

Secteur financier: comment év

Par **AUGUSTIN LANDIER**, **Adjunct Professor en Finance à New York University**
et **Resident Scholar au FMI**



Deux visions de la crise s'opposent aujourd'hui chez les économistes. La première voit dans l'hyper-trophie du système financier la cause même de sa déliquescence. Pour Thomas Philippon, qui enseigne la finance à New York University, le secteur financier a grossi au-delà de ce que les fondamentaux de l'économie justifiaient. Une contraction douloureuse du système était selon lui inévitable. La finance se serait donc empoisonnée elle-

même en générant une activité virtuelle opaque et incohérente avec les besoins de l'économie réelle. L'émergence de produits structurés en apparence très sécurisés serait en quelque sorte l'équivalent des farines animales dans la crise de la vache folle: les financiers auraient rendu le système fou en se faisant un métier de réemballer à l'infini leurs produits dans de nouveaux produits.

Une autre école de pensée (Emmanuel Farhi de Harvard en est un représentant) interprète très différemment la considérable croissance du secteur financier américain depuis les années 2000. Ce groupe de chercheurs y voit avant tout la conséquence de la globalisation: une masse considérable de capitaux en provenance notamment des pays producteurs de pétrole et de la Chine a cherché à s'investir dans des actifs liquides et légalement sûrs. Elle s'est pour cette raison essentiellement dirigée vers le système financier américain. Cette déferlante de liquidités a fait exploser les tuyauteries d'un système financier qui n'était pas conçu pour absorber des flux de cette taille. L'apparition de bulles dans le marché immobilier et celui des prêts immobiliers titrisés a eu deux effets funestes: Tout d'abord, les mesures utilisées en interne par les banques pour évaluer et contenir les risques s'en sont trouvées totalement dérégées. Ces mesures prennent en effet pour référence le prix des actifs financiers pour quantifier

leur risque sous-jacent. Elles supposent donc que les prix de marché sont "rationnels" et reflètent les risques encourus. Une sur-évaluation des prix conduit donc mécaniquement à une sous-évaluation des risques. Deuxième effet: comme les contrats qui prévalent dans l'industrie financière sont fortement incitatifs et typiquement indexés sur les profits annuels, ces conditions de marché ont pu conduire à un certain court-termisme (à savoir la recherche de profits immédiats au prix de risques excessifs pour les années à venir). En "régime normal", les agents financiers se projettent suffisamment loin dans le temps: ils veulent inscrire leur carrière dans la durée et sont donc soucieux de ne pas endommager leur réputation. Or la déferlante de liquidité a donné à une génération entière de financiers l'opportunité historique de s'enrichir très vite, écornant l'effet disciplinant de ce que les économistes appellent le "jeu répété", c'est à dire le souci de réputation de long terme.

Où que l'on se positionne dans le spectre de ces deux visions polaires, un thème commun émerge: celui du risque systémique dû à la congestion des positions financières. Les banques se sont avérées être exposées à des risques très similaires (en particulier le risque d'une chute de l'immobilier) et c'est cette simi-

“La spirale négative sur le prix des “actifs congestionnés” n’a pas encore trouvé de frein”

larité qui rend la crise dramatique car tous les acteurs doivent vendre les mêmes produits au même moment. Les hedge funds n'ont pas pu jouer de rôle amortisseur car eux aussi se sont révélés être engagés sur des positions trop identiques, si bien que les liquidations de certains fonds ont contaminé une majorité d'entre eux. Cette mécanique de contagion est inexorable: Faisant face à des appels de marge des banques ou des retraits de leurs investisseurs, certains hedge funds ont dû "baisser la voile" en vendant leurs positions; les prix des "actifs congestionnés" ont alors été poussés à la baisse, forçant les autres fonds exposés à ces actifs à vendre pour éviter un excès d'endettement. Cette spirale négative sur le prix des "actifs congestionnés" n'a pas encore trouvé de frein.

Éviter les crises futures

Alors que les décideurs politiques essaient encore de remettre le système financier en état de marche, il importe aussi de réfléchir aux changements qui s'imposent pour minimiser le risque d'une rechute dans ce type de catastrophe systémique. C'est maintenant qu'il faut s'y attaquer car la gravité de la crise offre une occasion unique de coordination mondiale des régulateurs et rend les dirigeants de banque prêts à accepter de nouvelles règles de pilotage.

Deux grandes directions de régulation se profilent pour éviter les situations de spirale de décongestion telles que celle que nous traversons actuellement. La première consiste à limiter directement l'exposition du système bancaire: les banques se verraient imposer des ratios prudentiels plus stricts, les conduisant à brider la taille de leurs expositions. La sévérité de ces ratios serait procyclique pour donner aux banques un rôle amortisseur en phase de crise et éviter qu'elles ne se délestent simultanément de leurs actifs. Métaphoriquement, on peut dire que dans cette optique, on évite le risque de carambolage en mettant des limites de vitesse sur l'autoroute bancaire.

Cette approche n'est pas sans coûts économiques puisque pour une quantité de dépôts donnée, elle diminue la quantité de prêts que les banques peuvent accorder. Bien entendu, il y a un arbitrage à opérer car la taille de ce coût macroéconomique et la diminution du risque systémique dépendent toutes deux de la sévérité des ratios qu'on impose.

Une seconde direction consiste à offrir des phares de pilotage aux acteurs financiers pour qu'ils se coordonnent mieux en détectant à l'avance les positions financières les plus congestionnées. Il s'agirait d'opérer un véritable saut technologique dans la régulation prudentielle. Le niveau de congestion de certaines classes d'actifs financiers ou facteurs de risques pourrait être évalué par un régulateur international en empilant les positions financières de l'ensemble des banques et des hedge funds. On obtiendrait ainsi une sorte de tour de contrôle globale du risque systémique. Les ratios prudentiels imposés aux banques diminueraient

avec la quantité de risque systémique de leurs positions, les incitant à des comportements moins similaires. Cette approche permettrait de limiter la hausse en sévérité des ratios prudentiels imposés, mais suppose un effort technologique considérable de collection et de traitement de données de la part des banques centrales ainsi qu'une coordination internationale. De nombreux détails techniques

“Deux grandes directions de régulation se profilent pour éviter les situations de spirale de décongestion”

restent à résoudre pour permettre aux banques centrales de créer cet outil de mesure du risque agrégé. Par exemple, il faudra donner des incitations fortes à éviter les contrats de gré à gré peu liquides (et donc difficiles à “pricer”). Cette piste de réforme est cependant moins irréaliste qu'il n'y paraît : Depuis peu, les sociétés de courtages américaines (les “prime brokers”) auprès desquelles les hedge funds financent leurs positions tombent sous l'autorité de la banque centrale. On peut donc en récoltant leurs données reconstituer les positions des hedge funds et créer au final une sorte de “Google” du système financier qui permette d'évaluer à la fois le “stress systémique” de l'économie et d'évaluer pour chaque actif financier le niveau de risque systémique auquel il expose ses détenteurs. Cet “upgrade technologique” des banques centrales demande un investissement massif en systèmes et en expertise informatiques.

La construction de cette “tour de contrôle” du système financier a un second avantage: En faisant travailler les régulateurs au niveau le plus fin de reporting des positions financières, il les mettra en situation de jouer un rôle majeur dans la standardisation des produits financiers. Il y a là aussi un enjeu important de réduction du risque systémique; car si l'extrême similarité des positions des acteurs financiers (banques et hedge funds) a été une mauvaise surprise, c'est en partie parce que la prolifération des produits non standards a créé un voile d'opacité et une impression fallacieuse de diversification. ■