

# Analyses Économiques

## ÉDITORIAL

*Les crises financières se sont multipliées depuis quelques années. Elles ont aussi changé de nature. La plupart de ces crises restent difficiles à prévoir, et même leur interprétation après coup est sujette à débats.*

*L'objet de ce rapport est de brosser un tableau très complet des crises bancaires et financières, d'analyser les mécanismes de leur apparition et de leur propagation (les phénomènes de contagion jouant un rôle décisif dans les crises systémiques) et de déboucher sur des recommandations de politique économique.*

*Dans cette affaire, il n'est guère besoin de justifier l'intervention de l'État (au sens large, y compris via des banques centrales indépendantes), tant les externalités sont foisonnantes et tant la stabilité financière est devenue, à côté de la stabilité monétaire, un bien public, désormais mondial sous l'effet de la globalisation financière.*

*Certaines des recommandations prennent déjà leur sens dans le cadre institutionnel présent. D'autres, parce qu'elles touchent directement à la gouvernance mondiale, supposent de changer ce cadre institutionnel.*

Christian de Boissieu

n° 6/2004

NOVEMBRE 2004

## Les crises financières

Rapport de Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon

*Au cours des trente dernières années, les crises financières se sont répétées, en affectant une grande diversité de pays, et en ayant souvent un impact économique et social grave dans les pays en développement ou émergents.*

*Le terme de crises financières doit ici être entendu dans un sens très large. Il recouvre les crises boursières, bancaires et de change, mais aussi les crises de la dette souveraine. C'est qu'il est difficile d'isoler un type de crise, tant les phénomènes de contagion d'un secteur à l'autre, puis d'un pays à l'autre, sont forts.*

*D'où viennent ces crises ? Quels en sont les mécanismes ? Peut-on en améliorer la prévention ? Autant de questions auxquelles les auteurs tentent de répondre. Leur rapport débouche sur un certain nombre de propositions concrètes.*

*Le rapport a été présenté en séance plénière le 7 juin 2004, en présence du Gouverneur de la Banque de France. Cette lettre, publiée sous la responsabilité de la cellule permanente du CAE, reprend les principales conclusions tirées par les auteurs.*

### À l'origine des crises : un petit nombre de mécanismes

La répétition de crises financières majeures et les difficultés à les prévenir, leur coût considérable pour les budgets publics et leurs effets souvent dévastateurs sur le plan économique et social, expliquent l'intérêt renouvelé pour l'analyse des fragilités financières.

Dans un premier temps, les économistes ont imaginé une succession de modèles décrivant respectivement les crises de change latino-américaines, l'instabilité des taux de change au sein du SME, puis les doubles crises bancaires et de change intervenue dans les pays asiatiques après 1997. La multiplication des travaux de toute nature permet la mise en évidence d'un petit nombre de mécanismes à l'origine des crises.

Le plus important, tant pour le crédit bancaire que sur les marchés financiers, tient au caractère *procyclique* de la prise de risque : les agents ont tendance à prendre d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne. Un second facteur est la facilité d'accès au crédit qui affecte l'allocation de la quasi-totalité des actifs, et

explique la *contagion* d'un marché à l'autre à travers un mécanisme de type accélérateur financier. Compte tenu de l'*interdépendance accrue des marchés financiers*, les emballements spéculatifs se diffusent d'un pays à l'autre en dépit de leur éloignement géographique, au travers l'arbitrage des agents financiers. Enfin, l'observation suggère que les emballements spéculatifs sont aggravés par les phénomènes de *mimétisme*, de *perte de mémoire* des précédents épisodes de crise ou encore d'*excessive confiance* en ses propres choix par rapport aux autres acteurs du marché, sans oublier l'*aveuglement au désastre* qui marque la fin des périodes spéculatives.

La fragilité intrinsèque aux marchés financiers débouche sur une vulnérabilité dès lors qu'entrent en synergie ces trois séries de facteurs. Leur combinatoire est toujours originale, au point que les crises ne se répètent presque jamais à l'identique. Certains déséquilibres sont très vite résorbés alors que, dans d'autres configurations ils conduisent à une crise systémique qui affecte la sphère sociale et politique, comme cela a été observé en Argentine.

## L'ampleur des crises : le rôle décisif du système bancaire

La différence tient au degré de *concentration des risques* et au degré de *résilience du système bancaire*. Les crises financières sont d'autant plus graves que tous les risques tendent à se concentrer sur des banques, alors que celles-ci sont au centre de la continuité du système des paiements et des relations de crédit. Ainsi, l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis n'a pas été la reproduction de la bulle spéculative observée à la fin des années quatre-vingt au Japon : à la relative adéquation de la gestion du risque par les banques et la diffusion d'une large partie des risques à d'autres agents aux États-Unis, s'opposent la sous-estimation systématique des risques et leur concentration sur les banques au Japon.

L'histoire montre que les crises financières sont généralement la *conséquence d'innovations* affectant soit la finance elle-même, soit l'économie réelle. Dans la période contemporaine, la *libéralisation financière* a joué ce rôle en contraignant les banques à des stratégies risquées et en diffusant à des économies au système financier fragile des innovations qui supposaient un fort degré de contrôle et de surveillance de la part des autorités publiques. Ainsi s'explique le contraste entre la surprenante résilience des économies d'ancienne tradition financière et la multiplication des crises dans les économies les plus fragiles. On est frappé par le fait que l'emballement spéculatif de la nouvelle économie ait débouché sur un repli certes important mais ordonné des cours boursiers. *A contrario*, des déséquilibres mineurs ont suscité en Corée la plus grave crise et recomposition institutionnelle de ce pays depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

## Une intervention publique justifiée

L'une des raisons des interventions publiques est que les marchés financiers s'avèrent incapables d'empêcher des épisodes au cours desquels ils allouent de façon inefficace le capital au plan sectoriel et macroéconomique. Une autre raison est les marchés financiers sont le lieu d'*externalités*. Enfin, le maintien de la *stabilité financière* apparaît comme un bien public d'autant plus essentiel qu'une fraction de la couverture sociale (retraites par capitalisation) transite par ces marchés. En fin de compte, la multiplication des réglementations encadrant l'activité financière est la *conséquence* directe de l'instabilité intrinsèque des marchés correspondants, plus qu'elle n'en est la cause.

Mais à leur tour, ces interventions publiques sont susceptibles de créer divers problèmes d'aléa moral. Ainsi, une *assurance obligatoire des dépôts bancaires* peut susciter une prise de risque excessive dans l'activité de crédit, et par voie de conséquence, une panique bancaire. Pourtant, la solution n'est pas l'abandon de ce type d'assurance, mais plutôt l'invention puis la mise en œuvre de *règles prudentielles* encadrant le crédit.

À la lumière des crises financières qui se sont succédé depuis les années quatre-vingt, quelles pourraient être les interventions des autorités publiques tant au niveau national qu'international ? Le rapport propose six pistes de réflexions.

## Améliorer la qualité de l'information

La première proposition concerne l'amélioration de la qualité de l'information, nécessaire au bon fonctionnement et à la *crédibilité* des marchés financiers, comme le montre les scandales du type Enron. Cette exigence apparaît parti-

culièrement nécessaire pour les investisseurs qui sont soumis à des règles de diffusion de l'information aux autorités de tutelle et aux marchés moins contraignantes que les banques. De même, l'organisation oligopolistique des agences de notation appelle une intervention de la part des autorités chargées de la concurrence. Son renforcement pourrait garantir une plus grande indépendance des notations. À l'ère de la transparence, les agences de notation devraient être tenues d'expliquer leurs méthodes d'évaluation.

Mais on ne saurait attendre de ces seules mesures la disparition, ou tout au moins l'atténuation, des crises boursières. L'histoire montre d'abord que les malversations comptables deviennent fréquentes lors des phases d'emballement spéculatif dont elles sont plus l'expression que la cause. Par ailleurs, la bulle Internet a montré que l'annonce de pertes considérables ne suffisait pas à susciter la vigilance des opérateurs financiers dès lors qu'était générale la *croissance* d'un relèvement du rendement du capital sans précédent. Enfin, il ne faut pas oublier que banques et intermédiaires financiers trouvent la justification de leur existence et leur rentabilité dans l'exploitation de diverses rentes informationnelles. Il serait dès lors vain de vouloir les éliminer complètement.

## Tenir les opérateurs en alerte

La seconde proposition est à première vue paradoxale puisqu'elle confie aux historiens économistes et aux autorités publiques la tâche de rappeler aux agents privés que les innovations, tant réelles que financières, peuvent être à l'origine d'emballements spéculatifs. En effet, il ressort que les agents privés tendent à oublier les enchaînements qui ont conduit aux crises pré-

cedentes. Périodiquement se répète la croyance en une époque plus cours les critères antérieurs d'évaluation financière et de prudence. Il revient aux économistes de puiser dans l'histoire financière pour rappeler aux opérateurs la répétition des mêmes séquences d'emballement spéculatif. Il appartient également aux autorités publiques – banquiers centraux, autorités de surveillance des banques et marchés financiers, organismes internationaux – de rendre public leur diagnostic d'entrée probable dans une phase de spéculation, donc de *vulnérabilité financière*. Ce rôle dérive du fait que les autorités publiques ont la charge de veiller à la stabilité financière et à la prévention de crises systémiques.

## Renouveler les objectifs des banques centrales

La troisième proposition tire les conséquences de la seconde en appelant à un renouvellement des objectifs et des instruments de la politique monétaire. Dans les années soixante, le *banquier central keynésien* avait pour objectif de réaliser le meilleur arbitrage entre inflation et *plein emploi*. Les années quatre-vingt ont marqué l'essor d'un *banquier central conservateur*, dédié à la lutte contre l'inflation et la préservation de la *stabilité monétaire*. Or celui-ci, par sa crédibilité acquise, favorise le maintien de taux d'intérêt bas et crée un contexte propice à l'émergence de bulles spéculatives, comme le suggère l'expérience japonaise des années quatre-vingt, puis américaine des années quatre-vingt-dix.

En effet, il convient d'ajouter la préservation de la *stabilité financière* à celle de la stabilité monétaire, et bien sûr doter le *banquier central* d'un instrument supplémentaire : l'annonce que, selon toute probabilité, l'emballement du cré-

dit et du prix des actifs marquant l'entrée dans une phase de spéculation qui appelle une double action : un relèvement des taux d'intérêt comme signal adressé à la communauté financière ; des interventions sur le prix des actifs par une agence publique déjà existante ou créée pour la circonstance. En France, la Caisse des dépôts a joué ce rôle de stabilisation des cours boursiers dans le passé.

### Compléter Bâle II par des dispositifs macro-prudentiels

Tout comme pour la transparence de l'information, on ne saurait sous-estimer la nécessité de la prise en compte la plus exacte possible du *risque*. Si les banques américaines ont jusqu'à présent remarquablement résisté à l'éclatement de la bulle Internet alors que le système bancaire japonais n'a pas surmonté une crise ouverte il y a une décennie, la différence tient largement à la qualité de la gestion prudentielle. Dans ce contexte, le rapport souligne l'intérêt majeur des dispositifs prévus par les accords de Bâle II. D'une part, les procédures ont pour vocation de s'étendre à tous les pays, répondant en cela à la globalisation financière. D'autre part, ce nouvel accord corrige certaines lacunes du précédent grâce à des méthodes beaucoup plus élaborées d'évaluation et de calibrage du risque selon le type de crédit et d'actif financier.

Pourtant, en accord avec une large fraction des spécialistes, le rapport souligne quelques-uns des dangers des dispositifs prévus par Bâle II. D'abord, si l'évaluation ne prend en compte que le risque contemporain, la sensibilité accrue des banques aux risques pourrait renforcer la *procyclicité du crédit* qui est l'une des origines majeures des crises financières. Ensuite, le fait que toutes les banques

suivent les mêmes procédures risque d'accentuer les phénomènes mimétiques, si préjudiciables au fonctionnement des marchés financiers. Surtout, le renforcement des exigences de fonds propres aura des effets redistributifs à l'encontre de certaines catégories d'acteurs jugés plus risqués (PME et pays en développement notamment). Enfin, Bâle II suppose implicitement une efficacité des marchés dès lors que serait prise en compte une législation micro-prudentielle, alors même que se trouvent accrus les risques de crise systémique.

Le rapport appelle de ses vœux une révision de Bâle II et la recherche de *dispositifs macro-prudentiels*. Il importe de développer une gestion du risque qui favorise le lissage des cycles grâce à un pré-provisionnement des risques de crédit. Idéalement la prime de risque devrait s'élever au fur et à mesure que se prolonge la phase d'expansion et au contraire baisser fortement une fois la récession ouverte. En un sens, cela suppose un redéploiement des formes de la concurrence afin d'éviter que la lutte pour les parts du marché bancaire conduite au contraire à baisser la prime de risque en période d'expansion.

En matière macro-prudentielle, il importe que les autorités développent des outils permettant d'analyser la résistance du système financier à la synchronisation de certaines défaillances ou à l'occurrence d'un choc macroéconomique majeur (crise de change, relèvement brutal des taux d'intérêt, etc.). On pourrait enfin imaginer que certaines *agences publiques* procèdent à la notation des acteurs et des pays qui n'ont pas retenu l'attention des agences privées de notation.

Le rapport exprime ses craintes, comme les autorités de tutelle et la plupart des banques françaises, à l'égard des dangers de certains aspects de

la normalisation comptable internationale (IASB). C'est en particulier le cas de l'application du principe de la « *fair value* » qui renforcerait l'instabilité des comptes des banques et la procyclicité de leur comportement.

### Maintenir un contrôle des capitaux dans les pays les plus vulnérables

Les deux dernières propositions portent plus particulièrement sur la prévention et le traitement des crises financières dans les pays le plus récemment ouverts au flux internationaux de capitaux. En effet, dans leur quasi-totalité les recherches récentes convergent vers la même conclusion : la fréquence des crises financières dans ces pays tient à une ouverture prématurée à la libéralisation financière, en l'absence de réformes complémentaires renforçant la résistance du système bancaire et la conduite de politiques macro-économiques visant à la stabilité. La réévaluation critique des bénéfices de la libéralisation porte sur deux autres points.

D'abord, alors que l'ouverture au commerce international a un impact généralement positif sur la croissance, l'ouverture du compte de capital ne favorise ni la croissance ni le bien-être. Ensuite et surtout, au lieu d'avoir un rôle contractuel, les entrées et sorties de capitaux accentuent encore l'instabilité interne. Tel n'est pas le cas de l'investissement direct étranger qui, à condition qu'il diffuse au reste de l'économie, assure une modernisation technologique sans introduire de déséquilibres macro-économiques spécifiques.

Compte tenu de ces résultats et du changement de climat intellectuel à l'égard de la libéralisation financière, le rapport propose trois types de mesures. Pour éviter un afflux déséquilibrant de capitaux, l'institution de *réserves obligatoires* ou à défaut d'un sys-

tème de taxation semble avoir montré son efficacité dans la régularisation de la conjoncture, sans pour autant introduire d'inefficience productive majeure, comme le montre l'expérience chilienne. Cette règle du jeu est annoncée à la communauté financière et le taux de réserve ou de taxation est fixé en fonction des besoins de la conjoncture interne.

Lorsqu'une crise de la balance des paiements n'a pu être évitée, force est de reconnaître l'intérêt d'un *contrôle de sortie de capitaux*. Plus généralement, la permanence d'une telle mesure permettrait un plus haut coefficient de rétention de l'épargne domestique, favorisant une intermédiation locale en monnaie nationale.

À la lumière de la répétition des doubles crises bancaire et de change, il faut souligner le danger que représente la coexistence de la monnaie nationale et d'une devise forte qui ne peut que s'apprécier. L'exemple argentin montre qu'un ancrage de la monnaie nationale sur une devise peut enrayer une phase aiguë d'hyperinflation, mais qu'il ne peut être considéré comme une mesure irréversible engageant les politiques de crédit par les banques et d'endettement par les entreprises et les particuliers. Ainsi, une *libéralisation du système financier interne* devrait permettre un meilleur ajustement de l'épargne et de l'investissement national, évitant de soumettre chaque pays aux heurs et malheurs de l'intermédiation financière internationale.

### Améliorer le fonctionnement du FMI

Une dernière proposition a trait à l'architecture du système financier international. La globalisation financière limite le pouvoir d'action des banques centrales nationales considérées isolément et sem-

## Les Rapports du Conseil d'Analyse Économique

- 20. Le cycle du millénaire
- 21. Retraites choisies et progressives
- 22. Formation tout au long de la vie
- 23. Réduction du chômage : les réussites en Europe
- 24. État et gestion publique
- 25. Développement
- 26. Politiques industrielles pour l'Europe
- 27. Questions européennes
- 28. Nouvelle économie
- 29. Régulation des relations entre fournisseurs et distributeurs
- 30. Plein emploi
- 31. Aménagement du territoire
- 32. Prix du pétrole
- 33. Inégalités économiques
- 34. Enchères et gestion publique
- 35. Démographie et économie
- 36. Enjeux économiques de l'UMTS
- 37. Gouvernance mondiale
- 38. La Banque centrale européenne
- 39. Kyoto et l'économie de l'effet de serre
- 40. Compétitivité
- 41. Propriété intellectuelle
- 42. Les normes comptables et le monde post-Enron
- 43. Crises de la dette : prévention et résolution
- 44. Protection de l'emploi et procédures de licenciement
- 45. Ségrégation urbaine et intégration sociale
- 46. Éducation et croissance
- 47. La société de l'information
- 48. Productivité et croissance
- 49. Productivité et emploi dans le tertiaire
- 50. Les crises financières
- 51. Réformes structurelles et coordination en Europe (à paraître)

Ces rapports sont disponibles à La Documentation française  
29 quai Voltaire  
75344 PARIS Cedex 07  
Téléphone : 01 40 15 70 00  
Télécopie : 01 40 15 72 30  
et sur : www.cae.gouv.fr

La documentation Française



ble appeler la constitution d'un prêteur en dernier ressort international (PDRI). Le caractère chronique des interventions du FMI pour surmonter les crises mexicaine, russe, turque, etc., suggérerait de transformer cette institution internationale en PDRI.

Or cette solution est loin d'être évidente car la fonction de prêteur en dernier ressort s'inscrit dans un cadre national. Ainsi, le FMI n'a pas pouvoir d'émission monétaire. De plus, son action n'est pas toujours aussi rapide que souhaitable et sa stratégie est aujourd'hui fort contestée. Ensuite, comme coexistent en grand nombre diverses monnaies, un approvisionnement en liquidité peut s'avérer inefficace car immédiatement converti en devises fortes. En un sens, un PDRI suppose par ailleurs une procédure de blocage des fuites de capitaux, ce qui ramène à l'une des propositions précédentes.

Enfin, il n'est pas sûr que le FMI dispose des informations financières en temps réel dont bénéficient les banques centrales nationales dans la gestion des crises nationales. La Banque des Règlements Internationaux n'a pas non plus les moyens d'une telle politique, d'autant plus que, dans nombre de cas, l'approvisionnement en liquidité des banques va de pair avec leur recapitalisation grâce au budget public.

En fin de compte, le renforcement de la régulation financière internationale passe par une réforme profonde du FMI. D'abord, une représentation plus équilibrée des principaux groupes de pays membres dans les instances dirigeantes est souhaitable. Ensuite les ressources mobilisables par le FMI devraient être accrues. Enfin, il serait opportun de procéder à une révision des principes de son action, dont l'efficacité et la légitimité ont été fortement contestées à l'occasion de la gestion des crises financières récentes.

## Commentaires

**Antoine d'Autume** partage les principales conclusions du rapport : la liberté des mouvements de capitaux n'a pas favorisé la croissance des pays en développement, les comportements moutonniers tendent à précipiter l'apparition des crises, la résilience du système bancaire est un élément crucial de prévention, etc. La procyclicité du crédit est un point bien établi, mais dont les auteurs donnent une interprétation personnelle : elle ne fait pas qu'amplifier la cyclicité de l'économie, elle se renforce sous l'effet des comportements d'imitation, ce qui peut déboucher sur une crise ouverte. Le cas de la crise argentine est bien présenté. Il n'est pas sûr pour autant, comme l'affirment les auteurs, que le risque de change associé à un endettement en dollars n'ait pas été couvert. En fin de compte, c'est bien le ralentissement économique accompagné de la baisse des rentrées fiscales qui a conduit à l'écroulement du système. Antoine d'Autume ne conteste pas que le fonctionnement spontané des marchés n'est pas satisfaisant, et qu'une régulation est nécessaire. Le problème est que les interventions publiques sont soumises aux mêmes imperfections que celles qu'elles doivent combattre. Si compléter la régulation micro-prudentielle par une surveillance macro-prudentielle lui semble juste, il se montre plus réservé sur le rôle des banques centrales, celles-ci ne pouvant intervenir massivement.

**Gilles Étrillard** conteste les conclusions du rapport. Pour lui, la question qui se pose n'est pas tant de décrire et prévoir les crises financières, ce que les modèles se sont avérés incapables de faire, ni même de les prévenir, car elles sont inévitables, mais plutôt de s'interroger sur le rôle des crises dans la dynamique de croissance, et de se prépa-

rer pour en favoriser l'absorption. Les crises sont salutaires en ce sens qu'elles viennent corriger des excès antérieurs, et ramène les acteurs des marchés vers des équations simples de valeur, comme l'écart à un multiple des bénéfices inverse du niveau général des taux d'intérêt, la création monétaire excessive, l'excès de transformation ou d'effet de levier chez les agents non bancaires, etc. De ce point de vue, l'éclatement de la bulle Internet, qui vient sanctionner un égarement collectif, est significatif. Gilles Étrillard souligne par ailleurs que les innovations financières, en permettant une plus grande diffusion du risque et une meilleure diversification des portefeuilles, ont augmenté la capacité des marchés à absorber les crises. En ce sens, c'est donc bien la dérégulation financière qui explique la résilience récente des économies développées face aux crises financières. Il considère enfin comme vide de sens la notion d'externalités qui aboutit à justifier les interventions publiques. ■