



Munich Personal RePEc Archive

Systemic crisis and financial regulation

ULGEN, Faruk

Centre de Recherches Economiques sur les Politiques Publiques dans
une Economie de Marché (CREPPEM-EA 4146), Université Pierre
Mendès France – Grenoble 2

20 December 2010

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35466/>
MPRA Paper No. 35466, posted 20 Dec 2011 00:53 UTC

Association Française d'Economie Politique

Premier congrès

Lille, 9-10 décembre 2010

*Crise de l'économie, crise de la science
économique ?*

« Crise systémique et régulation financière »

Faruk ÜLGEN

Maître de Conférences – Habilité à Diriger des Recherches

Centre de Recherches Economiques sur les Politiques Publiques dans une Economie de Marché

(CREPPEM-EA 4146), Université Pierre Mendès France – Grenoble 2

1221, rue des résidences BP 47 38040 Grenoble Cedex 09 – France

Tél : +33(0) 476 82 54 58 (poste 84 60) - Fax : +33(0) 476 82 59 95

Courriel : Ulgen.Faruk@upmf-grenoble.fr

Résumé

L'une des explications privilégiées de la crise actuelle est la sophistication et la faible transparence des marchés financiers qui auraient permis des comportements spéculatifs échappant à la vigilance des autorités de surveillance. Cet article défend une position différente en mettant l'accent sur le modèle d'organisation des systèmes financiers. Celui-ci est établi sur la prédominance des schémas de supervision micro-prudentielle suivant l'hypothèse d'efficacité des marchés libres. A partir des années 1980-90, les dispositifs prudentiels sont modifiés au profit des modèles d'autorégulation et la stabilité systémique est principalement fondée sur la sécurité individuelle des établissements bancaires. On montre que cette orientation souffre du sophisme de composition ; le modèle micro-prudentiel s'avère inadapté à la gestion des risques systémiques en raison de l'absence d'une passerelle automatique entre les niveaux micro et macro-économiques. Le nouvel environnement réglementaire alimente alors le développement de bulles successives dont la récurrence semble nécessiter une modification des règles d'organisation en vue d'éviter la socialisation forcée des pertes des acteurs privés.

Mots clé : Crise systémique – marchés efficients – schémas de régulation

Systemic crisis and financial regulation

Abstract

One of the preferred explanations of the current crisis is the sophistication and the weak transparency of financial markets which would have allowed speculative behaviors to elude authorities' supervision. This article develops a different view by putting the emphasis on the model of organization of financial systems. This is established on the predominance of micro-prudential supervision schemes following the hypothesis of free market efficiency. From 1980-90, prudential mechanisms have worked in favor of self-regulation models and the systemic stability is mainly founded on the individual security of banking institutions. We show that this orientation suffers from the fallacy of composition; the micro-prudential model turns out unsuitable for the management of systemic risks because of the absence of an automatic bridge between the micro and the macroeconomic levels. The new regulatory environment feeds then successive bubbles the recurrence of which seems to require a modification of the rules of organization to avoid the forced socialization of the losses of private actors.

Keywords: Systemic crisis – efficient markets – regulatory schemes

Code JEL: E44-G01-G18

Crise systémique et régulation financière

The crisis will leave many casualties. Particularly hard hit will be much of today's financial risk-valuation system, significant parts of which failed under stress. Those of us who look to the self-interest of lending institutions to protect shareholder equity have to be in a state of shocked disbelief. But I hope that one of the casualties will not be reliance on counterparty surveillance, and more generally financial self-regulation, as the fundamental balance mechanism for global finance.

Alan Greenspan

« We will never have a perfect model of risk »

Financial Times, 16 mars 2008

Introduction

La crise actuelle, officiellement déclenchée en 2007 aux Etats-Unis, s'est rapidement transformée en une crise bancaire et financière d'envergure internationale et de persistance longue. De nombreuses analyses relient les raisons de la crise principalement aux insuffisances dans les mécanismes d'incitations microéconomiques. Elles affirment que la sophistication et la faible transparence des marchés financiers et les exubérances spéculatives des acteurs ont permis des comportements peu louables échappant à la vigilance des autorités de surveillance. Par exemple le FMI, dans son dernier rapport sur la stabilité financière (IMF, 2010, Chapitre 2, p. 3), souligne que la nature complexe et opaque des produits de titrisation rend leur évaluation extrêmement difficile, ce qui empêcherait les autorités de supervision ainsi que les différents acteurs privés d'établir des calculs appropriés des risques sous-jacents.

Cet article développe une position différente par rapport à cette vision. Le mode de fonctionnement des marchés est déterminé par le mode d'organisation des systèmes financiers par les autorités de régulation. Ces dernières ont opté, à partir des années 1980-90, pour un retrait des mécanismes macro-prudentiels au profit des modèles d'autorégulation des marchés libéralisés. Comme ce choix a été volontaire, le présent travail s'oppose à l'affirmation du précédent Président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, qui déclarait en 2007 que "(...) les bulles ne peuvent être désamorçées sans danger par une politique monétaire ou par d'autres initiatives avant que la fièvre ne s'éteigne d'elle-même".

Les racines de la crise semblent aller au-delà des quelques insuffisances dans les mécanismes de régulation microéconomique en vigueur et des quelques comportements, qualifiés *a posteriori*, d'irresponsables ou de malhonnêtes de certains établissements ou décideurs étourdis. L'environnement dans lequel la crise actuelle s'est produite est le résultat d'une évolution consciente, ancrée dans les modèles économiques qui supposent que les marchés libres sont globalement capables de se stabiliser sans intervention exogène. Ces modèles stipulent, entre autres, que les règles adéquates (mécanismes d'incitation appropriés) de divulgation des informations requises sur les actifs échangés suffiraient à réduire les asymétries d'information et à répondre aux conflits d'intérêts entre les différents acteurs de marché. Ainsi, croyant en l'efficacité des marchés décentralisés, l'approche dominante de la régulation fonde la sécurité systémique sur la sécurité individuelle des établissements au travers des mécanismes d'autocontrôle et fait l'impasse sur les règles macro-prudentielles.

Aujourd'hui, on peut parler d'une crise de la théorie économique dominante, dans sa version très libérale, mais aussi d'une crise des politiques économiques qui s'en sont inspirées puisqu'il s'avère que :

- d'une part, les modèles de pensée prônant pour une plus grande libéralisation des mécanismes monétaires et financiers s'avèrent sujets à caution tant du point de vue conceptuel qu'en ce qui concerne les effets des mécanismes d'incitations microéconomiques sur l'équilibre économique et
- d'autre part, le choix des régulateurs, lié à ces modèles, se révèle incapable d'assurer un fonctionnement stable et soutenable des marchés dans le temps.

Afin d'appuyer ces affirmations, l'article est organisé comme suit. Une première section montre que le contexte qui a permis le développement des conditions de la crise a été préparé et soutenu par le choix des autorités d'un nouveau schéma de régulation, inspiré principalement des modèles qui présupposent l'efficacité des mécanismes de marché. L'importance des dispositifs macro-prudentiels a été réduite au profit des schémas d'autorégulation par les acteurs, ce qui a débouché sur une organisation et une évolution particulières des marchés financiers. La section deux considère les conséquences de cette évolution sur la stabilité systémique en soulignant l'inadaptation du modèle micro-prudentiel à la gestion des risques systémiques en raison de l'absence d'une passerelle automatique entre les niveaux micro et macro-économiques. Le nouvel environnement réglementaire devient alors le terreau pour le gonflement et l'éclatement de bulles successives dont la récurrence semble nécessiter aujourd'hui une modification des règles

d'organisation au-delà de quelques retouches cosmétiques qui sauvegarderaient la dominance des modèles d'autorégulation sur les règles macro-prudentielles.

1. Une évolution consciente et volontaire dans l'organisation des marchés financiers

L'évolution contemporaine des systèmes financiers n'est pas un phénomène de surprise qui aurait échappé aux autorités de contrôle, mais plutôt une orientation consciente et volontaire dont les conséquences à terme se sont révélées désastreuses en termes économiques et sociaux. Cette orientation est ancrée dans l'hypothèse d'efficacité des marchés libres et omet les effets des interdépendances entre agents économiques et marchés sur la stabilité macroéconomique. L'approche dominante de la réglementation suppose que la sécurité et la stabilité des systèmes financiers peuvent être globalement assurées par des mécanismes d'autocontrôle si bien que la sécurité systémique peut être assise sur la sécurité individuelle des établissements bancaires et financiers. Or, au vu de la crise actuelle, la dynamique des marchés, qui permet d'élargir les modalités de couverture des risques individuels, ne paraît pas en mesure de déboucher sur une compatibilité globale des plans privés de façon à assurer la stabilité des systèmes financiers.

1.1. La mise en œuvre politique du paradigme de marchés efficients

Le mouvement de déréglementation, suivi depuis les années 1980 dans de nombreuses économies tant développées qu'émergentes, a été entériné aux Etats-Unis par le choix des autorités américaines de revenir sur la loi Glass-Steagall de 1934 par la loi Gramm-Leach-Bliley en Novembre 1999. La loi Glass-Steagall séparait les banques commerciales et les banques d'investissement et interdisait aux banques de nombreuses opérations sur titres¹. Mais déjà en 1987, la Réserve fédérale avait autorisé les banques à créer des filiales avec droits limités (moins de 5% des revenus de la filiale) afin d'intervenir dans ce compartiment du marché comprenant aussi les produits dérivés et les titres adossés aux actifs. En 1997, cette limite a été portée à 25% et la révocation de la loi Glass-Steagall a ensuite supprimé ce plafond. L'argument en faveur de cette modification consiste à affirmer que le métier élargi de banque permettrait aux établissements de diversifier leurs activités et de réduire leur risque (Barth, Dan Brumbaugh et Wilcox, 2000) ; les comportements libres d'agents rationnels et intéressés sont considérés comme le moyen le plus efficace d'allocation des ressources dans l'économie. Les effets probables de ces activités non régulées des filiales sur la structure du bilan des maisons-mères ont été tout

¹ Il s'agit des opérations qui impliquent des engagements de caution-garantie de bonne fin sur les contrats de dette des tiers, de prise ferme simple ou d'une émission de valeurs mobilières, qui sont autant d'opérations qui entraînent les banques dans les risques de contrepartie et de défaut de paiement. C'est la section 20 de la *Banking Act* de 1933 qui spécifiait ces situations (voir Quinn, 2009).

simplement ignorés, ce qui s'est révélé une erreur grossière de la nouvelle approche de supervision lorsque les difficultés se sont apparues sur les institutions d'envergure systémique à partir des années 2007-2008².

En effet, le Congrès américain avait déjà considéré, en 2000, la régulation des marchés des produits dérivés sans avoir proposé de mécanisme de régulation publique particulière. Il a été avancé alors que les acteurs, investisseurs comme intermédiaires financiers et émetteurs, suffisamment sophistiqués, seraient capables de procéder à des transactions sur des produits sophistiqués en imaginant des moyens efficaces d'autocontrôle contre les risques éventuels. Ainsi, la *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 a exclu, sous certaines conditions, le marché des produits dérivés du champ de la surveillance réglementaire. Le régulateur a annoncé qu'en restant en dehors de son champ d'« interférence », ces établissements pourraient développer une diversification efficace contre les risques et réduire ainsi les coûts d'accès au marché des capitaux (Quinn, 2009). Aussi, en 2004, la SEC américaine a modifié la réglementation Pickard, qui limitait le coefficient de *léviérisation* maximale pour les banques à 12, en le portant au-delà de 24 (Lordon, 2009), montrant la détermination des autorités dans la suppression des contraintes devant les activités de marché des acteurs.

Les fondements conceptuels de cette nouvelle organisation sont liés au paradigme de marchés complets³ dans lequel, le problème d'instabilité n'est concevable que sous l'hypothèse *ad hoc* d'existence de frictions, pouvant provenir de l'introduction d'une monnaie exogène. Les questions d'insolvabilité et de liquidité ne sont alors posées qu'à la marge par rapport à ces frictions. Bien que cette hypothèse de marchés complets ne soit plus rappelée dans les modèles modernes, elle continue de constituer l'arrière plan conceptuel de la croyance en l'efficacité des marchés qui sous-tend les prescriptions de politiques économiques (Ülgen, 2009b). Il est supposé que les marchés libres contiennent des mécanismes autorégulateurs au travers des prix à même de produire les informations nécessaires et suffisantes et d'orienter efficacement les comportements des acteurs décentralisés. Un élément remarquable de ce schéma est l'affirmation de la supériorité d'une autorégulation des acteurs privés et des marchés décentralisés sur toute forme de régulation collective. Il suffirait alors d'établir un cadre légal

² erreur qui a été remarquée *a posteriori* par D. Tarullo (2009), l'un des membres du conseil d'administration de la Réserve Fédérale.

³ utilisé par la plupart des modèles néoclassiques, nouveaux classiques et de la Nouvelle économie monétaire. Dans un monde où il existe des marchés qui englobent toute contingence ou résultat possible et où les contraintes budgétaires inter-temporelles sont toujours satisfaites, par hypothèse, l'instabilité (faillite, défaut de paiement ou insolvabilité) n'est pas une configuration possible. Pour un aperçu de ces modèles, voir Ülgen, 1994.

approprié (la mise en place de « bonnes institutions ») pour que des mécanismes de régulation spontanée fonctionnent parfaitement et assurent la résilience des économies aux divers chocs. Cette structure institutionnelle est un schéma d'incitations fondé sur des règles de gestion transparente devant assurer la divulgation d'informations sur les caractéristiques des produits et les comptes des opérateurs (*disclosure*). Par ce biais, la discipline du marché vis-à-vis des risques est supposée inciter les différentes parties à se comporter d'une façon responsable sous peine d'être sanctionnées par les réactions des prix sur leur fiabilité et leur qualité perçues. Un tel mécanisme d'incitation contre des comportements opportunistes ferait que, à la recherche d'une réputation, les acteurs privés, devenus aussi « contrôleurs » de marché, produiraient des informations fiables pour les investisseurs, réduisant par là le besoin de régulation publique extérieure au marché.

Même s'il est admis que des interventions publiques peuvent s'avérer nécessaires, ces interventions devraient être des mesures de dernier ressort et non la règle (Schinasi, 2004) puisque les crises financières sont principalement pensées comme les résultats d'un processus d'évolution incertaine et par conséquent imprévisibles. On en déduit alors que l'intervention prudentielle, renforcée à partir des contraintes supplémentaires sur les établissements bancaires ou sur les marchés de capitaux, pourrait se révéler contre-productive en limitant la liberté d'actions et d'imagination des marchés et réduisant par là l'efficacité de l'allocation des ressources. Barth, Caprio et Levine (2006) affirment dans cette veine qu'une réglementation répressive, imposant des restrictions fortes sur les activités bancaires, ne fournirait pas une stabilité supérieure aux formes plus libérales.

Les schémas de surveillance macro-prudentielle, relevant principalement des autorités publiques hors marché, se retirent alors au profit des mécanismes de régulation microéconomique. Les déréglementations bancaires et financières confient le soin d'ajustement des déséquilibres macroéconomiques aux modèles et techniques « pro-marché » (*market friendly*) qui sont des modèles d'autoévaluation ou d'évaluation des agents par d'autres agents du marché (comme les agences de notation et de conseil) et de transfert et diversification des risques entre les différents intervenants spécialisés.

Alors que la régulation est fondée sur le principe d'une séparation entre régulateurs et régulés, l'autorégulation admet la coïncidence entre les deux⁴ et est destinée davantage à protéger les intérêts des établissements régulés, sortant ainsi du cadre de stabilité systémique.

⁴ L'autorégulation signifie une coïncidence substantielle entre auteurs et destinataires de la régulation. Pour une présentation des principes des processus d'autorégulation et de régulation privée, voir Cafaggi (2004).

L'adoption des standards internationaux de comptabilité, la participation des agences privées d'audit et de notation à la reddition de comptes (*accountability*) et à la conformité des opérations aux standards (*compliance*) sont des règles de l'art participant à cette nouvelle structure. Ainsi, cette approche de la supervision, qui s'oppose à l'approche de la régulation plus prudentielle et plus contraignante (Mishkin, 2001), est encouragée par les régulateurs. Le Comité de Bâle proposait en juin 1999 que les banques utilisent d'une façon plus régulière leurs modèles de risque de crédit en vue d'établir les ratios prudentiels appropriés. Dans les orientations du Comité à partir de 2004, les recommandations évoluent plus explicitement vers la mise en place d'un système de notation interne, « propre » à chaque établissement (*Internal Rating Based, IRB*). Parallèlement au ratio de solvabilité McDonough, le système d'évaluation est fondé sur la surveillance en interne (IRB) et en externe (sociétés de conseil et de notation) de la gestion des fonds propres et sur la discipline du marché qui serait satisfaite par la transparence dans la communication des établissements. Les banques peuvent dès lors fixer elles-mêmes les pondérations des risques, la règle de transparence qui oblige les établissements à expliciter publiquement leur mode de calcul étant supposée contraindre les banques à présenter des pondérations appropriées par souci de crédibilité. Ceci est accompagné par une importance croissante des agences de notation dans l'évaluation de la situation des établissements et a permis la coexistence de deux activités contradictoires au sein de ces agences, activité de conseil et activité d'évaluation. L'élaboration des différentes catégories de crédit et leur évaluation sont fondées sur l'intervention permanente des agences en tant que conseillers techniques des banques, ce qui engendre une confusion de fait entre le métier de conseil et celui d'évaluateur.

Ce nouvel environnement a rendu possible la promotion des innovations au travers des opérations de marché et de la financiarisation avec l'intervention des institutions publiques et parapubliques. Mais il a en même temps alimenté le développement des risques à l'échelle systémique.

1. 2. Evolution des marchés et accroissement des risques

Allen et Gale (2007) soulignent que dans les systèmes financiers avec marchés complets, le mécanisme qui consiste pour les banques à transférer les risques sur des établissements spécialisés d'assurance peut être un choix pertinent à travers le partage et la diversification des risques et des intervenants. Par contre, lorsque l'hypothèse de marchés et contrats complets est abandonnée, un tel traitement des risques individuels peut accroître le risque systémique.

Les produits d'innovations bancaires et financières sont généralement caractérisés par un effet de levier important et génèrent des gains (ou des pertes) plus élevés que les instruments financiers classiques. L'utilisation des produits dérivés augmente le risque de liquidité⁵ lorsque certains établissements prennent des positions importantes sur des marchés étroits et se révèlent incapables de dénouer leurs positions⁶. Corolairement, lorsque les banques recourent de plus en plus aux marchés de capitaux pour leur refinancement en cas de fort besoin immédiat de liquidité, elles assèchent la liquidité des marchés et, les pourvoyeurs de liquidités, averses au risque, cherchent à quitter immédiatement le marché. On retrouve ici un phénomène important qui traduit le type de comportement qu'adoptent souvent les marchés décentralisés. Il s'agit du développement des stratégies de couverture contre les risques. Utiles pendant les périodes de fluctuations modérées des prix, ces stratégies rencontrent des limites importantes dans les périodes de baisse rapide des prix. Dans nombre de crises, elles semblent accentuer les pressions à la vente des actifs dénotant une volatilité pro-cyclique des marchés dans une logique de comportement souvent grégaire et court-termiste.

Aux Etats-Unis, le développement spectaculaire du marché secondaire des prêts hypothécaires et la diversification subséquente des sources de financement pour les établissements de dépôt et autres initiateurs de prêt hypothécaire ont été accompagnés par la présence des entreprises « sponsorisées » par le gouvernement, comme Fannie Mae et Freddie Mac. Ces entreprises ont joué dans la promotion des titres adossés aux actifs et contribué au transfert du risque de crédit des initiateurs à fort effet de levier (banques et caisses d'épargne) vers les sociétés d'assurances et les fonds de pension et fonds mutuels à plus faible effet de levier. De ce point de vue, elles ont servi à la promotion d'un canal régulier de transfert entre le crédit immobilier et les marchés de capitaux. Comme Fannie et Freddie pouvaient racheter les prêts hypothécaires des ménages⁷ et comme les activités qu'elles soutenaient représentaient plus de sécurité, les marchés se sont orientés vers ces opérations. La plupart des 9000 milliards de dollars de prêts hypothécaires est ainsi devenue titrisable par les opérations adossées aux actifs immobiliers et utilisables dans les investissements de ces institutions. Ces entreprises

⁵ Cela concerne deux types spécifiques de risque : le risque de liquidité lié aux conditions de refinancement, lorsqu'il devient de plus en plus difficile d'accéder à des sources de refinancement à des coûts raisonnables, et le risque de liquidité de marché lorsque les établissements ne peuvent pas vendre leurs actifs à des prix non dépréciés.

⁶ notamment sur les marchés des dérivés de seconde ou de troisième génération. En effet, sur ces marchés, la forte dissémination des produits, souvent traités en dehors des procédures classiques au travers des opérations OTC (*Over the Counter*), en réduit la traçabilité, ce qui augmente la défiance à leur égard en période de crise sur le marché interbancaire. Le cas des institutions mises en faillite comme Lehman Brothers est une illustration de ce type de risque.

⁷ à condition que le prêt soit en dessous de 360000 dollars, en 2005.

investissaient aussi dans des créances du type titres des entreprises ou papiers commerciaux en vue de supporter leur niveau de liquidité si bien que les différents types de titres devenaient indirectement des supports des marchés hypothécaires et accroissaient la limite des portefeuilles de créances de ces agences.

Le niveau de sécurité perçu par les marchés pour les opérations liées à ces institutions étant élevé, les taux d'intérêt appliqués s'établissaient à, à peu près, 40 points de base en dessous de ceux des marchés⁸. Cette baisse des taux contribua à l'accroissement de la dette hypothécaire⁹. La baisse est en partie due à des anticipations à la baisse de la prime de risque sur l'inflation étant donnée une plus faible volatilité de cette dernière et à une plus grande modération du cycle d'affaires sur la période¹⁰. Le repli du monde des affaires américain, suite aux scandales secouant certaines grandes sociétés au début des années 2000, l'affaiblissement des investissements au Japon après l'éclatement de la bulle spéculative au début des années 1990 et le recul des investissements dans les pays asiatiques émergents après les crises des années 1997-1998 expliquent en partie les réticences des entreprises vis-à-vis d'une éventualité de la reprise des investissements productifs. Cette atonie créant une certaine inertie des anticipations, la stabilisation des taux d'intérêt de long terme et l'accroissement de la valeur de l'immobilier a permis aux ménages de se retrouver avec un ensemble d'actifs immobiliers disponibles. Mais Greenspan (2005b) fait remarquer qu'une bonne partie de l'accroissement des dépenses de consommation des ménages a été financée par la variation des prix des actifs immobiliers plus que par d'autres actifs ou par le revenu¹¹. L'apparition des véhicules financiers (des formes exotiques de financement des prêts hypothécaires à taux variable) a augmenté les moyens des ménages mais aussi des financeurs à nourrir les marchés. L'accès des ménages à la propriété, inimaginable en dehors de ces formes, a créé une pression additionnelle sur les prix des actifs immobiliers. Il était évident dès le départ que les nouveaux véhicules, dont certains proposaient des échéanciers de remboursement établis sur 40 ans avec des taux variables pour les ménages à très faible revenu, exposaient les parties engagées à des risques de taux et de prix plus conséquents et

⁸ Le taux fixe à 30 ans, habituellement autour d'une moyenne égale à 5,75%, se situait ainsi à ½ point en dessous de ce niveau à la veille du resserrement de la politique monétaire par le *Federal Open Market Committee* à mi 2004.

⁹ Sur 1995-2005, la valeur du marché du stock immobilier (logements et maisons occupés, mis en vente et terrains constructibles disponibles) a augmenté en moyenne de 9% par an, passant de 8000 milliards de dollars à la fin 1995 à 18000 milliards en juin 2005.

¹⁰ On observe aussi parallèlement une tendance à la baisse des rendements longs sur les marchés internationaux reflétant un excès d'épargne planifiée sur l'investissement anticipé depuis le milieu des années 1990. Surtout les économies émergentes d'Asie connaissent une hausse d'épargne et viennent renforcer les surplus supplémentaires dégagés par les pays exportateurs de pétrole.

¹¹ ce qui a réduit ainsi le taux d'épargne des ménages américains depuis 1995.

nourrissaient le gonflement des prix du marché en alimentant régulièrement la demande. Il ne serait pas exagéré de dire que cette évolution n'a pas été surprenante puisqu'intégrée en temps réel dans les données traitées par les autorités de régulation. Nous présenterons ici quelques-unes des observations publiques des autorités sur la formation d'un risque systémique.

Le Président de la Réserve fédérale, A. Greenspan, soulignait dès 2004-2005 que Fannie et Freddie contribuaient à la création d'un risque systémique du fait de leur soutien à l'expansion des marchés par les opérations de titrisation. Greenspan (2005a) plaidait alors pour une plus grande surveillance et une nouvelle réglementation pour ces agences en coordination avec les régulateurs du système bancaire étant donné aussi que dans l'éventualité d'une baisse des prix des actifs, les emprunteurs et les banques qui les financent se retrouveraient face à d'énormes pertes financières. Aussi, dans son discours de septembre 2005, Greenspan (2005b) remarquait le caractère vaporeux de l'accroissement des prix des actifs et posait la question de savoir si les pressions spéculatives effectueraient un retour sur une trajectoire plus modérée¹².

Pour sa part, la Banque centrale de Belgique soulignait dans son *Financial Stability Review* de 2005 (p. 133) que bien que les instruments financiers structurés contribuent à l'amélioration des marchés par une plus grande dispersion des risques, ils engendrent aussi certaines interrogations sur la stabilité financière renvoyée aux bons soins des mécanismes d'auto-évaluation des marchés (et notamment des agences de notation) : « A closely associated question is whether ratings-related investment mandates and similar constraints are effective in defining maximum levels of risk when structured finance is an eligible asset class. (...) Transaction-specific documentation makes the task of assessing the riskiness of tranced instruments even more difficult, which in turn may increase investors' reliance on ratings for "due diligence" purposes. And, even when asset managers do fully understand the risks they are taking, they may still be tempted to employ structured securities to increase portfolio risk to levels that are higher than what was intended by those who designed their investment mandates. By implication, market

¹² L'une des difficultés, bien connue des autorités de la supervision de l'époque, à ce que l'évolution insoutenable des prix immobiliers puisse être corrigée spontanément par les marchés est que le marché immobilier américain est hétérogène, chaque région ou Etat représentant des caractéristiques différentes non seulement en termes techniques (en ce qui concerne les constructions) et financiers (conditions de prêt différentes des agences bancaires locales) mais aussi en ce qui concerne les comportements des consommateurs. Ceci fait qu'il ne paraît pas très adéquat de raisonner à travers le mécanisme des prix flexibles capable de réaliser les ajustements nécessaires des bulles en formation sur tout le territoire américain. D'autant plus qu'en raison des coûts administratifs (commissions et autres frais, égalant à peu près 9% du prix de vente des actifs immobiliers), le turnover spéculatif de la part des ménages ne paraît pas envisageable de façon à faire jouer la flexibilité des prix sur les marchés immobiliers et à imaginer ainsi une correction par la spéculation inverse.

participants and supervisors should not rely exclusively on ratings when setting risk limits for credit portfolios”.¹³

Le FMI aussi remarque en 2005 (p. ix) que « Putting in place sound micro-prudential regulation is not sufficient. Appropriate regulation needs to be developed with a macro-prudential approach to dampen procyclicality and to limit the systemic effects of financial institutions, some of which are not banks ».

Ainsi, il apparaît que bien que les signes avant coureurs d'un accroissement du risque systémique potentiel deviennent perceptibles, ne serait-ce que par la multiplication des montants concernés et par le nombre et la nature des participants à ces marchés sans tendance avérée à un auto-ajustement prompt, les schémas de régulation restent attachés aux principes d'autorégulation. Une contradiction en apparaît puisque le système en vigueur confie aux mécanismes de marché le soin de corriger les défaillances éventuelles des mêmes mécanismes. Dans les performances d'une telle orientation, on rencontre une grande limite qui est liée à l'absence de vision macroéconomique à long terme et de prise en compte des interdépendances entre les acteurs privés dans les modèles d'évaluation interne décentralisés. Les interdépendances sont de nature macroéconomique alors que les systèmes d'autorégulation, fondés sur une évaluation individuelle, ne comprennent pas, par définition, de mécanisme de régulation macroéconomique systémique.

2. Inadaptation du modèle micro-prudentiel au risque systémique

Le modèle de régulation dominant ignore le rôle des interdépendances entre les différents acteurs (la dynamique des relations microéconomiques) dans l'évolution de la stabilité macroéconomique (la dynamique systémique) et semble confondre les caractéristiques et rôles des réglementations micro-prudentielles et macro-prudentielles. Il soumet dès lors la stabilité systémique aux conséquences d'un sophisme de composition ; la logique microéconomique et les exigences macroéconomiques n'étant pas trivialement compatibles.

2. 1. Interdépendances et risque systémique

Les modèles de risque¹⁴, qui constituent les références formelles de la régulation financière contemporaine, considèrent le risque au niveau individuel ainsi qu'une indépendance entre les

¹³Un autre fait intéressant est que dans sa *Financial Stability Review* (2005), la Banque centrale européenne renvoie à l'approche minskienne pour analyser la question de la stabilité financière sans toutefois en tirer les conclusions en faveur d'une réorganisation des mécanismes macro-prudentiels.

¹⁴dont l'origine remonte aux travaux de H. Markowitz (1952, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, 7: 77–91). Il s'agit des modèles de diversification de portefeuille, fondée sur l'analyse moyenne-variance des rendements anticipés. On suppose que lorsque deux ou plusieurs actifs constituent un portefeuille, la somme des rendements

différents risques et marchés (supposés suivre une distribution normale). Ils ne sont pas imaginés pour prendre en compte les interdépendances entre individus, risques et marchés ni dans leur structure technique ni dans leur philosophie fondatrice. De surcroît, un comportement rationnel individuel, fondé sur ces modèles, sera répliqué par l'ensemble des acteurs qui suivent les mêmes tendances haussières ou baissières. Etant donné que les différentes catégories de risque et d'agents sont supposées indépendantes, l'estimation d'un risque global ne fait pas l'objet d'une étude systématique. L'évaluation des engagements des établissements est effectuée à partir de l'hypothèse d'absence de perturbations susceptibles d'émerger des interactions entre les engagements des agents sur les marchés. Le modèle de *Value at Risk* (VaR) utilisé considère les chocs comme stationnaires en supposant que les interactions entre les opérateurs de marché suivent une certaine stabilité dans le temps (Jorion, 2006). Toutefois, en temps de difficulté, cette méthode, fondée sur l'exogénéité des chocs sur le plan individuel, ne se révèle d'aucune utilité lorsque l'instabilité macroéconomique l'emporte et pousse les agents à vouloir liquider leurs positions. Par conséquent, l'absence d'une vision macroéconomique de moyen/long terme, caractéristique des mécanismes de marchés décentralisés, pose en période de stress « un problème de coordination que le marché ne peut résoudre » (Aglietta, 2003, p. 44). Ce problème de coordination est à la base de l'apparition du risque de système¹⁵.

Deux caractéristiques du risque systémique ne sont pas prises en compte dans les modèles standard de risque et de crise :

* La structure en réseau des relations monétaires/financières des économies crée de fortes interdépendances entre différents intervenants et les décisions unilatérales ont des effets multilatéraux et peuvent provoquer des réactions en chaîne sur de nombreux marchés lorsque le fonctionnement systémique rencontre des perturbations.

* Fondamentalement, les instabilités majeures sont de nature endogène au fonctionnement des marchés du fait de la nature décentralisée, individualisée et incertaine des économies. La succession des périodes normales et des périodes critiques, de croissance et de fluctuations, suit cette nature et n'est ni exceptionnelle ni accidentelle. Ici, on peut se référer à H. Minsky (1986), à

dépend de la covariance ou de la corrélation entre les rendements respectifs des actifs. Avec des combinaisons appropriées d'actifs, Markowitz montre que les investisseurs peuvent obtenir davantage de rendement pour le même niveau de risque ou bien le même niveau de rendement avec un niveau de risque réduit. Les modèles contemporains d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) sont fondés sur ce principe bien que le modèle original de Markowitz ne fasse aucune hypothèse sur les prix d'équilibre. Markowitz (2005) montre aussi que lorsque l'on modifie certaines hypothèses *ad hoc* du MEDAF, l'inefficacité des portefeuilles de marché devient dominante.

¹⁵ qui peut être défini comme la probabilité que se produise un événement critique qui provoque des mouvements perturbateurs de stabilité en chaîne et non contrôlables qui ont des répercussions macroéconomiques pouvant occasionner une crise générale.

travers son schéma de gestation des instabilités financières durant la période d'euphorie généralisée. Les réactions en chaîne des agents et institutions à un événement provoquant des stratégies de repli ou de retrait des marchés apparaissent comme des réponses micro-économiquement rationnelles aux risques qu'ils perçoivent dans le retournement des marchés mais qui se révèlent contre-productives sur le plan systémique (Ülgen, 2010).

Dans la phase de préparation de la crise, l'évaluation très positive des actifs est fondée et soutenue par l'idée que le potentiel de valorisation des activités économiques et des anticipations privées sur leur devenir n'est pas encore atteint. Les établissements qui entreprennent des stratégies d'endettement et de rachat au travers des LBO et les banques et autres intermédiaires financiers qui s'engagent dans la production et la circulation des produits très souples et peu gourmands en capital (comme les dérivés) restent confiants et continuellement en attente d'un lendemain davantage rentable. Cet appétit, nourri d'anticipations positives pousse les intervenants à continuer à penser tautologiquement que tant que la crise ne s'est pas déclarée, il n'y a pas de crise et il faut continuer à jouer le jeu. Les intervenants croient en leur propre anticipation mais ne sont pas en mesure de savoir quand ils devraient, individuellement parlant, arrêter le jeu et se retirer d'un marché qui présente encore des opportunités de gain avant que la crise survienne. Les acteurs du marché ne disposent pas d'une telle information soit parce que cette information dépasse leur capacité micro-individuelle soit parce qu'elle n'existe pas encore. De surcroît, l'absence d'une coordination macroéconomique spontanée entre les agents du marché les empêche en permanence de considérer l'évolution du point de vue global.

Ces caractéristiques sont très liées et la crise actuelle nous en fournit une illustration. On peut remarquer que les chocs initiaux dus, par exemple, à d'importantes difficultés rencontrées dans les positions bilancielle de certains établissements de crédit, commencent à se propager sous forme d'externalités négatives aux autres établissements en rendant incertaine la reconduction des relations de marché. En l'absence d'un mécanisme spontané d'auto-coordination et d'auto-réorganisation en situation de détresse, la contagion l'emporte, les risques de crédit (sur les engagements de dette et de contreparties) et de marché (sur les prix d'actifs et la liquidité) accompagnent l'ébranlement de la viabilité des opérations interbancaires. L'euphorie des prises de positions ouvertes, qui a alimenté la bulle, cède devant la perception des fragilités individuelles qui constituent en amont un facteur déclenchant d'anormalités. La panique se conclut par le repli de tous les agents qui se placent du même côté du marché et s'interdisent du

même coup toute possibilité de couvrir leurs positions. Ce phénomène traduit l'impossibilité de considérer la stabilité systémique à partir de la seule régulation micro-prudentielle.

2. 2. Absence de passerelle entre le niveau microéconomique et le niveau macroéconomique

La régulation micro-prudentielle porte sur les variables qui concernent directement la sécurité individuelle des établissements tandis que la régulation macro-prudentielle considère les facteurs qui affectent la stabilité du système financier dans son ensemble. Une composante critique de la régulation macro-prudentielle est de comprendre les forces et mécanismes capables de contrebalancer les effets de la baisse du risque perçu par les marchés en période d'expansion et ceux de la hausse du risque en période de contraction, c'est-à-dire d'avoir une position contre-cyclique (Brunnermeier et al. 2009).

La régulation bancaire et financière a pour objectif de réduire les conséquences systémiques des failles des établissements individuels. Certes, il n'existe pas de définition commune de la stabilité financière qui serait établie sur un nombre réduit de variables, à l'instar de la stabilité monétaire renvoyée dans la littérature à la stabilité du niveau des prix. Toutefois, certaines caractéristiques des systèmes financiers, qui évoluent dans un processus dynamique composé de nombreuses interrelations entre infrastructures, institutions et marchés, peuvent être considérées dans l'étude de la stabilité. La stabilité est un état systémique et est liée à la possibilité de reproduction dans le temps des règles en vigueur. Elle dépend principalement de l'aptitude de l'organisation du système financier à limiter ou à répondre aux déséquilibres monétaires et financiers qui proviennent des comportements et anticipations de divers intervenants avant qu'ils ne se transforment en une menace sur les règles de fonctionnement du système.

Par conséquent, le fondement de la régulation prudentielle macroéconomique est que les acteurs financiers, qui peuvent suivre des stratégies individuellement prudentes, peuvent collectivement créer des problèmes systémiques. Ceci est lié au principe de sophisme de composition : la somme des individus rationnels ne correspond pas trivialement à un système qui se révélerait dans son ensemble rationnel. Appliqué aux marchés financiers, ce principe signifie que la sécurité microéconomique-individuelle des établissements ou produits, considérés séparément, ne garantit pas un système financier sécurisé et stable. Ici, apparaît le problème d'absence d'une passerelle directe et automatique entre le niveau micro et le niveau macro des mécanismes de régulation. La préoccupation macro-prudentielle ne relève pas du domaine de perception et de décision des individus. Ce n'est ni dans la capacité ni dans l'objectif des individus

de penser aux conséquences macroéconomiques de leurs actions individuelles. Tant que les croyances opportunistes sont reconduites sur les possibilités de réaliser des gains substantiels sur des marchés libéralisés, les agents ne posent pas de question sur ce qui pourrait réellement être l'évolution probable du système de paiements dans le futur.

Il est évident qu'un équilibre fondé sur la croyance en la continuité des opportunités présentes évolue sur le fil de rasoir car sa reproduction dans le temps est liée à l'absence aléatoire d'un retournement soudain des marchés. Les mécanismes d'évaluation sont fondés sur l'évolution des prix de marché (*mark-to-market*), en cohérence avec la logique de marché concurrentiel autorégulateur/auto-ajusteur. Dans les phases ascendantes du cycle, la mesure de la valeur des actifs aux prix du marché croît et le risque perçu diminue. Pour tous les intervenants du marché, les opportunités de profit dictent des comportements court-termistes. La concurrence fonctionne alors dans le sens d'une course aux opportunités immédiates dont la dynamique myope oriente les comportements. En toute rationalité¹⁶ et suivant la « discipline » du marché, les agents sont incités à répondre à ces opportunités. Les banques élargissent et approfondissent leur bilan et bénéficient ainsi des économies d'échelle et de gamme sur leurs coûts fixes ; elles utilisent de plus en plus souvent et facilement le marché de refinancement à court terme, ce qui leur permet de réduire leur coût de refinancement. Les activités de prêt, les activités à effet de levier et les liquidités disponibles à court terme se renforcent mutuellement comme les caractéristiques dominantes des marchés bancaires et financiers. Les agents, aussi bien que leurs régulateurs, cherchent à adopter des comportements qui soient en cohérence avec l'objectif de prolonger la période d'expansion sur des attitudes et vues court-termistes. Une dégénérescence maculaire s'installe alors en rendant les acteurs incapables de considérer l'évolution au-delà des opportunités périphériques immédiatement perçues. Cette dégénérescence n'est pas liée à l'usure temporelle mais au délicieux sentiment, qui envahit le marché, qu'une fois que l'enrichissement est enclenché, rien ne pourrait l'arrêter, en tout cas pas dans un horizon individuellement déterminable. Dominant les comportements et anticipations des agents dans le temps, cette dégénérescence se transforme en un aveuglement au désastre (Orléan, 2009) ; il devient rationnel

¹⁶ Ici, nous entendons par rationalité le fait que les acteurs privés et séparés entreprennent des actions en croyant qu'elles sont les meilleurs choix au vu des opportunités qu'ils perçoivent (en grande partie subjectivement) sur les marchés à un moment donné. Etant données les caractéristiques des économies de marché, les considérations sur la stabilité macroéconomique du futur ne sont pas du ressort des individus. Il existe de nombreuses analyses critiques comme la théorie de la prospection de Kahneman et Tversky qui soulignent que les décisions individuelles sont sous l'influence de multiples facteurs qui ne sont pas pris en compte dans les modèles néoclassiques de maximisation de l'utilité, ou encore les modèles de mimétisme et d'aveuglement au désastre, développés, entre autres, par A. Orléan. Pour une interprétation particulière de ces modèles dans le contexte de la crise actuelle, le lecteur pourrait se référer à Ülgen (2009b).

pour la majorité des intervenants d'accroître leurs implications sur les marchés de prêt tant que les prix des actifs montent. C'est à la fois parce que la tendance haussière du marché montre le bien-fondé des engagements passés et parce que se retirer d'un marché en croissance est une décision économiquement irrationnelle, les opportunités de gains supplémentaires étant abandonnées sans raison valable. C'est ce que Lordon appelle (2009, p. 3) « les forces irrésistibles de la concurrence ». Avec l'évolution des marchés déréglementés, les banques et les intermédiaires financiers sont en concurrence directe sur les marchés de placements mobiliers et immobiliers et sont à l'affût de la moindre opportunité financière à court terme sans considérer spontanément et d'une façon autoréglée l'évolution de leurs positions courtes et spéculatives. Il n'est pas possible de croire que les acteurs du marché internaliseront les risques systémiques de façon à prévenir ou à corriger les comportements déstabilisants sur les marchés. Car, il paraît logiquement inévitable que les agents s'engagent dans des opérations si besoin est de plus en plus risquées et complexes, dans l'objectif de ne pas laisser passer les opportunités de profits supplémentaires tant qu'ils croient que le système le permet.

2. 3. Conséquences sur l'élaboration de nouveaux mécanismes de régulation

De nombreuses phases d'instabilité sont observées sur les marchés développés depuis les difficultés des caisses d'épargne américaines en 1987-88 jusqu'à la baisse boursière de 2000 en passant par la crise obligataire de 1994 et le fameux épisode LTCM et la crise asiatique en 1997-98 (Aglietta et Berrebi, 2007, Klein et Shabbir, 2006). Ces phases ont nécessité des interventions massives des pouvoirs publics (Goodhart et Illing, 2002) et ont aussi accompagné les crises de confiance qui sont devenues récurrentes dans les pays émergents dans les années 1990-2000.

Il existe de nombreux travaux qui cherchent à prendre en compte le problème de l'absence d'une passerelle automatique entre la régulation micro-prudentielle et la stabilité systémique dans l'objectif de proposer des mécanismes optima de surveillance et d'intervention sur les marchés bancaires et financiers. Bhattacharya, Boot et Thaker (1998) en présentent une large synthèse qui conclut sur l'optimalité d'une régulation mixte, au travers des systèmes de garantie partielle des créanciers. Cette modalité vise à répondre la fois aux problèmes d'information entre les créanciers et les débiteurs et à ceux d'aléa moral des comportements des agents preneurs de risque. En effet, il est supposé d'un côté que lorsque les engagements privés sont entièrement garantis par les systèmes publics d'assurance, le contrôle et la discipline du marché seraient purement abolis ni les créanciers ni les débiteurs n'étant enclins à considérer le degré de risque de leurs engagements. Aussi, Calomiris, Klingebiel et Laeven (2005) notent que l'assistance des

pouvoirs publics aux banques en difficultés doit être établie sur certaines conditions en vue d'éviter les comportements d'aléa moral. De l'autre côté, on considère que le système bancaire, de par sa spécificité et son rôle particulier de fournisseur de liquidité, est intrinsèquement fragile, ce qui rendrait nécessaire un mécanisme public de sécurité et de surveillance sur les opérations de marché.

Cependant, la portée de la régulation macro-prudentielle dépend de la confiance des agents en la capacité des autorités à contenir les éléments de risque systémique. Une telle confiance peut être observable lorsque le système bancaire et financier est supposé être sous la surveillance cohérente des autorités monétaires. Pour ce faire, les mécanismes d'intervention quantitative et qualitative doivent être en mesure de soutenir la stabilité financière dans le temps. Or, dans l'état actuel des mécanismes de régulation, cette capacité est excessivement réduite sous l'effet d'un retrait volontaire des autorités des mécanismes de surveillance si bien qu'en cas de crise, la confiance ne peut être rétablie qu'au prix d'une socialisation des coûts de l'inefficacité des marchés. Par conséquent, il semble nécessaire de questionner certains principes fondamentaux du mode de régulation actuel des économies de marché avec une vision à plus long terme (Acemoğlu, 2009, Ülgen, 2009a).

Comme les marchés bancaires et financiers sont fondés sur la diversité et l'hétérogénéité des intervenants, les mécanismes de surveillance et d'incitation doivent être distingués selon les caractéristiques des acteurs auxquels ils s'appliquent. Par exemple, les établissements qui sont engagés dans des opérations avec fort effet de levier et qui connaissent des discordances d'échéance ou de maturité (*maturity mismatch*) et de libellé (*currency mismatch*) doivent être fortement surveillés et réglementés à la différence des établissements qui ne présenteraient pas ce genre d'engagements. C'est l'une des leçons que l'on pourrait tirer des expériences des économies émergentes dans les années 2000 (Frenkel et Rapetti, 2009). Aussi, pourrait-on envisager des obligations contra-cycliques pour les établissements. Lorsque l'évolution des prix des marchés financiers traduit une baisse du prix de risque, les établissements seront appelés à constituer davantage de provisions en dégageant ainsi un plus grand coussin de sécurité contre les retournements de situation (Brunnermeier et al. 2009). Le coût d'opportunité de telles provisions ne serait probablement pas au-dessus du coût de résolution d'éventuelles crises systémiques. On pourrait également imposer aux banques des primes d'assurance qui seront collectées et gérées par les autorités (et non nécessairement par des agences privées) pour être utilisées comme fonds

de correction d'éventuelles défaillances à effet systémique évitant ainsi une socialisation forcée des conséquences des actes privés¹⁷.

Conclusion

Une interrogation pertinente sur les causes des crises systémiques devrait porter sur l'organisation des marchés bancaires et financiers sur le plan macroéconomique. Le paradigme de régulation dominant est fondé sur la croyance que les marchés sont capables de s'autoréguler grâce aux vertus auto-correctrices des prix. Ce paradigme est mis en application depuis les années 1980 au travers des schémas micro-prudentiels qui présupposent que la gestion des risques systémiques peut être efficacement assurée par la gestion décentralisée des risques individuels. Au vu de la crise actuelle, la validité de cette hypothèse ainsi que la pertinence des politiques réglementaires qui s'en inspirent s'avèrent sujettes à grande caution. L'absence d'un lien direct entre les comportements micro-prudents et les résultats systémiques des activités de marché (ou le sophisme de composition) se révèle être une explication adéquate pour comprendre les difficultés financières systémiques. Ceci montre aussi que l'interprétation de la crise actuelle en termes des seules insuffisances des règles de transparence et d'autocontrôle des acteurs privés et des outils de surveillance des autorités est une interprétation très partielle.

Il apparaît que souvent dans la phase de gestation des crises, une grande partie des risques individuels est implicitement connue par les parties qui cherchent à les intégrer à travers les primes de risque qui constituent l'attrait pour les investissements sous-jacents. Un exemple récent est le cas des prêts hypothécaires peu solvables à court terme, d'ailleurs appelés les prêts *subprime*. Les acteurs savent, du moins dans leur grande majorité, ce qu'ils font et ils le font dans les règles de la rationalité économique. Mais l'efficacité de marché n'est pas obtenue grâce aux comportements individuels rationnels. Il semble aussi que le choix des politiques pro-marché, destinées à promouvoir la concurrence et la dynamique d'innovations financières, alimente les opérations spéculatives individuellement rationnelles durant la même phase. Par conséquent, les crises surviennent comme un résultat normal d'un nouvel environnement consciemment élaboré et soutenu par les décideurs publics et les acteurs privés de marché.

En réponse aux difficultés actuelles, il apparaît judicieux de ne pas se contenter de reconduire le néo-capitalisme avec quelques réglementations supplémentaires concédées ici ou là

¹⁷En analysant les conséquences des dérèglementations dans les industries de réseaux, comme les télécommunications, l'électricité et le gaz aux Etats-Unis, H. Trebing (2004) suggère d'établir des obligations financières sur les sociétés de service dans l'objectif de protéger les consommateurs face aux inefficacités des marchés. Il souligne que ce genre de mesure, qui pourrait être considéré comme une barrière à l'entrée dans ces industries, éviterait de transférer tout le poids des risques et incertitudes sur les consommateurs finals.

pour les besoins du moment, comme semblent le suggérer les différentes déclarations répétées du G20. La dernière réunion en date du G20, en novembre 2010 à Séoul, qui s'est achevée sur un « accord à minima », demandant au FMI de fournir, pour le printemps 2011 (soit 4 ans après le déclenchement officiel de la crise), une identification des menaces sur la stabilité de l'économie mondiale (sic), a annoncé qu'il conviendrait de « permettre » aux banques d'envergure de développer leurs capacités de résilience face aux crises sans toutefois en préciser les moyens.

Ce qui a été fait dans le passé récent peut constituer un fil conducteur sur ce qu'il ne faudrait pas faire dans le futur. Par exemple, dans le schéma d'intervention des autorités monétaires, axé quasi exclusivement sur le taux d'inflation et la stabilité des prix, les banques centrales s'intéressent peu à l'évolution du crédit et du prix des actifs si bien que durant la gestation des bulles spéculatives, les hausses continues des valorisations boursières et de l'endettement des diverses catégories d'agents n'engendrent pas d'interventions correctrices de la part des autorités¹⁸. Les seules hausses des taux d'intérêt ne permettent pas de ramener l'évolution des anticipations des marchés sur un sentier plus raisonné. Lorsque les bulles éclatent, l'ampleur des effets sur l'économie réelle pousse les autorités à adopter des politiques expansionnistes de soutien jusqu'à la reprise d'une nouvelle bulle, ce qui ne fait que reporter les dysfonctionnements sur une prochaine difficulté. Il conviendrait par conséquent de repenser les objectifs des politiques monétaires parallèlement à une conception différente des mécanismes de régulation. Ainsi, pourrait-on envisager des obligations contra-cycliques pour les établissements. Lorsque l'évolution des prix des marchés financiers traduisent une baisse du prix de risque, les établissements seront appelés à constituer davantage de provisions en dégageant ainsi un plus grand coussin de sécurité contre les retournements de situation. On pourrait également imposer aux banques des primes d'assurance qui seront gérées par les autorités pour être utilisées comme fonds de sauvetage des établissements défaillants à effet systémique évitant ainsi une socialisation forcée des coûts des crises.

Toutefois, les pays doivent agir de concert car les systèmes financiers ainsi que les économies nationales sont très interdépendants ; les capitaux pouvant se déplacer soudainement d'un marché à l'autre en créant de sérieux déséquilibres sur les économies et en accentuant les difficultés en termes de liquidité et/ou d'insolvabilité des établissements vulnérables. Même si des plans ambitieux de coordination internationale, comme celui de Keynes de 1942-44, peuvent

¹⁸ Ainsi, J. Frankel (2009) inclut dans sa liste de « What's In and Out in Global Money », le ciblage d'inflation comme "out" et le combat contre les bulles de prix des actifs comme "in" dans la nouvelle orientation des politiques monétaires.

sembler techniquement et politiquement irréalistes dans le contexte mondial actuel, la récurrence des crises de grande ampleur pourrait rendre l'impossible plus réaliste.

Ces orientations nécessitent que l'on réfléchisse sur un nouveau mode de régulation qui rende consistants les mécanismes de surveillance et d'intervention proactifs. Cependant, il est clair que ce n'est pas la déclaration qui donne l'action. Il faut donc imaginer des modalités d'action pratiques qui évitent la confusion entre l'économie de marché et l'absence de régulation collective. Reconsidérer notre croyance aveugle en le fonctionnement efficace des marchés libres ne signifie pas une forte recentralisation de la direction des économies mais une prise de conscience du mode d'existence du capitalisme qui ne peut pas faire l'économie d'une intervention publique coordonnée pour sa viabilité dans le temps.

Références bibliographiques

Acemoglu, D. (2009), « The crisis of 2008: structural lessons for and from economics », *Policy Insight* N°28, Centre for Economic Policy Research, January.

Aglietta, M. (2003), « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'économie financière*, 70, 33-50.

Aglietta, M. et Berrebi, L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris.

Allen F. and Gale D. (2007), "Systemic Risk and Regulation", in Carey M. and Stulz, R M. (eds.), *The Risks of Financial Institutions*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, pp. 341-374.

Barth, J. R., Dan Brumbaugh Jr, R. and Wilcox, J. A. (2000), "The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking", The Office of the Comptroller of the Currency and the U.S. Department of the Treasury, *Economic and Policy Analysis Working Paper*, 2000-5, April.

Barth, J. R., Caprio, G. and Levine, R. (2006), *Rethinking Bank Regulation*, Cambridge University Press.

Bhattacharya, S., Boot, W. A. and Thakor, A. V. (1998), "The Economics of Bank Regulation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(4), 745-770.

Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, Ch., Persaud, A. D. and Shin, H. (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, ICMB-CEPR, Preliminary Conference Draft, 11, Geneva.

Cafaggi, F. (2004), "Le rôle des acteurs privés dans le processus de régulation: participation, autorégulation et régulation privée », *Revue française d'administration publique*, N°109, 23-35.

- Calomiris, Ch. W., Klingebiel, D. and Laeven, L. (2005), "Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms. A Taxonomy from Cross-Country Experience", in Honohan, P. and Laeven, L. (eds.), *Systemic Financial Crises*, Cambridge University Press, pp. 25-75.
- European Central Bank (2005), *Financial Stability Review*.
- Frankel, J. A. (2009), "What's In and Out in Global Money", *Finance and development*, IMF, Septembre, pp. 13-17.
- Frenkel, R. and Rapetti, M. (2009), "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 685-702.
- Goodhart, C.A.E. and Illing, G. (2002), *Financial Crises, Contagion and the Lender of Last Resort: A Reader*, UK: Oxford University Press.
- Greenspan, A. (2008), " We will never have a perfect model of risk", *Financial Times*, 16 march 2008.
- Greenspan, A. (2007), "The Roots of the Mortgage Crisis", *The Wall Street Journal*, 12 December 2007.
- Greenspan, A. (2005a), *Government sponsored enterprises*, Remarks by Chairman Alan Greenspan, to the Conference on Housing, Mortgage Finance, and the Macroeconomy, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, May 19.
- Greenspan, A. (2005b), *Mortgage banking*, Remarks by Chairman Alan Greenspan to the American Bankers Association Annual Convention, Palm Desert, California, September 26.
- International Monetary Fund (2005), *Global Financial Stability Report*, September.
- International Monetary Fund (2010), *Global Financial Stability Report*, October.
- Jorion, P. (2006), *Value at Risk. 3rd ed. The New Benchmark for Managing Financial Risk*, McGraw-Hill Professional.
- Klein, L. R. and Shabbir, T. (eds.) (2006), *Recent Financial Crises*, Edward Elgar.
- Lordon, F. (2009), "Après la crise financière: "réguler" ou refondre ?", *Revue de la régulation*, N°5, 1e trimestre.
- Markowitz, H. M. (2005), "Market Efficiency: A Theoretical Distinction and So What?" *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 17-30.
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Mishkin, F. S. (ed.) (2001), *Prudential Supervision. What Works and What Doesn't*, A National Bureau of Economic Research Conference Report, The University of Chicago Press.

- National Bank of Belgium (2005), *Financial Stability Review*.
- Orléan, A. (2009), *De l'euphorie à la panique: penser la crise financière*, Cepremap, Editions Rue d'Ulm.
- Quinn, B. JM. (2009), "The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008", *Boston College Law School Faculty Papers*, Paper 241.
- Schinasi, G. J. (2004), "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper*, WP/04/187.
- Tarullo, D. K. (2009), *Financial Regulation: Past and Future*, Speech at the Money Marketeters of New York University, New York, November 9.
- Trebing, H. M. (2004), "Assessing Deregulation: The Clash between Promise and Reality", *Journal of Economic Issues*, Vol. XXXVIII, N°1, March, pp. 1-27.
- Ülgen, F. (2010), "In search of relevant regulatory policies: A Minskian lecture in view of the current financial crisis", in T. Lagoarde-Segot (ed.) *After the Crisis: Rethinking Finance*, Nova Science Publishers, Inc., New York.
- Ülgen, F. (2009a), "The current financial crisis: paving the way for reconsidering the working of market economies", *Idea. A Journal of Humanities*, 1(2).
- Ülgen, F. (2009b), « Régulation monétaire et financière et viabilité des économies de marché », Document de travail, Creppem, Grenoble.
- Ülgen, F. (1994), *L'Endogénéité de la monnaie : Ebauche d'une théorie de l'économie monétaire*, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Paris X-Nanterre.