après la crise financière à dominante bancaire du Japon et des Etats-Unis (1991), de la France (1994-95), la crise de l'été 2007 sur les marchés immobiliers hypothécaires (à risque) des Etats-Unis, illustre la possibilité de survenance de crise dans les pays *de vieille financiarisation*.

La persistance de processus euphoriques et procycliques de montée des risques, renforcés par les bulles sur prix d'actifs (immobiliers), est confirmée par Hofmann (2001) à propos des pays riches, et validé empiriquement par Gerdrup (2003) pour les crises norvégiennes, notamment celle de 1992<sup>14</sup> ; d'où une révision à la baisse des rendements attendus des mesures coûteuses, entreprises par les pays à marché émergent, en vue d'accéder aux marchés internationaux de capitaux.

Gorton & Huang (2002) décrivent l'interconnexion bilancielle de grandes banques comme un moyen de réduire le risque de panique, alors que les marchés financiers ont une capacité d'absorption des cessions d'actifs qui est limitée. L'intégration des marchés interbancaires favorise la diffusion et la qualité de l'information, limitant le risque de *run* aux banques véritablement insolubles, soit une fonction préventive (Huang & Xu, 2001).

Pourtant, le système de financement par endettement généralisé, source supplémentaire d'interconnexion des bilans (comme dans le modèle de Schellhorn & Cossin [2004], qui applique la théorie des files d'attente à la relation financière entre prêteurs et emprunteurs), provoque un auto-renforcement d'éventuels troubles sur les marchés financiers et monétaires, notamment interbancaires, pouvant conduire à la réalisation d'un risque systémique, *via* un processus contagieux (selon une probabilité faible, dans l'étude de Furfine [2003], plus importante, selon Upper & Worms [2004]). De plus, face à ce risque, les banques

---

<sup>14</sup> La gravité de cette crise, voire celle des pays nordiques, dès 1991, n'impliquent pas une dimension systémique (Lacoue-Labarthe, 2006). Plus généralement, il peut être question de crise, au sens d'insolvabilité, bancaire, sans que des phénomènes de *run* et/ou de contagion interbancaire ne soient observables.

développent des stratégies coopératives (Elsinger & *al.*, 2006)<sup>15</sup> susceptibles d'alimenter un schéma procyclique, renforçant *in fine* les probabilités de *run* (Acharya & Yorulmazer, 2004). La difficulté des opérateurs à rassembler une information spécifique à chaque secteur financier, renforcée par la globalisation des marchés de titres, favorise aussi une homogénéisation (*imitation*) dans la composition des portefeuilles, susceptible de renforcer les mécanismes de contagion (Calvo & Mendoza, 2000). D'où l'idée de Jeanne (2000) : « the *new architecture* of the international financial system should be based on a theory that endogenizes the structure of countries' external liabilities ».

Somme toute, le marché interbancaire permet une réduction globale des risques, mais augmente la probabilité que la réalisation d'un risque se propage aux autres acteurs du marché (Iori & *al.*, 2006). Fondamentalement, la sophistication et l'intégration des marchés monétaires et financiers, si elles consacrent leur efficacité en période calme (Giannetti, *op. cit.*), *via* une baisse des coûts de transaction (mobilité *quasi* parfaite des capitaux), des possibilités de diversification des portefeuilles accrue (Bliss & Kaufman, 2005), et une liquidité internationale plus abondante (Laidler, 2004b), renforcent le risque que les crises prennent une dimension systémique.

Cette ambivalence fait l'objet de recherches de la part de Nier & *al.* (2008), en dynamique, et de Freixas & *al.* (2000), où les lignes de crédit interbancaire permettent à l'instant  $T$  ( $\forall T$ ) de mieux faire face aux chocs de liquidité (meilleure résilience : Furfine, 2001 ; mais contagion si les marchés interbancaires sont incomplets : Allen & Gale, *op. cit.*), tout en exposant le système au risque d'échec de coordination et de risque systémique puisque, même dans une situation de

---

<sup>15</sup> Dans le modèle d'Elsinger & *al.*, une source d'interconnexion bilancielle se trouve dans les *stratégies* des banques, qui corrént leurs investissements quand les rendements attendus sont incertains (coalitions bancaires) : « It has become common practise to investigate contagious defaults that result from the hypothetical failure of some single institution [...]. [This sort of analysis] emphasizes one source of systemic risk, namely interbank linkages, and ignores the other, *i.e.*, it is silent on correlation between bank's exposures. We believe that a meaningful risk assessment is only possible by studying both aspects in conjunction » (p.138).

solvabilité généralisée, la fermeture d'une seule banque peut provoquer des réactions en chaîne, *via* des liquidations de dépôts interbancaires qui répondent à la crainte de volumes de réserves insuffisants<sup>16</sup>.

Goodhart & Huang (2000) démontrent aussi l'intérêt d'un marché interbancaire international en tant que fournisseur de liquidité assorti d'une répartition du risque entre toutes les banques participantes, et comment son existence peut créer les conditions d'une contagion financière internationale<sup>17</sup> (susceptible d'être enrayée par un PIDR), *i.e.* un *effet domino* (Upper & Worms, *op. cit.*)<sup>18</sup>, lorsque la perte d'une banque liée au défaut d'une autre banque débitrice est suffisamment importante pour absorber une grosse part de capital, se répercutant alors sur la situation d'une troisième banque, créditrice, elle-même engagée sur d'autres établissements.

---

<sup>16</sup> Ces recherches de Freixas & *al.* (2000) sont riches d'enseignements, en matière de PDR (les fonctions de coordination et de prévention de la Banque centrale y sont étudiées), mais aussi en terme de résilience de l'industrie bancaire : la question de l'interaction entre risque individuel et risque global est cristallisée dans le « complex trade-off between efficiency and stability » (p.22) auquel fait face la Banque centrale. Les auteurs fournissent aussi une justification théorique aux politiques de *too-big-to-fail*, sur la base d'une formalisation proche du modèle de *run* bancaire de Diamond et Dybvig (1983), étendu aux déposants internationaux (en situation d'incertitude stratégique), avec une nuance : les déposants ne savent pas *où* ils vont consommer (« our focus is on the coordination of the consumers of the various locations, and not on the time-coordination of the consumers at the same location », p.5). Enfin, ils approchent les systèmes de paiement comme des vecteurs possibles de contagion : parallèlement aux systèmes de paiement de gros montants, relatifs au marché interbancaire, les systèmes de paiement de masse des secteurs bancaires devraient faire l'objet d'une prévention adaptée au risque systémique dont ils sont porteurs (différemment selon qu'il s'agit de système de règlement net différé ou brut en temps réel : *cf.* les précisions de Rochet [2008], 48-50). Cette recommandation s'inscrit dans le prolongement des réflexions engagées par le rapport Lamfalussy (Gazé, 2003), compatibles avec les exigences nationales en terme de conservation de souveraineté (Artus & *al.*, 2008). Brender & Pisani (2008) montrent par ailleurs le rôle central de ces systèmes de paiements dans l'allocation internationale du capital, soit, toujours, cette dualité entre performance (croissance) et risque agrégé.

<sup>17</sup> « the collapse of the whole international interbank system could happen with a much higher probability than when each bank or economy acts independently » (Goodhart & Huang, 2000, p.10).

<sup>18</sup> Lubloy (2004) applique cet effet domino au cas hongrois, sur les crédits mutuels interbancaires, qui comportent le risque d'une *solidarité* des faillites en fonction de l'exposition au risque des établissements, mais aussi de la structure concurrentielle du marché, où la forte concentration limite les risques de contagion, à l'instar des conclusions du modèle de Nier & *al.* (*op. cit.*).

L'impact d'un tel enchaînement, dans le cadre d'un modèle où les banques sont passives et la contagion relativement lente, est présenté comme limité par Adrian & Shin (2008), qui préfèrent mettre l'accent sur l'importance d'une conjonction de facteurs susceptible d'accélérer les difficultés : dans un système financier moderne, régi par les lois du marché, la contagion entre institutions financières se propage par le canal des variations de prix, des risques mesurés, et du capital, valorisé en valeur de marché. En effet, lorsque les bilans sont valorisés quotidiennement en valeur de marché, les variations des prix d'actifs y apparaissent immédiatement et provoquent une réaction des intervenants (intermédiaires financiers, courtiers, banques commerciales), *i.e.* sous forme de *banking distress* (Von Peter, *op. cit.*).

Suivant le raisonnement d'Adrian & Shin (*op. cit.*), les ventes en détresse constitutives de telles réactions, non prises en compte dans le modèle basique de dominos, impactent les prix (en même temps pour tous les intervenants) ainsi que les risques mesurés. D'autre part, ces réactions illustrent justement la réalité d'une gestion active des bilans par les acteurs concernés, « dont le bilan recourt fortement à l'effet de levier, et par conséquent, dont la valeur nette est la plus sensible aux variations des prix et des risques mesurés » (p.3). Or, les auteurs montrent que l'effet de levier tend à être procyclique (*via* une relation positive entre la variation du levier, important en phase de croissance et faible en récession, et la taille du bilan<sup>19</sup>) et à accroître l'effet des chocs sur les systèmes financiers dans leur ensemble. *In fine*, en univers concurrentiel, un bilan solide implique un levier trop faible : les *capacités excédentaires* sont utilisées en augmentant la taille du bilan, d'où, au passif, une hausse des emprunts à court terme, et à l'actif, une recherche d'emprunteurs (de solvabilité décroissante). Cette recherche de

---

<sup>19</sup> Cette procyclicité reflète alors la nature contracyclique de la *Value-at-Risk* (*VaR*) : le risque mesuré est faible pendant les phases de croissance, élevé pendant les phases de récession. Elle est activement gérée par des ajustements de bilans, eux-mêmes dictés par des modèles de risque, et de capital. Eventuellement, « lorsque le prix des titres augmente, l'ajustement à la hausse du levier entraîne des achats de titres encore plus importants que lorsqu'on s'efforce simplement de maintenir un levier constant » (Adrian & Shin, *op. cit.*, p.5). Ce phénomène, rétroactif, correspond à un mécanisme d'accélération financière.

débouchés pour les capitaux excédentaires fait correspondre la liquidité agrégée au taux de croissance des bilans agrégés, d'où la préconisation d'appréhender la contagion financière sous deux angles, que sont la complexité des bilans et leur gestion active.

De façon empirique, aux Etats-Unis, Leverage (*op. cit.*) montre ainsi comment le canal du capital bancaire place les banques au cœur des mécanismes de transmission des chocs financiers.

Au-delà de ces mécanismes, bien identifiés dans la pratique, les enchaînements qui déterminent les canaux de la contagion des crises sont souvent décelés *ex post*, en raison de la multiplicité des combinaisons possibles. Par exemple, comme le relèvent Roubini & Setser (2004), « Local banks often use short-term loans from international banks to finance the purchase of the high-yielding sovereign debt of an emerging economy, even though this combination is particularly risky » (*p.11*).

D'un point de vue théorique, la question de savoir si les marchés financiers absorbent ou amplifient les chocs trouve des éléments de réponse très circonstanciés (Allen & Carletti, 2008).

Qu'il soit ou non accentué par la libéralisation, le lien entre cycle du crédit et fragilité financière, pouvant mener à une crise d'illiquidité bancaire internationale, peut être surveillé par un dispositif prudentiel domestique (Minsky, 1982, 1991), à condition qu'il soit *crédible*. Mais la perspective d'un risque systémique, dont la nature est *aussi* intrinsèque (Aglietta & de Boissieu, *op. cit.*), implique – tôt ou tard (Fischer, 1999) – que les Banques centrales soient confrontées à des crises qu'elles n'ont pas les moyens d'endiguer, en particulier dans les pays émergents, dont la vulnérabilité est aussi déterminée par des facteurs externes (*push*) ; tout particulièrement, les banques peuvent devenir des moteurs de risque de système (Llewellyn, 2002, *op. cit.*).

D'où le caractère nécessaire de la réglementation prudentielle, mais non suffisant : pour améliorer la régulation, à l'échelle internationale, un principe de précaution implique de se doter des moyens de répondre aux plus mauvais scénarii, *i.e. via* la régulation publique constitutive d'un PIDR, à condition qu'il soit aussi *crédible* (*cf.* encadré B).

### *Encadré B La crédibilité au cœur de notre démarche*

Il a respectivement été question de PDR, d'assurance des dépôts et d'emprunteurs *crédibles*. La crédibilité s'apparente à un élément d'appréciation, inclus dans, ou complémentaire aux données fondamentales, dont la disponibilité peut faire défaut. Comme les anticipations, pouvant procéder d'une extrapolation d'observations passées, la crédibilité revêt une forme subjective/arbitraire, voire contextuelle, compatible avec une dimension fondamentale : sa prise en considération est rationnelle.

Elle peut être affectée de manière auto-réalisatrice : si un conflit d'intérêts explicite *risque* de grever le bon fonctionnement d'institutions censées travailler de concert, une perte de crédibilité a lieu, en réponse à une perte probable d'informations, réduisant les résultats attendus de leur action, lorsqu'elle se produit. Inversement, l'indépendance de régulateurs, ou de Banques centrales (Stella, 2002), voire leur pouvoir de création monétaire, éléments présentés par Gilles (1992) comme des *attributs qualitatifs* (p.81), seront interprétés comme des éléments favorisant leur crédibilité.

Une banque peut être sauvée, moins pour sa surface financière (*attribut quantitatif*), que pour sa *réputation* : en cas de défaillance, celle-ci est le vecteur de mécanismes contagieux. Symétriquement, dans le cadre de relations commerciales, elle peut être entendue comme un élément de *capital social* (Rasmusen, 2004).

Il existe donc des incitations à maintenir sa réputation, dans un système où l'asymétrie informationnelle est propice aux comportements de risque moral (Huck & *al.*, 2008). Dans la lignée des nouvelles formes de surveillance adressées aux entités publiques, elle incite les agences de notation à réprimer les tentations collusives : la réputation est d'autant plus soignée qu'elle se perd rapidement, et se perd d'autant plus rapidement qu'elle est importante avant la divulgation d'une nouvelle ou d'un fait rédhibitoire, par *ex.*, la fraude (Kindleberger, 1978), donc les scandales financiers (*i.e.* Enron, Worldcom, Parmalat), ou le manquement au contrat (*i.e.* pour une banque, la divulgation d'informations confidentielles relatives aux prêts consentis).

Outre ce degré de fiabilité des informations échangées, l'aptitude des banques à les utiliser pour mieux connaître leur clientèle (réduction des asymétries), voire leur capacité à répondre aux risques de contrepartie, de marché, ou de taux, fondent leur réputation (*i.e.* lorsqu'une banque se révèle abritée des difficultés touchant ses homologues de la Place).

Au niveau des Autorités monétaires, la réputation renvoie à la probabilité que la Banque centrale atteigne ses objectifs (internes et/ou externes, vs politique discrétionnaire), fonction de sa crédibilité (*i.e.* outils dont elle dispose, volume de ses réserves de change). Cette dernière est donc conditionnée par l'arbitrage *annoncé* entre stabilité monétaire et financière.

Holtfrerich (2006) rappelle que ce type de considérations a motivé l'influence institutionnelle allemande sur la BCE, incarnée dans le choix de sa localisation à Francfort. La Bundesbank, indépendante depuis 1951 (la fin de la Commission de tutelle bancaire des Alliés), a su maintenir l'ancrage du Deutsche Mark en Europe, bâtissant *ipso facto* une réputation qu'il s'agissait d'exploiter : forte de deux périodes d'hyperinflation, après l'effondrement de Bretton Woods et la généralisation des taux de change flottants, elle focalise sur la stabilité des prix, ce qui en fait un modèle de rigueur pour la BCE, Institution nouvelle qui a pu importer une forme de crédibilité initiale.

De même, le choix de S. Fischer en tant que gouverneur de la Banque centrale d'Israël (depuis 2005) revêt, au-delà de sa compétence propre comme déterminant *fondamental*, une composante *auto-réalisatrice* susceptible de favoriser une bonne gouvernance de l'Institution, *via* l'émission d'un signal de crédibilité.

Précisément, la crédibilité est mesurée par l'écart entre les résultats obtenus et les objectifs préalablement annoncés (affichés ou signalés) ; elle traduit un concept statique, dont la récurrence explique la réputation. Ainsi, une faible crédibilité du *bail-in* peut s'expliquer par la négation préalable d'un *bail-out* dans le cadre d'annonces officielles : « Mervyn King, gouverneur de la banque d'Angleterre, annonce en septembre 2007 qu'il faut surtout renoncer à l'aléa moral. Mais son intervention pour éviter la panique liée à la quasi-faillite de la banque Northern Rock [le 14] montre que le passage des principes à la pratique n'a rien d'évident » (Artus, 2008, p.58). La réputation de la banque et du Trésor (voire celle du *Financial Services Authority*) s'en trouve affectée (Hall, 2008).

Puisque l'on a comparé *crédibilité* et *rationalité*, du point de vue des fonctions de réaction et des *stimuli* individuels, il convient de rapprocher la *réputation* de la *convention* sur un marché, dans la mesure où celle-ci fait référence à un jugement moyen, majoritaire. La réputation ne se définit pas comme un écart, mais une probabilité assignée par le *public*, *i.e.* que les Autorités politiques poursuivent leur politique, ou qu'un PIDR résorbe les tensions sur des établissements ou des marchés en proie à une crise de liquidité.

Toute situation économique est sujette à l'incertitude et au risque. La rationalité dépend alors des caractéristiques de l'incertitude. Dans la théorie de l'*efficience*, le futur est probabilisable, *via* l'axiomatique de Von-Neumann-Morgenstern (et la forme des préférences, *i.e.* fonction d'utilité concave, constitutive de la théorie traditionnelle des choix) : on définit une anticipation optimale dépourvue de subjectivité. La rationalité fondamentale révèle les valeurs intrinsèques des actifs (de même que l'irrationalité, qui entraîne les prix au voisinage de ces valeurs, *via* la loi des grands nombres et les échanges compensatoires issus des stratégies d'arbitrage) : la rationalité *et* les forces de marché conduisent à l'efficience des marchés (Shleifer, 2000). La crise est alors un « égarement transitoire, produit de l'irrationalité passagère des agents » (Orléan, 2004, p.245).

Mais la rationalité financière n'est pas forcément une rationalité fondamentaliste : elle peut se préoccuper du marché lui-même, donc du prix, et non de la valeur fondamentale, dont les modèles de tâches solaires nient l'unicité. Alors, une auto-validation des croyances, incluant des comportements atypiques, peut déclencher des *bulles rationnelles*, contraires à la théorie de l'efficience : dans la théorie de la finance comportementale, l'information étant coûteuse, à l'inverse du prix, le prix efficient (lié à la croyance du marché : l'opinion collective) n'est pas systématiquement un prix d'équilibre. La rationalité stratégique, abordée sous l'angle de la psychologie cognitive (Kahneman & Tversky, 1979), légitime les phénomènes de mimétisme ou de confiance excessive (*benchmarks*), voire des extrapolations abusives (*chartistes*) : les probabilités assignées par les opérateurs ne suivent plus des révisions bayésiennes, car ils méconnaissent les proportions et/ou les fréquences de leurs déterminants, suivant une *imprudence statistique* (Pollin, 2004).

Dès lors, le prix peut être interprété comme un point focal : plus loin, la finance autoréférentielle s'appuie sur le concept de *convention*, dès lors que ce prix est stabilisé (en *liaison*, tout de même, avec la valeur des fondamentaux), à l'instar de la psychologie de masse keynésienne (*i.e.* possibilité d'un taux d'intérêt générant un équilibre durable de sous-emploi). La stratégie autoréférentielle repose sur l'opinion majoritaire, au sein d'une théorie qui rappelle la subtilité entourant la notion de liquidité. L'arbitrage déstabilisant consiste alors à tirer profit de l'amplification de l'écart entre prix de marché et valeur fondamentale, expliquant l'instabilité financière (Orléan, 2004, *op. cit.*).

Dans les deux cas, les bulles peuvent naître de comportements rationnels, et il existe une valeur fondamentale (unique ou non, préalable ou ultérieure au marché). Mais quelles que soient les caractéristiques de l'incertitude (que la rationalité individuelle domine la convention ou *vice versa*), elles impliquent la construction d'anticipations sur une base probabiliste : même la confiance peut être entendue comme une *anticipation optimiste du comportement d'autres agents* (Fafchamps, 2004).

Alors, symétriquement aux mécanismes électoraux, « la connaissance de la *réputation* et de la *crédibilité* des agents et des institutions concernés va véritablement asseoir la *certitude* avec laquelle ces probabilités sont tenues » (Gilles, 1992, *op. cit.*, p.96). C'est pourquoi, tout au long de ces recherches, nos raisonnements seront emprunts de ces concepts fondamentaux.

## 2. L'inadaptation du dispositif de prévention et gestion des crises

L'échec de marché, inhérent à l'existence même des banques<sup>20</sup>, justifie la spécificité de la réglementation bancaire, en particulier du capital bancaire (Santos, 2000 ; Hellmann & *al.*, 2000, qui décèlent aussi les effets adverses), et la supervision bancaire, notamment dans les pays émergents (Goodhart, 2000). Dans un cadre globalisé, cette régulation est aussi internationale.

Bien qu'elle soit indispensable, en tant que forme de contrôle bancaire la plus efficace (Barth & *al.*, 2001), la discipline de marché ne constitue pas un moyen de lutter, par exemple, contre le laxisme réglementaire susceptible de se développer autour de cette réglementation, d'où son évolution constante (dans les dispositifs prudentiels, voire en terme de prêt en dernier ressort dans la gestion des crises ; Rochet, 2004).

A la fin des années 1990, la prise de conscience de l'inadaptation du système prudentiel, notamment le système de contrôle quantitatif (par le ratio *Cooke*, coefficient de fonds propres ajusté des risques), largement contourné par les banques, a débouché sur le *Forum de stabilité financière* et sur l'adoption d'un certain nombre de propositions, émanant du Comité de Bâle, chargé de (promouvoir la coopération dans) la régulation et la supervision des établissements

---

<sup>20</sup> Dans le cadre d'une activité de crédit, l'échec de marché peut relever d'un manque d'informations, d'une demande excessive de collatéraux ou d'une insuffisance de garanties de crédit, de déséquilibres entre les maturités des actifs et des passifs, de coûts associés aux contrats, *etc.* A dissocier de l'échec de coordination entre des opérateurs rationnels, possible sur des marchés imparfaits (en situation d'incertitude), où les interactions stratégiques entre agents privés les dévient du comportement qui permettrait des ajustements de marché, alors même que ceux-là procureraient des améliorations en terme de bien-être (Aglietta, 1998, *op. cit.*). Allen & Carletti (*op. cit.*) présentent deux types d'échec de marché, les problèmes de coordination associés aux paniques, et leur incomplétude, pouvant se manifester sous forme de fragilité financière, de contagion, ou de bulles sur prix d'actifs.

financiers, *via* le passage au ratio *Mc Donough* d'adéquation du capital, et un renforcement de la surveillance.

L'avancée participe aussi d'une transparence accrue sur la situation des banques, incitées à diffuser largement des informations propres, sous forme standardisée<sup>21</sup> (Cardona & Farnoux, 2002), et sous peine de sanction immédiate par le marché. Cette lisibilité est renforcée par une évaluation interne, pour les entités crédibles, et/ou externe, *via* des agences spécialisées de *rating*.

Si le rythme de libéralisation est adéquat, une harmonisation de la gestion des techniques financières et des pratiques de *bonne gouvernance* (effet apprentissage lié aux transactions avec les établissements plus expérimentés ; Haselmann, *op. cit.*) doit globalement réduire le risque d'instabilité (tout en optimisant l'allocation internationale du capital), point de vue confirmé par Wolf (2008), spécialement pour les grandes banques.

On peut mettre en avant que les Accords de Bâle ont peu influencé la nature et la destination des prêts bancaires internationaux (Jeanneau & Micu, 2002), alors même que les Investissements Directs à l'Étranger conditionnent directement la contribution des secteurs financiers à la croissance, particulièrement dans les pays émergents (Eller & *al.*, 2006).

Mais au-delà de ces considérations, l'idée est surtout de montrer que l'amélioration récente de la régulation bancaire (Laidler, 2004b, *op. cit.*) n'exclut pas certains dysfonctionnements, de nature à expliquer la récurrence des crises, qu'un PIDR pourrait enrayer.

---

<sup>21</sup> En particulier, sous forme de normes et codes, *i.e.* le *Code de bonnes pratiques en matière de transparence bancaire et financière* du FMI, dont la Déclaration de principes est disponible à l'adresse <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/fre/code2f.pdf>.

## 21. Le dispositif macroprudentiel constitutif de l'Architecture financière internationale

Le risque de fermeture de banques sous capitalisées justifie la différence entre les exigences de capital *réglementaires*, et celles désirées par les actionnaires sans réglementation (exigences *économiques*), liées à la marge d'intermédiation et au coût du capital (Elizalde & Repullo, *op. cit.*).

### (i) L'adéquation des fonds propres

En 1999, lorsque de nouvelles discussions ont lieu pour transformer les règles prudentielles du ratio *Cooke* de solvabilité, donnant naissance au ratio *Mc Donough*, Santos (*op. cit.*) recense les alternatives aux normes d'adéquation du capital retenues dans le cadre des Accords de Bâle, dont il rappelle les faiblesses, et note que le Comité « appears not to have taken into account the insight of the literature that in general it is advantageous to consider instruments other than capital standards in the menu. The inclusion of some of the instruments suggested in the literature, such as deposit insurance and access to the lender of last resort, however, goes beyond what supervisors themselves can do and would require the involvement of other authorities » (p.22).

Le nouveau ratio d'adéquation des fonds propres représente une avancée par rapport à celui de 1988. Cependant, il prévoit une prise en compte insuffisante des risques de marché<sup>22</sup>, si l'on observe les pertes enregistrées lors des crises, justifiant des propositions de réformes, en liaison avec la *VaR* (Banque des Règlements Internationaux [BRI], 2008a).

---

<sup>22</sup> Ce ratio maintient l'assiette de calcul *fonds propres/risques* à 8%, mais exige une ventilation du risque en fonction de sa nature, répartie en trois catégories, risque de crédit (75%), opérationnel (20%) et de marché (5%).

Il présente un biais procyclique (Blum & Hellwig, 1995 ; Aglietta, 2007), notamment lié aux modèles d'évaluation du risque de crédit (Allen & Saunders, 2003), d'où un risque accru de rationnement du crédit<sup>23</sup>, voire de crise, au moment du retournement du cycle, risque que l'on retrouve avec les modèles de notation interne, ou les agences de notation privées (Aglietta, 2001 ; Borio & *al.*, 2001).

En effet, l'application stricte des normes de fonds propres, selon Stiglitz (2002), au moment où une économie entre en récession, amène mécaniquement les banques à réduire les crédits : par analogie avec l'évolution des finances publiques – qu'il déplore –, sous l'égide d'Institutions internationales, au premier rang desquelles il place le FMI, l'auteur parle de *déstabilisateur automatique* (p.23) pour caractériser ces effets indésirables, dont les ressorts sont aussi clairement mis en évidence par Chanu (2004).

Zhu (2008, *op. cit.*) réfute cette thèse : s'il existe un biais dans les exigences de capital, il concerne surtout la taille de la banque, justifiable dans la mesure où les petites banques apparaissent plus risquées, et *vice versa* : d'où la préconisation d'approfondir la finesse des exigences de capital en fonction des risques. Selon Stever (2007), la volatilité des fonds propres bancaires, limitée par la réglementation, est deux à cinq fois plus importante dans les banques de taille importante que dans les *petites* banques, en raison de possibilités limitées de diversification de leur portefeuille.

Pour les *large banking organizations*, ces ajustements ne sont pas incompatibles avec la fixation de ratios de capital supérieurs aux exigences purement réglementaires, notamment lorsque des revenus exceptionnellement élevés viennent d'être dégagés (Berger & *al.*, 2007) : la discipline de marché opère ici en lieu et place de la seule pression réglementaire.

---

<sup>23</sup> Le *credit crunch* (chute de l'offre de prêts plus rapide que celle de la demande) peut être amplifié par un *capital crunch* (rétrécissement de la banque lié à la contrainte de capital minimal), car avec un niveau de capital obligatoire, des fonds propres additionnels sont nécessaires pour augmenter les prêts (Bouri & Ben Hmida, 2006).

Selon l'approche dite standardisée, le Comité de Bâle met également en avant un système basé sur les notations externes pour les emprunteurs : face à la nécessité, pour les opérateurs, de prendre des décisions rapides selon des évaluations du risque que le seul rendement exigé ne donne pas, une mesure globale du risque s'est développée sous forme de notes. Les actifs sont pondérés en fonction de leur risque, dont le niveau est fourni par les agences de notation, qui attribuent (*de facto*, sans obligation légale) des notes aux entreprises, collectivités territoriales et Etats qui lancent des emprunts sur les marchés financiers internationaux.

(ii) *La notation des emprunteurs*

Les notes attribuées par les agences déterminent directement le coût et les conditions de financement des emprunteurs, *via* une évaluation de leur solvabilité. Mais pas seulement : alors qu'elles évaluent surtout la viabilité et la profitabilité financière à court et moyen terme (l'horizon de fonctionnement des banques s'inscrivant dans le moyen-long terme), ces agences peuvent impulser (ou éviter) d'importants flux de capitaux, potentiellement déstabilisateurs (*cf.* encadré C).

***Encadré C La production d'informations par des agences privées : quelle cohérence ?***

On se questionne, ici, sur la légitimité des notations privées. Si le FMI, qui fournit des informations au marché, préfère s'en remettre au privé pour le calcul des notes, c'est parce que les pays ont « intérêt à communiquer des données exactes et à les faire certifier par des opérateurs du secteur privé, qui se préoccupent de leur réputation » (FMI, 2001b, p.289).

Suivant cette logique, ces agences sont non supervisées et non responsables de leurs performances, au motif que leurs opinions seraient *désintéressées* (Aglietta, 2008).

L'impact des agences privées de *rating*, par exemple sur les marchés boursiers, est sujet à controverse. Bissoondoyal-Bheenick (2004) montre que les annonces effectuées par *Moody's* et *Standard & Poor's (S&P's)* n'apportent pas d'information additionnelle au marché, sauf, éventuellement, durant la période qui sépare une révision de note par les

deux firmes. Creighton & al. (2007) valident en partie ces résultats, puisqu'ils soutiennent que ces marchés réagissent peu aux changements de note\* : il est estimé que les agences ne détiennent pas d'informations importantes qui ne soient déjà dans le domaine public, et que leur impact en terme de régulation financière est finalement limité.

Cet impact modéré peut s'expliquer par le fait que les marchés anticipent les révisions en question (surtout celles de *Moody's* et *S&P's*, relativement à *Fitch*), particulièrement lorsqu'il s'agit d'un déclassement, avec une influence notable du niveau de l'ancien *rating* (Norden & Weber, 2004).

L'argument d'une absence de divulgation d'informations nouvelles et fiables par les agences de *rating* est relativisé par Jorion & al. (2005) pour les Etats-Unis : depuis le 23 octobre 2000, la loi interdit aux compagnies publiques américaines de favoriser des professionnels de l'investissement au détriment d'autres (divulgation sélective des informations), mais il y a des exceptions, comme la possibilité de fournir des informations confidentielles/exclusives à des agences d'évaluation de crédit. Cet accès leur confère un avantage informationnel, repérable *via* l'augmentation de la sensibilité des marchés aux changements de notes immédiatement après la *fair disclosure*.

Cette sensibilité est observable à travers les *perspectives* qui complètent la note : caractérisant son évolution probable, elles sont susceptibles d'être révisées en premier. Pourtant, les marchés réagissent aux changements de perspectives autant qu'aux révisions de note, soit une volatilité accrue.

Avant les craintes et problèmes liés au tassement des prix de l'immobilier, donnant lieu à une contagion puis à un blocage des marchés, Tirole (2008) relève « plusieurs lacunes du processus de notation : faiblesse des modèles et des hypothèses relatives aux corrélations, mauvaise estimation de la solvabilité des émetteurs et des garants, départ de personnel chevronné des agences de notation, conflits d'intérêts (contacts fréquents entre banques d'investissement — dont l'implication dans le financement structuré est devenue substantielle — et agences de notation, regroupement de services par les agences de notation), etc. [...] Les acheteurs en bout de chaîne [...] se sont fiés aux agences de notation, mais sans obtenir de valorisation exacte » (p.66).

Une telle sensibilité, qui suggère que les agences de notation impulsent d'importants mouvements de capitaux, n'est désirable que dans la mesure où elle est stabilisatrice. Meunier & Sollogoub (*op. cit.*) s'appuient sur des exemples pour pointer les effets contre-productifs – au sens de la stabilité financière – de ces flux\*\*.

Entre 1997 et 2001, la surchauffe en Pologne, provenant d'un rythme effréné d'investissement privé, avec une dette extérieure du pays en augmentation, fragilise le zloty ; mais il s'agit de la dette privée, or celle-ci n'influence pas la note de l'emprunteur souverain. De même, la Chine a gardé une bonne note malgré les inquiétudes qui grandissaient sur ses banques dès 2000.

Le système bancaire argentin, considéré comme particulièrement solide, a permis au pays de conserver une bonne note malgré les fragilités de l'emprunteur souverain. Le dénouement du cas argentin est maintenant célèbre.

Un pays dont la dette publique en devises à long terme est faible l'honore facilement : la République tchèque a vécu une crise de change, une crise politique et trois ans de récession (1998 à 2001) sans variation de sa note.

En Asie, le décrochage du baht a surpris l'ensemble de la Communauté financière et les répercussions sur les autres pays de la zone ont été négligées tout au long de l'été 1997, forçant les agences à dégrader d'un coup les pays touchés : la Corée du Sud a été dégradée de sept rangs en une fois (décembre 1997). Quelques mois plus tard, les marchés (et de nombreux économistes) étaient sceptiques à propos de la dette russe, mais il a fallu attendre la crise pour que sa note soit baissée. Contrairement à l'épisode asiatique, les agents auraient réagi trop tôt en dégradant le Brésil (1999), précipitant la chute des cours obligataires et amplifiant les difficultés du pays.

Entre défaut de pouvoir prédictif et accroissement de la volatilité (Artus & al., 2008), d'après la définition donnée, la *crédibilité* des agences de notation serait mince si la stabilité financière était affichée dans leurs objectifs. Alors que la technique des *ratings*, favorisée par la discipline de marché et une incitation en terme de *réputation*, semble adéquate, c'est le rôle précis et la finalité des agences qui apparaissent comme ambigus.

Au-delà de la légitimité de la réglementation prudentielle internationale et de ses éventuels perfectionnements, germe l'idée d'un ensemble de critères publics, compatibles avec la solvabilité, fonction de la rentabilité des activités, et la stabilité financière. Il s'agirait, explicitement, d'influencer la capacité de remboursement des entités demandeuses, pour nous les banques, et de l'évaluer.

\* Dans l'étude de Creighton & al. (*op. cit.*), ciblée sur les marchés cambiaire et obligataire australiens, les révisions de note ont d'autant plus d'impact qu'elles concernent les petites entreprises, le passage du niveau *investissement* à *spéculatif*, et qu'elles n'ont pas été annoncées préalablement. Si elle est faible en dehors de ces cas précis, la réaction des marchés est néanmoins conforme aux attentes, à la hausse comme à la baisse.

\*\* On met en perspective l'impact potentiellement déstabilisateur des agences de *rating* en s'appuyant sur des exemples relatifs au risque pays, mais il est possible d'illustrer cet impact sur les établissements individuels. Le 10 septembre 2008, Moody's qualifie d'*incertaine* la note de Lehman Brothers, quatrième banque d'investissement de Wall Street, en proie à une crise de confiance (contrairement à Bear Stearns, sauvée quelques mois plus tôt par JP Morgan, à qui la Réserve fédérale – la *Fed* – a prêté 29 milliards de dollars, Lehman Brothers dispose de liquidités puisqu'elle bénéficie d'une fenêtre de financement ouverte depuis trois mois pour les banques d'investissement, et prolongée jusque fin 2008). Le cours du titre étant déjà baissier, cette annonce précipite une chute boursière de 42% en une journée (jeudi 11). La banque d'affaires américaine est placée sous la protection de la loi sur les faillites le 15 septembre.

S'il appartient *in fine* aux dirigeants de rassurer les investisseurs quant à la valeur du titre, reste que ce processus de précarisation légitime, voire cautionne, les comportements excessivement court-termistes et spéculatifs (porteurs de risques d'instabilité) de la part des banques, dès lors que la conjoncture le leur permet : ici, la perte d'une *réputation* acquise de longue date est liée, entre autres facteurs structurels, à un manque de *crédibilité* des dirigeants, quant à leur capacité à assainir rapidement et avec certitude le bilan de la banque (réduire la part de produits titrisés du secteur immobilier), soit l'importance de renouer avec un horizon du terme plus long dans les évaluations.

Des biais perturbent systématiquement la représentativité d'un *rating* : par exemple, un émetteur ne demande une notation que s'il estime avoir la note suffisante ; de même, il est plus facile d'évaluer une mauvaise nouvelle, c'est-à-dire plus facile de dégrader un émetteur que de l'*upgrader* (asymétrie également imputable aux notations élevées à l'émission ; Lubochinsky, 2002). Mais de tels effets peuvent aussi s'expliquer par une inadéquation entre les techniques retenues et la fonction de stabilisation financière.

Les agences observent une progressivité de leurs systèmes de « cotation » censée rompre avec la brutalité des basculements massifs d'anticipations. Pourtant, certains fonds ont des règles de gestion incluant des niveaux de *rating* minimum : les valeurs d'option sont matérialisées par des contrats rigides. Alors, toute dégradation peut se traduire par un mouvement de vente qui dépasse la seule analyse du couple *rendement/risque*.

La réponse à la question de la motivation des changements de notes est moins explicite. Il semble que ce soit souvent l'événement qui provoque la notation, qu'il vienne de l'émetteur (préparation d'une nouvelle émission) ou de l'environnement. En moyenne (si l'on occulte donc une grande disparité), un pays est réévalué une fois par an, fréquence basée sur des critères subjectifs. Face à la proposition de mettre en place un calendrier prévisionnel de révision des notes, les agences mettent en avant leur droit à la subjectivité, justifié par leur institutionnalisation : si elles définissent *ex ante* quelle variable influence la note, les pays fragilisés concentreront leurs efforts sur cette variable, au détriment d'autres (Meunier & Sollogoub, *op. cit.*).

Ce dilemme, habituellement rencontré dans la fourniture d'un bien public, conforte le sentiment d'une insuffisance, en terme de contenu informationnel des *ratings*, voire d'une incohérence, entre le mode de communication et la coordination des opérateurs privés. Trois types de dysfonctionnements peuvent l'expliquer.

En premier lieu, les agences privées spécialisées présentent un risque de conflit d'intérêts, en liaison avec l'activité de prestataires de services qu'elles exercent par ailleurs, notamment auprès des banques, puisqu'elles ont des objectifs de profit et rendent des comptes à des actionnaires susceptibles d'être positionnés sur les firmes évaluées. L'indépendance des agences peut donc être questionnée : comme elles sont rémunérées par l'émetteur, leur objectivité est mise en question. De nouveau, une éventuelle volonté de surévaluer une contrepartie est exclue en raison de l'incitation à maintenir leur réputation.

Ensuite, on fait état d'une incompatibilité entre le rôle de conseil dans la structuration des crédits et la fonction de notation, dénoncée par Aglietta (2007, *op. cit.*), qui montre comment un comportement spéculatif<sup>24</sup> peut être à la base de *corrélations dans les gisements issus du processus de titrisation*, puis comment la couverture contre les risques mène à une surexposition difficilement quantifiable, sauf à dire qu'elle peut suffire à *gripper* durablement les marchés financiers : la titrisation correspond à un transfert de risque, mais dépend de la certification de la qualité des activités antérieures, par les agences de notation (et les rehausseurs de crédits). Corrélativement, les *prêteurs* sont peu incités à surveiller efficacement la réputation des emprunteurs : ils réalisent des économies sur ces coûts car, dès lors qu'ils sont *aussi* émetteurs, ils pourront rapidement se débarrasser des risques afférents à ces prêts, libérant à nouveau du capital afin d'octroyer de nouveaux prêts... à des emprunteurs dont la qualité se détériore, ainsi que le met en évidence Duffie (2008), préoccupé par le risque d'instabilité financière inhérent.

Enfin, l'exclusivité des *ratings* est laissée à un *quasi* duopole privé ; deux agences américaines monopolisent l'offre de *ratings* sur les émetteurs de dette : *Moody's* et *S&P's*. *Fitch IBCA*, agence européenne plus récente, n'est pas une norme au même titre que les deux premières, ce qui suscite des questionnements, non pas relatifs à leur volonté d'exercer un impact stabilisateur, mais quant à la

---

<sup>24</sup> Dans la crise de l'été 2007, cette spéculation prend la forme d'anticipations sur l'évolution future des prix d'actifs (immobiliers).

possibilité de le faire eu égard au statut qui leur est réservé. Ce dernier particularisme, en terme de structure de marché, renforce notre conviction d'une délimitation ambiguë du rôle des agences privées de notation.

Globalement, les agences estiment le risque mais ne prévoient pas sa réalisation ; or « la plupart des opérateurs sur les marchés internationaux les utilisent pour orienter leurs transactions, influençant directement la situation des pays et indirectement le *rating* des agences : un cercle vicieux est instauré » (Guessoum, 2006). En créant une norme, elles sont devenues expression d'un consensus en même temps que donneur d'ordre. Même si la circulation de l'information est essentielle, les agences de *rating* cristallisent l'incomplétude de l'Architecture financière internationale, liée à la confiance excessive qui a été accordée aux mécanismes de *bail-in* et de la *main invisible*.

Parallèlement à ces agences internationales, d'autres organismes de notation permettent aux investisseurs de multiplier les sources d'information, comme les cabinets spécialisés, plus ou moins importants, aux outils plus ou moins sophistiqués, mais mieux ancrés dans la réalité de l'activité : d'où la production croissante de *ratings* en interne, par les bailleurs privés (et publics) s'entourant d'équipes spécialisées.

Le Comité de Bâle propose aux banques cette solution alternative à l'approche standardisée, devenue réglementaire, voire obligatoire. Avec l'IRBA<sup>25</sup>, elles se basent sur leur propre évaluation de perte attendue, ce qui implique de calculer la probabilité de défaut de la contrepartie, et la perte en cas de réalisation de ce défaut.

---

<sup>25</sup> *Internal Ratings-Based Approach*. Mise en avant dans le cadre du pilier I du nouvel Accord de Bâle (relatif aux exigences minimales de fonds propres, notamment l'appréciation évolutive des risques de crédit), elle incite les banques à « développer des systèmes informatiques capables de ventiler les actifs par catégories de risques et d'établir des statistiques fiables concernant les probabilités de défaillance et de perte » (Jaudoin, 2001, p.117).

Ces notations internes sont encore plus procycliques que les notations standardisées (Karacadag & Taylor, 2000 ; Danielsson & *al.*, 2001), et s'avèrent d'une mise en œuvre difficile (Boyer & *al.*, *op. cit.*). De nouveau, les modèles sont procycliques, car leur horizon est trop court pour intégrer la phase de retournement du cycle, alors même que la perception du risque (*i.e.* celui d'un rendement trop bas, Zhu, 2001a-b) varie en fonction de l'état du cycle. Thoraval (2006) relève que « plusieurs études empiriques tendent à montrer que la dynamique des exigences en fonds propres calculées à partir de l'approche fondée sur les notations internes suit assez fidèlement celle des cycles économiques » (p.129), et lie cette corrélation à deux facteurs de nature microéconomique : le profil de risque de chaque établissement bancaire évolue à une vitesse et avec une ampleur qui lui sont propres ; la nature même des modèles influence la procyclicité (ce que confirment Allen & Saunders, *op. cit.*), puisque les banques bénéficient d'une grande latitude dans leurs spécifications, pouvant renforcer ou atténuer la procyclicité du ratio.

### (iii) *Les améliorations envisagées*

Pour éviter le renforcement de la procyclicité naturelle du crédit par la réglementation prudentielle, Goodhart (2004) propose d'indexer les ratios prudentiels (fonds propres *et* liquidité) sur les marges bancaires.

Plus généralement, un provisionnement dynamique, comme en Espagne ou au Portugal, peut constituer une amélioration de la régulation bancaire (Levieuge, *op. cit.*). Bien qu'un tel mécanisme soit conforme au nouvel Accord de Bâle (*Bâle II*, adopté le 26 juin 2004), selon lesquels les pertes inattendues ont vocation à être couvertes par les fonds propres et celles attendues par des provisions, il est interdit par les nouvelles normes comptables internationales<sup>26</sup> (sauf dans les pays où le

---

<sup>26</sup> *International Financing Reporting Standards* (IFRS), pour harmoniser la présentation des comptes des entreprises cotées ou faisant appel à des investisseurs.

législateur conserve des pouvoirs forts, par rapport au régulateur, comme en Espagne, ou aux Etats-Unis ; Pastré, 2006).

Au-delà de ces effets cycliques, le fond du problème est intact. Rochet (2008, *op. cit.*) en décrit l'essence : « [la réglementation sur la liquidité] constitue un complément des fonctions de [PDR] en limitant la nécessité pour une Banque centrale d'accorder une facilité d'urgence sous forme de liquidités, lorsqu'une banque rencontre des difficultés [...] les banques peuvent-elles s'auto-réglementer, comme les membres d'une chambre de compensation ? [...] une formule purement privée risque d'être assez complexe à mettre en oeuvre. Elle consisterait à exiger des banques qu'elles constituent des *pools* de liquidité et qu'elles signent des engagements portant sur des lignes de crédit multilatérales, où seraient clairement précisées les conditions auxquelles une banque manquant de liquidités pourrait recourir à sa ligne de crédit. Par contre, une facilité d'urgence accordée par la Banque centrale est probablement plus simple à mettre en place, mais elle risque d'encourager des comportements laxistes, sous l'effet de pressions politiques. En tout état de cause, et du fait que des chocs importants sont possibles, une certaine forme d'intervention des pouvoirs publics est nécessaire » (p.52).

L'*imperfection* de cette régulation, par *ex.* son incidence procyclique, augmente la propension des opérateurs à s'exposer au risque durant les phases de croissance, mais cet effet est (au moins) compensé par une meilleure évaluation des risques, et surtout une meilleure circulation de l'information afférente sur les marchés (d'où une amélioration de la résilience bancaire ; Demirgüç-Kunt & *al.*, 2006). Ainsi, les calculs effectués par le Comité de Bâle lui-même reconnaissent que les fluctuations du ratio réglementaire (Mc Donough) devraient représenter 35 à 40% de celles de la croissance économique (Thoraval, *op. cit.*).

La question du statut de l'information pointe une ambiguïté de l'actuelle réglementation internationale : la question du rôle exact, de la structure de marché, du statut et de l'impact des agences privées de notation. D'ores et déjà, la

centralisation puis la diffusion d'informations se présentent comme la clé de voûte d'un dispositif complet et cohérent de protection financière, susceptible de permettre une optimisation des interventions (minimiser le risque d'aléa moral) tout en réduisant la fréquence et l'ampleur des crises, dès lors que l'information, cruciale dans une politique de renflouement, est *aussi* meilleure quand les marchés sont liquides. Cette liquidité est questionnée ci-après.

En revanche, l'*insuffisance* de la régulation semble plus problématique. D'une part, « à une échelle macrofinancière où l'économie n'est pas composée d'une juxtaposition de risques individuels mais d'une combinaison et d'un enchevêtrement d'externalités et d'interdépendances stratégiques » (Cartapanis, 2004b, *op. cit.*, p.282), la montée des risques qui mènent au déclenchement d'une crise n'opère pas forcément en réponse à un mécanisme d'aléa moral (Ortiz, 2002)<sup>27</sup>, puisqu'elle revêt une composante endogène : la discipline de marché n'est pas systématiquement *opérante*.

D'autre part, le caractère potentiellement systémique d'une crise peut motiver une intervention en dernier ressort (Ocampo, 2005), susceptible d'être anticipée par les opérateurs de marché : l'aléa moral opère alors indépendamment de la question du statut du PIDR ; et la discipline de marché n'est pas systématiquement *crédible*.

Si la discipline de marché était systématiquement opérante et crédible, les marchés seraient sûrement parfaits. Les normes et la réglementation prudentielles, *i.e.* les Accords de Bâle, réduisent les risques d'échec de marché, sans apporter de réponse définitive à leur apparition : bien qu'indispensable, cette forme de régulation n'est pas en mesure de prévenir efficacement le risque de crise bancaire à dimension systémique ; d'où l'observation du volet *gestion* de l'Architecture financière internationale.

---

<sup>27</sup> Voir le compte-rendu de la conférence « Emerging Market Crises - What Have We Learned ? » (7 juillet 2002, Fondation Per Jacobsson ; BRI, Bâle), dans FMI (2002).

## 22. La gestion des crises de liquidité : perspectives

Face aux chocs de liquidité, la solution d'une suspension des paiements peut être envisagée (Goldstein & Pauzner [2005], en économie fermée ; Martin & Penalver [2003], ou Gai & Shin [2004], en économie ouverte), mais elle n'exclut pas la nécessité de renflouements.

Aujourd'hui, le niveau des réserves des Banques centrales, parfois investies *via* des fonds souverains, suffit *a priori* à se protéger en cas de crise (bien qu'il subsiste le risque qu'elles tombent en-deçà d'un niveau critique ; Ocampo, *op. cit.*). Puisqu'elles donnent la priorité à la répression du risque d'aléa moral, les Banques centrales préfèrent que les pays en difficulté composent avec l'aide occasionnelle et imparfaite de la finance internationale (Flandreau, 2003).

Mais il n'est pas seulement question de liquidités disponibles, d'où l'éventualité d'une fourniture de liquidité par une agence externe (Proto, 2003).

### *(i) L'action des Banquiers centraux*

Outre l'incohérence temporelle de leur action (Gale & Vives, 2002 ; Illing, *op. cit.*), manifestée par un arbitrage entre stabilité à court terme et à long terme, les Banques centrales peuvent avoir des difficultés à concilier stabilité monétaire et financière.

Des améliorations, notamment dans la politique menée par la Banque centrale des Etats-Unis (la *Fed*), sont susceptibles de permettre la réalisation de tels objectifs (Aglietta & Scialom, 2008). Néanmoins, elle focalise son attention sur la croissance et la stabilité monétaire, sans considérer les prix d'actifs financiers, alors que ses mesures impactent surtout les marchés de change (Brender

& Pisani, *op. cit.*), posant la question de la conformité entre les objectifs et les moyens – la crédibilité (Stella, 2002) –. De même, lorsque la BCE hausse son principal taux pour contenir l'inflation de la zone euro, des arbitrages ont lieu qui soutiennent le prix du baril, renforçant *in fine* l'inflation importée<sup>28</sup>.

Préfigurant les mécanismes qui ont mené, quelques mois plus tard, à l'éclatement de la crise des *subprimes*, Artus (2006) montre, *via* un effet collatéral (*i.e.* hypothèques *rechargeables*) renforcé par la titrisation de leurs prêts par les banques, comment la mondialisation révisé les mécanismes inflationnistes, soit la possibilité de conjuguer inflation stable, hausse des crédits et variations fortes de prix d'actifs, en particulier immobiliers, sans que les Banques centrales ne s'en préoccupent.

Les pays émergents, enfin, sont confrontés à des choix encore plus décisifs, en particulier, le contrôle du taux de change *ou* du taux d'intérêt, un ancrage nominal sur le taux de change *ou* une cible inflationniste (Saxena, *op. cit.*).

La question de la conciliation des objectifs de stabilité monétaire et financière passe par celle de l'intégration de la dynamique des prix d'actifs dans la fonction objectif des Banques centrales (Artus, 2000 ; Filardo, 2004 ; Hayford & Malliaris, 2008 ; Schinasi, 2004).

Tout en signalant que nombre de *grandes catastrophes économiques de l'Histoire* ont été déclenchées par une bulle, Issing (2006) s'oppose au ciblage des prix d'actifs car, d'une part, l'éclatement d'une bulle impliquerait une hausse du taux d'intérêt perturbant excessivement le cadre macroéconomique, d'autre part,

---

<sup>28</sup> *Le Monde*, 5 juillet 2008, version électronique : alors que la BCE relève son principal taux directeur à 4,25%, et que les marchés d'actions reculent, les investisseurs renforcent leurs positions sur les matières premières, dont le pétrole, coté en dollars. Ce type d'externalité n'est pas incompatible avec une efficacité globale de la stratégie de lutte contre l'inflation développée par la BCE (ce que montrent Bordes & Clerc, 2007), à replacer dans le contexte plus large du rôle (et de la valeur) de l'euro au plan international (de Boissieu, 2005).

on peut difficilement assurer qu'un prix d'actif est inadapté : il n'y a pas de fondamental utilisable pour repérer une bulle, dont la formation progressive est difficilement identifiable, sauf lorsqu'il est trop tard (par rapport à des mesures qui minimiseraient leur coût en terme d'impact sur la croissance, comme pour l'inflation). En outre, le ciblage des prix d'actifs représenterait une assurance de leur valeur, donc une incitation à spéculer (Friedman B., 2006).

La proposition d'un interventionnisme des Banquiers centraux est alors réfutée par Trichet (2005), surtout en tant qu'objectif intermédiaire du traditionnel ciblage inflationniste, puisque les fondamentaux déterminent les prix d'actifs plus que la conduite de la politique monétaire : les hausses de taux pourraient avoir des effets déflationnistes/récessionnistes, sans affecter l'évolution des prix d'actifs ; l'instrument monétaire n'est pas à même de réguler ces prix (et le cas échéant, une spirale baissière sur ces prix pourrait déclencher une crise de solvabilité ; Aubin & *al.*, 2006).

L'idée se heurte aussi à des difficultés pratiques puisque « même une banque centrale puissante voire une coalition de banques centrales n'auraient une force de frappe suffisante pour stopper voire inverser un mouvement haussier ou baissier » ; mais « Patrick Artus suggère que les banques centrales accroissent, en cas de bulle immobilière, les taux de réserve obligatoires sur les seuls crédits hypothécaires, pour ne pas gêner le reste de l'industrie et des services » (Jacquillat, 2003<sup>29</sup>, 58-9).

En contresens, donc, des tenants du non interventionnisme, certains raisonnements défendent que l'absence totale de lutte contre les hausses de prix d'actifs par les Banques centrales n'est plus justifiable, quelles que soient les cibles inflationnistes explicites, *a fortiori* lorsque ces fluctuations, en particulier autour

---

<sup>29</sup> Réaction parue dans *Les Cahiers* du Cercle des économistes : « Déflation : quel danger ? Quelles protections ? », n°1, mars.

des valeurs immobilières, conditionnent l'activité économique et les taux d'intérêt à long terme (*i.e.* Mayes & Virén, 2008).

Somme toute, il n'existe pas de solution tranchée par rapport aux bulles (Gruen & *al.*, 2005 ; Hayford & Malliaris, *op. cit.* ; Ito, 2006), si tant est qu'il y en ait quant aux effets de la politique monétaire (*cf.* encadré D). Il est, en revanche, plus assuré que la conduite de la politique monétaire impacte ces prix (sans forcément maîtriser cet impact), qu'ils sont, en retour, une *contrainte majeure* dans la conduite de cette politique (Aubin & *al.*, 2006, *op. cit.*), et que la multiplication des bulles relativise l'argument d'une meilleure estimation des prix légitimes par le marché, comparativement à d'éventuels intervenants extérieurs (Artus & *al.*, 2008).

#### ***Encadré D Inflation vs déflation mondiales : ce que les Banques centrales peuvent et ne peuvent pas faire***

Des progrès ont été accomplis dans la conduite des politiques monétaires. Outre l'amélioration de leur communication, Arnone & *al.* (2007) montrent empiriquement que l'indépendance opérationnelle croissante des Banques centrales permet une réduction de l'inflation mondiale, et une amélioration globale de la stabilité des systèmes financiers, surtout dans les pays avancés, résultat affiné et confirmé par Lonnberg & Stella (2008). Les Banques centrales des pays émergents sont plus autonomes en 2003 qu'elles ne l'étaient en 1980. En terme d'efficacité de la (transmission de la) politique monétaire, Singh & *al.* (2008) prévoient également une harmonisation, *i.e.* entre pays asiatiques et pays *anciennement financiarisés*, via la poursuite du développement du secteur financier.

Ces améliorations sont essentielles : dans la mesure où les devises nationales ne sont pas des substituts parfaits, Buitier (2006) soutient que la mondialisation concerne les capitaux, les taux d'intérêt ou les primes de risque, mais que l'inflation reste soumise aux Banques centrales puisque celles-ci peuvent décourager une hausse des prix, suivant les préconisations monétaristes mais aussi keynésiennes : les implications réelles de la politique monétaire ont lieu à court terme, les implications nominales à long terme, conformément au point de vue de Blinder (2006), voire de Gadea & Mayoral (2006), pour qui l'on observe surtout une forte persistance de l'inflation (dans les pays OCDE).

Cependant, les objectifs des Banques centrales dépendent de déterminants qui leur échappent de plus en plus. Ciccarelli & Mojon (2005) avancent que l'inflation est *de toute façon* mondiale et que les effets de la politique monétaire sont finalement *quasi* nuls en matière de hausse des prix, soit une remise en question fondamentale des objectifs de

Banques centrales (majoritairement axées depuis 1973 sur la croissance non inflationniste, voire sur la seule inflation).

Dhonte (2007)\* met en avant une mécanique d'inflation mondiale, *via* la titrisation, rejoint par Tirole (2008), qui pose la question du montant des liquidités créées par le double processus d'emprunt hypothécaire (*mortgage backed securities*) et de titrisation, plus généralement par l'innovation financière (Duffie, *op. cit.*).

S'appuyant sur l'élasticité croissante de l'offre de biens dans un contexte de montée en puissance de grands exportateurs (Chine, Inde), Artus (2006, *op. cit.*) remet en cause la vision monétariste qui lie *hausse de la masse monétaire* et *inflation* en économie ouverte. Parmi les nouveaux défis que doivent relever les Banques centrales (à l'instar de la *Fed* ; Aglietta, 2006), il met en avant la fragilité croissante de leurs prévisions (en matière d'emploi, de crédit), la nécessité de coordonner politiques monétaires et structurelles (et non plus monétaires et budgétaires), le risque de déflation lié à la consommation importée, et le risque d'inflation, dans la mesure où elle est désormais mondiale et les capacités productives des pays émergents sont encore sous-utilisées. Sans véritable contrôle local, il préconise de penser à la politique monétaire *et* à la coopération institutionnelle à l'échelle mondiale.

White (2008) conforte l'idée d'une baisse du prix des biens grâce à la concurrence accrue permise par la globalisation, qui améliore les performances des Banques centrales (taux d'intérêt bas et croissance soutenue), mais de manière circonstancielle, et non, comme on pourrait le croire, structurelle. Par ailleurs, la déflation est envisageable si le ralentissement de la croissance mondiale réduit les importations pétrolières (déjà pénalisées par le prix du baril), donc les excédents extérieurs des pays pétroliers.

La confrontation de ces deux évolutions, gain d'efficacité mais perte d'emprise, indique si la stabilité financière internationale se présente comme une prérogative conciliable à l'action des Banques centrales (excepté *via* la supervision des marchés et des intermédiaires financiers, et la réglementation afférente ; Giorgio & Rotondi, 2008). Mais l'efficacité des Banques centrales n'inclut pas, ici, leur impact (involontaire, mais croissant) sur certaines variables (*i.e.* les taux de change ; Brender & Pisani, *op. cit.* ; Payne & Vitale, 2003). Alors, non seulement un PIDR s'appuierait sur une observation plus complète des déséquilibres macroéconomiques, mais la fourniture de liquidités aux banques permettrait aussi aux Banquiers centraux de gagner des degrés de liberté dans leur objectif de stabilité des prix (Corrado, 2005).

\* Dhonte P. (2007) : *Mondialisation et déséquilibres globaux*, séminaires du C.E.F.I., Aix-en-Provence, 15 juin.

L'influence des Banques centrales sur les prix d'actifs n'est pas toujours involontaire. Dans les pays émergents, comme les grands exportateurs de matières premières, elles se positionnent sur le créneau exportateur et accumulent des réserves. En régime flexible, elles vendent leur monnaie contre des devises, ce qui

stabilise leur taux de change (à un niveau bas), mais alimente une surliquidité mondiale (d'autant plus forte que les Etats-Unis sont demandeurs des excédents dégagés, c'est-à-dire émetteurs de titres de dettes, surtout privées, dès lors que les Etats ont, ces dernières années, souhaité réduire leur endettement).

Artus (2008, *op. cit.*) lie aussi cette surliquidité aux relances monétaires successives et aux politiques monétaires trop expansionnistes, spécialement de la part de la BCE et de la *Fed*. A nouveau, les effets de ces politiques ne se mesurent plus en terme d'inflation du prix des biens, mais de certains actifs, *i.e.* boursiers si l'excédent de liquidités est reporté sur des actions<sup>30</sup>. Selon lui, « l'économie mondiale n'est pas prête de sortir de la succession de crises et de relances monétaires qui aboutit à une politique monétaire mondiale trop expansionniste » (p.59). D'où la nécessité de politiques macroprudentielles renforcées, susceptibles de limiter cette évolution (jusqu'alors) incontrôlée du prix des actifs (Borio & Shim, 2007).

Par des mécanismes différents, les Banques centrales de pays riches et de pays émergents tendent à alimenter les déséquilibres mondiaux. Car leur stratégie est d'autant moins coordonnée que leurs frontières, *a priori*, ne se chevauchent pas.

Aglietta (1998, *op. cit.*) caractérise néanmoins le prêt en dernier ressort comme une prérogative de Banque centrale, dont la nécessaire flexibilité interdit toute institutionnalisation à l'échelle internationale, répondant à la question de l'unicité ou de la multiplicité des instances qui en sont chargées (Kindleberger, *op. cit.*).

---

<sup>30</sup> Selon Aubin & al. (2006, *op. cit.*), la conjonction d'une faible hausse des prix des biens et services, voire des PIB, aux niveaux national et international, et d'une forte inflation des prix des actifs, s'explique par la hausse de la demande de monnaie transactionnelle sur les marchés d'actifs (réels et financiers), conjuguée aux effets de levier liés au financement par endettement. Le régime de croissance monétaire ne peut donc être qualifié de surliquide.

A la solution d'un PIDR unique, Aglietta & de Boissieu (*op. cit.*, p.117) préfèrent un « réseau de veille des situations de marché, de lignes de crédit impliquant les banques internationales et de coopérations dans la surveillance des institutions financières liant les Banques centrales du monde », au sein duquel la BRI pourrait jouer un rôle majeur, en surveillant les risques auxquels s'exposent les principaux intermédiaires financiers, concentrés sur les marchés mondiaux, grâce au club des superviseurs de banques et de Banques centrales qu'elle abrite (Aglietta, 1998, *op. cit.*). Comme les Banques centrales, la BRI est sensible aux excès de création monétaire ; l'article III de ses statuts lui impose de favoriser la coopération entre les Banques centrales (et d'apporter les financements nécessaires au bon fonctionnement des opérations financières internationales). En outre, le prêt en dernier ressort n'implique pas seulement la possibilité d'émettre de larges montants de créances sans risque, pour reprendre le positionnement de Fischer, *mais aussi une élasticité infinie de l'offre de monnaie, alors que le FMI n'est pas une Banque centrale et ne peut emprunter sur les marchés de capitaux.*

Au-delà de l'éventualité d'une indisposition des Banques centrales à intervenir sur le marché des changes sans visibilité ni conditionnalité (Maarek, *op. cit.*), dans le cadre d'un réseau de Banques centrales intervenant comme PIDR, il se trouve que les objectifs de stabilité monétaire et financière sont alternés, et non conciliés. Comme au niveau domestique, les Banques centrales délaissent leur fonction de stabilisation monétaire au profit d'injections temporaires de liquidités (souvent en conformité avec leurs statuts, à l'instar de la *Fed* après le krack de 1987, le défaut russe de 1998 ou l'attaque du 11 septembre 2001 ; Neely, 2003 ; Lacoue-Labarthe, 2006).

Deux traits forts du Système monétaire international relativisent ce raisonnement, inséparable de l'idée selon laquelle « L'économie est un *ordre*, une *culture*, la culture dominante des sociétés modernes. [...] Cet ordre est [...] une *organisation* et une *vision globale*, l'organisation des pays industrialisés qui imposent progressivement leur vision au reste du monde » (Guillaume, 2002, p.32).

D'une part, cette solution induit un prolongement du *consensus de Washington*, qui érige en norme les conditionnalités du FMI, particulièrement les ajustements structurels et les programmes consistant à développer les exports tout en compressant les dépenses publiques, afin de pouvoir mettre l'accent sur la stabilisation monétaire et la libéralisation (Meunier & Sollogoub, *op. cit.*). Il s'agit souvent d'accumuler des réserves de change *via* un taux de change sous-évalué, tout en développant les autres déterminants de la compétitivité à l'export, comme des taux d'intérêt faibles (Artus, 2008, *op. cit.*).

Comme le relève Issing (*op. cit.*), si l'on manifeste un grand intérêt pour la politique monétaire, c'est *aussi* que les politiques budgétaires ne jouent plus leur rôle de stabilisateur automatique, la plupart des gouvernements ayant été incapables de mener les politiques budgétaires contracycliques nécessaires pour lisser la croissance, exemple de conséquence indirecte du *statu quo*.

D'autre part, le pouvoir reste concentré dans les mains des grandes Banques centrales, autour des devises fortes, déplaçant (sans le résoudre) le problème de la représentativité de *tous les pays* au sein du FMI, sous contrôle politique des *grands pays*, et renforçant l'ambiguïté autour des modalités de leur action en fonction des *circonstances*, plus précisément en fonction des pays touchés. *In fine*, une seule Banque centrale peut jouer le rôle d'un véritable PIDR : la *Fed*, appuyée sur le dollar, monnaie de réserve dont elle détermine la valeur (Corrado, 2005, *op. cit.*), point de vue confirmé par les événements récents (Aglietta & Scialom, *op. cit.*).

C'est ce que relève Pisani-Ferry (1999, p.148), en stipulant que le FMI s'impose *au moins* des règles et que son intervention a un caractère contractuel : le problème du partage du fardeau face aux comportements de *free riding* et les divergences d'interprétation prévisibles entre les Banques centrales limitent leur probabilité de coordination spontanée, sauf dans le cas de grands pays à dimension systémique, soit un biais contraire au principe recherché d'égalité de traitement,

idée développée par Miotti & Plihon (2001), à rapprocher des accords de *swaps* passés entre les Banques centrales européenne, suisse, anglaise, japonaise, canadienne, et américaine (jusqu'en janvier 2009). Les Banques centrales s'occupent de la stabilité financière *dans leur clocher* : malgré leur indépendance, opérationnelle, mais, en amont, financière (*vs* recapitalisations budgétaires), elles ont des contraintes (Lonnberg & Stella, *op. cit.*), et surtout n'ont pas l'objectivité (Feltenstein & Lagunoff, 2005) qu'aurait un véritable PIDR.

Bien qu'elle ait été effective, selon la BRI (2008b), la coopération des Banques centrales, notamment l'augmentation de la fréquence des réunions *entre* les Banques centrales (et non en leur sein), autour des thèmes du risque de crédit et du risque systémique, préconisée par Buitier (*op. cit.*), ne se présente pas comme un substitut au PIDR : elle est conditionnée par son institutionnalisation.

L'autorité dont bénéficierait un PIDR unique ouvrirait la voie à une éventuelle redéfinition des critères d'attribution des facilités de prêt, ainsi qu'à une meilleure lisibilité et impartialité. Si cela implique un abandon de souveraineté monétaire, auquel ils ne sont pas forcément prêts, les Banquiers centraux restent sensibles à l'éventualité de crises qu'ils n'auraient pas les moyens d'endiguer, voire au maintien d'un degré de liquidité internationale. Mais une telle autorité implique aussi des abandons de souveraineté politique (*cf.* encadré E).

Son action doit s'appuyer sur un pouvoir de création monétaire pour maintenir ce degré de liquidité internationale. Si les remboursements sont effectués en monnaie nationale, il peut subir une perte liée au change ; s'ils ont lieu en devises, c'est le récipiendaire qui peut subir cette perte. Le choix du type de liquidité dont disposerait le PIDR est crucial ; la question de l'établissement d'une monnaie internationale, voire d'un panier de monnaies, type DTS (*Droits de Tirage Spéciaux*), reste ouverte, et, avec elle, la question du rôle du FMI : même s'il ne peut pas emprunter sur les marchés privés, contrairement à la Banque mondiale, le FMI dispose d'un attribut de souveraineté monétaire à l'échelle

internationale : il peut créer *ex-nihilo* (sans couverture par un actif) de la monnaie, *i.e.* en cas de crise financière mondiale.

Peut-il remplir ce rôle de Banque centrale des Banques centrales, crédible, dépositaire de l'intérêt collectif, dénuée de toute considération de profit ?

### *Encadré E Coopération et/ou supranationalité : enseignements historiques*

Cooper & al. (2006) préconisent, dans un *futur proche* (à horizon 2020-2030), l'établissement d'une monnaie commune entre les trois grands blocs industrialisés que forment les Etats-Unis, l'Europe, et le Japon, susceptible de réduire la volatilité des taux de change et l'incertitude financière inhérente. Un tel schéma, basé sur une hypothèse de maturation des relations trilatérales, et sur une prise en compte des externalités générées par trois devises, impliquerait une politique monétaire commune et donc des abandons de souveraineté, en faveur d'Institutions nouvelles. Il présenterait l'avantage d'offrir aux pays émergents, souvent arrimés au dollar, la perspective d'une indexation de leur propre monnaie sur une devise nouvelle, stable, vraisemblablement semblable à celle que constituerait un panier de ces trois monnaies pondéré par leur rôle dans les échanges.

Cette solution aux déséquilibres monétaires internationaux n'en demeure pas moins hypothétique, comme en témoignent l'idée du bancor de Keynes et l'échec des DTS (1967), heurtés au problème de l'acceptabilité du principe de supranationalité.

L'*International Clearing Union* proposé par Keynes transposait au niveau international la hiérarchisation des systèmes bancaires nationaux, d'où la création d'un *troisième étage*, où se serait échangée une monnaie nouvelle – le bancor – émise par une banque internationale de compensation, pour permettre aux Banques centrales (en aucun cas aux agents privés) de boucler leurs soldes extérieurs tout en abolissant le marché des changes, soit la perspective d'une limitation des déséquilibres mondiaux. L'émission de bancors aurait été gagée sur les réserves en or des Etats, et la valeur des monnaies nationales fixe, mais ajustable, en bancor. En lieu et place d'une telle Institution internationale de règlement et compensation, le *Plan White* proposait d'assurer la prépondérance du dollar (comme monnaie internationale des règlements officiels, en tant que seule devise convertible importante, et non réserve de valeur face au risque de change pour les Banques centrales), et une résorption des déséquilibres monétaires, *via* la règle du multilatéralisme, et la création d'un Fonds de stabilisation (et de ce qui deviendra la Banque mondiale) : « Il n'était pas question, pour White, qu'un organisme échappant à la souveraineté monétaire des Etats pût créer de la monnaie » (Aglietta & Moatti, *op. cit.*, 12-4). Le système de quotes-parts prévoyait une souscription des pays membres au capital du Fonds de stabilisation, appelé FMI, où le droit de veto des Américains leur assurait un pouvoir important sur les pays débiteurs, soit un instrument de politique extérieure. Finalement, le dollar est devenu l'unité de compte internationale ; il est aujourd'hui la première monnaie de réserve internationale, bien devant l'euro (de Boissieu, *op. cit.*).

A l'inverse du bancor, les DTS ne sont pas gagés et ne sont pas émis en contrepartie d'une créance sur les Etats membres. Le pouvoir de création monétaire du FMI n'est pas lié aux opérations de crédit, comme c'est le cas pour une Banque centrale. Deux modèles coexistent et se juxtaposent : d'un côté un mécanisme d'assistance mutuelle accordant des crédits – qui sont en réalité des opérations de change – dont la mission est de financer les déficits temporaires de balance des paiements, de l'autre une agence d'émission d'un actif fiduciaire international qui alloue celui-ci sans la contrepartie d'un crédit, et dont la vocation est de répondre à *un besoin mondial à long terme de compléter les instruments de réserve existants* (Aglietta & Moatti, *op. cit.*, p.151). Dès sa création, en 1967, le DTS a suscité la réticence des pays à l'accepter d'autres pays, ces derniers pouvant exiger d'être remboursés en réserves (la Banque centrale du pays membre les échange ensuite contre devises). Puis on lui a donné la valeur, en or, du dollar, aux différences notables que celle du dollar était garantie, et que le DTS était moins rémunéré (par ceux qui en détiennent moins qu'initialement, selon un système fermé, indépendant du département général du FMI) : il ne s'agissait plus d'une innovation en rupture avec le passé, mais d'un leurre stratégique de la part des Etats-Unis, inscrit en faux avec la confiance préalable à une monnaie nouvelle.

(ii) *Le rôle du FMI*

Il existe un consensus autour du fait que la crédibilité de *l'ambiguïté constructive*, condition à l'existence d'un PIDR en tant que rempart face au risque moral, dépend (Antinolfi & *al.*, 2001 ; Giannini, 1999) :

- du cadre institutionnel (incluant des conditionnalités efficaces),
- de la qualité de l'information (permettant une bonne supervision),
- des ressources disponibles.

Bordo & *al.* (2004) décèlent justement trois canaux à travers lesquels le FMI peut aider les économies de marché émergent à accéder aux marchés internationaux de capitaux.

Il s'agit, premièrement, de l'effet vertueux entraîné par la délégation de surveillance effectuée par tout pays : en fonction des programmes de référence et des conditionnalités imposées, le FMI peut contraindre les pays à adopter certaines mesures opportunes.

Ensuite, comme prêteur, il peut réduire la probabilité de défaut et résoudre les problèmes de coordination entre créanciers privés, simplement par sa capacité à fournir des ressources financières (prêts *catalyse*).

Enfin, à *la condition* qu'il dispose d'une information supérieure à celle détenue par les banques d'investissement ou les agences de *rating* de crédit, la crédibilité issue de son rôle informationnel lui permet d'envoyer des signaux à même d'assouplir la relation d'agence entre les investisseurs internationaux et les pays qu'il soutient.

Sur 29 pays émergents, selon les auteurs, les programmes du FMI se traduisent par une amélioration des comptes courants et une plus grande attractivité de capitaux, après une première dégradation, y compris pour les pays dont les fondamentaux sont, initialement, relativement mauvais. La stabilité monétaire (inflation contenue) accompagne ce processus, d'autant plus efficacement qu'il s'agit d'un programme à trois ans, et non d'un programme à court terme. L'hypothèse d'un aléa moral lié aux prêts du FMI, de la part des pays récipiendaires dont les fondamentaux sont bons, est présentée comme insoutenable.

Pourtant, la surveillance des Etats membres, ainsi que l'évolution des mécanismes de restructuration des dettes<sup>31</sup>, prônées par l'organisme, semblent insuffisants face à l'ampleur et à la nature des *nouveaux risques* que présentent les marchés internationaux. Just (2004) explique que le décalage croissant entre les politiques du FMI et l'Architecture financière internationale<sup>32</sup> exacerbe le problème des échecs de marchés (auquel il cherche des solutions alternatives. Tout

---

<sup>31</sup> Le *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM), suite à la proposition Krueger, en 2002, mais aussi des recherches plus récentes, *i.e.* l'étude spéciale n°237 du FMI, *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*, Borensztein & al. (2004), [www.imf.org/external/pubs/nft/op/237/op237.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/237/op237.pdf).

<sup>32</sup> Voir McLeod (2002) pour une critique du FMI en relation avec le cas de l'Indonésie, en particulier sur les politiques menées sous ses conseils pour faire face à l'effondrement du système bancaire, et pour un schéma alternatif de réponse aux crises, où le système des paiements serait maintenu sans transfert de richesses inéquitable.

en confirmant l'existence d'un consensus autour du besoin d'améliorer la régulation et la supervision bancaires pour prévenir les crises financières internationales, il déplore l'absence d'un cadre clair pour leur résolution).

Selon Haldane & Kruger (2001), ou Schwartz (2002), l'absence de pouvoir de création monétaire empêche le FMI de jouer efficacement le rôle de PIDR (avant même le déclenchement d'une crise) ; point de vue contesté par Fischer (*op. cit.*), qui met l'accent sur ces capacités d'emprunt (*General Agreements to Borrow* ; *New Agreements to Borrow*).

De même, pour Kremer et Pfister (2001), le FMI ne joue pas, et ne pourrait actuellement pas jouer, seul, le rôle d'un PIDR, car il ne peut pas cacher des interventions qui découlent directement de ses statuts et, sauf à s'exposer à une perte de crédibilité (donc à aggraver le risque moral), il doit fonder ses interventions sur des principes énoncés d'avance. Mais le recours à des financements exceptionnels peut permettre de dépasser ses limites et d'introduire une forme d'*ambiguïté constructive* compatible avec le principe général d'un retour aux règles. Le processus de décision devrait alors être rendu plus transparent.

Calomiris (*op. cit.*) défend ici qu'aucune condition à l'assistance du FMI ne doit être révélée publiquement, afin d'assurer la poursuite de sa mission, conformément à l'idée selon laquelle il ne fournit pas des liquidités *automatiques* en cas de crise : un *financier d'urgence*, distinct d'un PIDR (Ocampo, *op. cit.*), puisqu'il ne peut être celui-là (Aglietta & de Boissieu, *op. cit.*, p.119)<sup>33</sup>.

Destinées à des économies en proie à des crises de liquidité, à court terme, à taux élevé (supérieur à celui déterminé par le DTS) et sans limite *a priori*, les

---

<sup>33</sup> Ce qui n'exclut pas, dans ce raisonnement, l'éventualité d'interventions de la part du FMI, *i.e.* en concertation avec la BRI, lors des crises de dette souveraine, où la conditionnalité peut permettre d'influencer la qualité du pilotage macroéconomique par le pays récipiendaire, en fonction notamment des pouvoirs de négociation respectifs des deux parties (affectés par un statut de *too-big-to-fail* ; Bastidon & Gilles, 2001).

facilités *systemiques* que sont les *Contingent Credit Lines* (CCL, destinées à fournir des financements de grande échelle en cas de contagion sur les marchés, pour les pays éligibles, appliquant donc des politiques saines), et la *Supplemental Reserve Facility* (SRF, destinée depuis 1997 aux pays ayant des problèmes de compte de capital, en cas de perte de confiance des créanciers : Corée, 1997 ; Brésil et Russie, 1998) présentent des attributs d'une assistance financière de dernier ressort.

Indépendamment de la simplification des conditions d'activation et de la réduction du coût de la CCL opérées en 2000<sup>34</sup>, leur inadéquation renvoie aux statuts du FMI (article IV, en particulier), actuellement dans une *situation impossible* (Powell & Arozamena [2003], basés sur l'Argentine, où la déviance du gouvernement est *au moins* contestable).

La SRF a souffert de l'absence de critères d'accessibilité, lors de son utilisation inappropriée en Russie, alors que c'est justement la pré-qualification qui a essentiellement dissuadé les pays d'utiliser la CCL, c'est-à-dire le risque lié au signal défavorable envoyé en cas de perte du *label* (un problème de cohérence temporelle ; Kremer & Pfister, *op. cit.*).

Par conséquent, dans le prolongement d'un *Clearing Union*, Gilles (2002, 306-7) préconise un fonds d'assistance mutuelle entre Etats avec attribut de Banque centrale et fonction de PIDR. Il pourrait s'agir d'un FMI réformé, à la double condition d'institutionnaliser la direction politique et économique de la gestion des crises (et partiellement leur prévention, *via* la supervision des intermédiaires financiers), et de mettre à sa disposition les liquidités nécessaires.

---

<sup>34</sup> Depuis, « Un grand nombre d'administrateurs ont fait valoir que l'expiration de la ligne de crédit préventive à la fin de 2003 avait créé un vide dans l'arsenal d'instruments du FMI. Une nouvelle politique qui permettrait de garantir *ex ante* un soutien financier adéquat contribuerait à renforcer le rôle du FMI dans la prévention des crises » (FMI, 2005, p.34). Il reste, sans conditions, les *Stand-By Arrangements*, et, occasionnellement, en plus de la SRF, l'*Extended Fund Facility* et la *Compensatory Financing Facility*.

Centrés sur certaines économies dont les caractéristiques justifient un processus de dollarisation, Gale & Vives (*op. cit.*) proposent également un ensemble de réformes nécessaires pour que le FMI devienne un véritable PIDR.

*En attendant*, le FMI ne constitue pas une réponse satisfaisante aux risques mis en avant, ne serait-ce qu'en raison de l'inadéquation entre la vitesse d'intervention requise et celle qu'autorise le mécanisme de quotes-parts. Les mécanismes d'*enforcement* et l'efficacité de la conditionnalité vont aussi à l'encontre des fondements à la fourniture d'un service de liquidité d'urgence (Corrado, 2005, *op. cit.*).

Cependant, la crise de légitimité que traverse l'Institution fournit des enseignements quant aux conditions sous lesquelles un PIDR maximiserait les chances d'atteindre ses objectifs (*cf.* encadré F).

***Encadré F L'impopularité du FMI : défaut de représentativité  
vs neutralité politique et égalité de traitement***

Dans la crise des *subprimes*, le rôle des pays à marché émergent dans la stabilisation financière, parallèlement aux interventions massives de la *Fed* et de la BCE, aura été central, posant la question de la représentativité de ces pays dans le Système financier international, notamment au FMI. Le problème du transfert *aux copains* renvoie à la nature antidémocratique du système d'attribution des droits de vote, et non à la fonction même (*de facto*) de PIDR ; le pouvoir *de facto* des nouveaux grands pays doit être remodelé *de jure* en leur faveur (Stiglitz, FMI, 2001a). Selon Calomiris (1998), qui prend exemple sur le Mexique et l'Indonésie, les renflouements desservent les contribuables, puisque les prêts du FMI (ou du Trésor américain), le plus souvent remboursés, servent les preneurs de risque politiquement influents : les bénéficiaires des risques pris ne réalisent pas les pertes éventuelles.

La décision d'intervenir ou non en tant que PIDR auprès des PED, depuis les années 1980, et l'irrégularité des montants débloqués par le FMI, lorsqu'il a choisi d'intervenir, peuvent être compris comme la volonté d'entretenir une forme d'ambiguïté en rupture avec l'alimentation du risque moral. Copelovitch (2003) réfute cette idée, et montre que les renflouements ont lieu d'autant plus fréquemment, et s'appuient sur des montants d'autant plus élevés, que les pays du G10, et particulièrement du G5 (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France), qui contrôlent la prise de décision, entretiennent des relations bancaires (et commerciales) fortes avec les pays en crise.

L'impopularité du FMI est aussi justifiée, selon Stiglitz (2002), par le fait que « dans ses programmes d'ajustement structurel, il a souvent assorti la libéralisation du commerce de taux d'intérêt si élevés que, même dans le climat économique le plus favorable, il aurait été impossible de créer des emplois et des entreprises » (p.18), critique inscrite dans celle du *consensus de Washington* et des politiques restrictives qui en ont émané. Le dogmatisme de l'Institution est donc aussi visé : « si, comme le prétend cette doctrine, il est possible de traiter séparément les questions d'efficacité et les questions d'équité, il est possible d'appliquer un programme politique axé seulement sur l'efficacité – en alléguant que, si la société souhaite modifier la répartition des richesses par la voie politique, c'est là un problème auquel elle peut s'attaquer à tout moment » (p.13). Selon l'auteur, le FMI a poussé à la libéralisation des mouvements de capitaux, en dépit du peu de preuves qu'elle favorise la croissance, alors que beaucoup d'exemples montrent qu'elle génère de l'instabilité économique.

Qu'il soit juste ou erroné, ce raisonnement correspond à un discours politique dont les conséquences ne sont pas neutres. Typiquement, l'Amérique latine connaît des évolutions politiques indissociables de telles réactions : la *nouvelle gauche latino* réprovoque les mécanismes marchands, préfigurant une typologie des possibles *outsiders* du processus vertueux impulsé par la mondialisation. En août 2008, F. Lugo est investi à la présidence du Paraguay, en présence de Chavez, Morales, Correa, Ortega, Kirchner, et, plus modéré, Lula (qui, avec les Présidents Chirac, Lagos, et Zapatero, avait lancé une initiative pour la mise en place d'une taxe internationale [cf. le Rapport Landau]).

Le FMI souffre d'une crise de légitimité incompatible avec l'*adhésion mutuelle* requise pour un PIDR : on transpose au niveau global les analyses du politologue américain Putnam R. D., qui, dès les années 1990, met l'accent sur l'importance de la confiance mutuelle\*. Il s'agit d'une conception alors nouvelle de l'attribut individuel qu'est le *capital social*, puisque la confiance mutuelle est interpersonnelle, et caractérise un degré de coopération, de réciprocité et de confiance. De telles idées participent de l'idée selon laquelle l'équité stimule la croissance ; au niveau domestique, elle est aussi un facteur de croissance (Bousrih & Trabelsi, *op. cit.*).

Le concept synthétique d'*appropriation (ownership)* est essentiel pour la réussite des projets qui accompagnent les prêts d'urgence, puisqu'une opposition importante dans le pays récipiendaire réduit les résultats de tels *packages*, contrairement à une large adhésion. Indépendamment de la question du PIDR, l'image – la réputation – du FMI doit être améliorée.

\* Voir la note de veille n°80 du Centre d'analyse stratégique (*Confiance et croissance*, 5 novembre 2007, 8p., <http://www.strategie.gouv.fr/IMG/pdf/NoteVeille80.pdf>).

## Conclusion du chapitre 1

Malgré les avancées récentes, notamment la création du *Forum de Stabilité Financière* (Giannini, *op. cit.*)<sup>35</sup>, produisant des rapports de qualité grâce à l'appui *intellectuel et logistique* de la BRI (Coeuré & Pisani-Ferry, 2000), il est possible, voire nécessaire, d'améliorer la prévention des crises d'illiquidité bancaire. Les innovations structurelles et l'aspect évolutif des marchés financiers complexifient la question de leur régulation optimale : les produits dérivés sont des instruments de spéculation autant que de couverture, comme les obligations convertibles en actions, qui ne correspondent plus à des valeurs refuge, *etc.* (Bliss & Kaufman [2005, *op. cit.*] en terme de régulation face au risque systémique). Finalement, en favorisant la discipline de marché, *via* la notion de gouvernance, la réglementation nationale et internationale pallie les excès des opérateurs privés, bien qu'un certain nombre de préconisations soient sujettes à polémique et puissent être améliorées.

Cependant, la question centrale de la régulation publique n'est pas résolue, puisqu'il n'existe pas de structure adéquate face aux risques évoqués : on n'a pas, actuellement, de PIDR satisfaisant au regard de l'équité, *i.e.* entre les pays, et de l'efficacité, *i.e.* en termes de réactivité et de disponibilités monétaires, dans la gestion des crises internationales d'illiquidité. L'équité renvoie à l'unicité et à la supranationalité d'un PIDR. L'efficacité appelle à une réforme profonde d'Institutions existantes, ou à la création d'une Institution nouvelle.

En effet, si la nature des crises et les externalités liées aux défaillances des banques justifient la réglementation prudentielle, les mêmes arguments légitiment,

---

<sup>35</sup> « Internaliser par la réglementation les effets d'une mésallocation de capital à l'échelle mondiale conduit à étendre le pouvoir des autorités de contrôle aux systèmes bancaires des marchés émergents, à toutes les institutions financières non bancaires et aux places offshore. Ce qui revient, en fin de compte, à réduire la concurrence sur les marchés de capitaux, surtout si les créanciers doivent être « impliqués » dans la gestion des crises, et à coordonner les filets de protection sociale des divers pays pour éviter les distorsions concurrentielles » (p.27).

selon nous, l'existence de structures capables d'assurer les renflouements. Or, l'objectif macroprudentiel est difficile à atteindre, en raison de la difficulté de prévoir précisément les besoins des banques en période de crise<sup>36</sup>.

Le modèle présenté ci-après met l'accent sur ces besoins. Alors que la réglementation est centrée sur les risques individuels, exigeant plus de capital de la part des banques octroyant plus de crédits risqués, de sorte que le degré de risque soit comparable, voire similaire, d'une banque à l'autre (Repullo, 2005), le modèle montre qu'un PIDR pourrait s'atteler à la compréhension des dynamiques de risque agrégées qui en résultent. Si l'instauration de ce PIDR est nécessaire (complémentaire) au dispositif de prévention des crises, leur récurrence peut être perçue comme une conséquence de l'absence d'une régulation publique à même de pallier les éventuels échecs de marché. Et si, inversement, une instabilité intrinsèque empêche la réglementation prudentielle de suffire à l'évitement des crises, alors ce modèle de prêt en dernier ressort doit pouvoir le démontrer.

Dans le même temps, le PIDR peut augmenter la fréquence des crises, *via* le risque d'aléa moral consubstantiel à son existence, qui procède d'une radicalisation des comportements, notamment des banques emprunteuses<sup>37</sup>, dès lors que l'anticipation d'un sauvetage leur assure de ne pas assumer la totalité des risques auxquels elles s'exposent (Gilles, 2002, *op. cit.*). D'où une étude de l'impact d'un PIDR, en termes d'endiguement du risque systémique, de coût global des crises, et de risque d'aléa moral.

---

<sup>36</sup> Rochet (2008, p.53) : « La distinction fondamentale ne porte donc pas tant sur la durée du besoin à couvrir (intrajournalier contre deux à cinq jours) que sur la nature des chocs subis par les banques (individuels ou macroéconomiques) ».

<sup>37</sup> Même si une baisse de l'incitation à surveiller les activités menées par la banque peut être mise en avant, l'aléa moral des *investisseurs* internationaux dans les crises récentes, mesuré par une éventuelle baisse du *spread* sur les prêts consentis, n'est pas significatif selon Lane & Phillips (2001), sauf avant le défaut de la Russie en 1998. Quant aux opérateurs publics, ils sont exclus de notre contribution, centrée sur l'importance des banques dans les crises. Pour une critique constructive des conditionnalités du FMI dans le cadre de prêts à des emprunteurs souverains, en terme de contrainte d'incitation au remboursement des dettes, voir Bastidon (2003).