

# Bulletin du FMI

## LES LEÇONS DE LA CRISE

### Le FMI invite à repenser la gestion des risques systémiques mondiaux

Bulletin du FMI en ligne

Le 6 mars 2009

- La discipline de marché et la réglementation financière n'ont pas suivi le rythme de l'innovation et du recours croissant au levier financier
- Les politiques macroéconomiques n'ont pas réagi à l'accumulation des risques systémiques
- Un leadership est nécessaire au niveau international pour détecter les risques systémiques mondiaux et y réagir

Dans la première étude globale de cette nature, le FMI fait le point des premières leçons à tirer de la crise financière mondiale et invite à repenser la gestion des risques systémiques à l'échelle mondiale.

« Pour dépasser la recherche de coupables dans cette crise, il est utile de se demander pourquoi les autorités n'ont pas réussi à éviter le danger qui menaçait, affirment les auteurs du rapport. Si un thème se retrouve en filigrane dans les leçons à tirer ici, c'est celui de l'impuissance à s'attaquer à la fragmentation ».

Les travaux du FMI, demandés initialement par le comité directeur de l'institution, le Comité monétaire et financier international, viendront enrichir ceux du Groupe des Vingt (G-20) principaux pays, dans le but de parvenir à un plan visant à réformer la manière dont les marchés financiers sont réglementés et à rendre plus efficaces les institutions financières internationales telles que le FMI et la Banque mondiale. Les dirigeants du G-20 se réuniront à Londres le 2 avril 2009. Lors de l'examen de l'analyse de ses services, le Conseil d'administration du FMI a insisté sur « la nécessité de prendre des mesures correctrices sur un large front et à de nombreux niveaux, ce qui représente un programme ambitieux pour les décideurs et nécessitera une action coordonnée ».

### Pourquoi la crise a éclaté

Pour rétablir la stabilité de l'économie mondiale, qui traverse la plus grave récession depuis la Seconde Guerre mondiale, il est indispensable de comprendre comment on en est arrivé là. « L'une des plus grandes défaillances des responsables pendant la période d'expansion a été leur incapacité de prendre du recul pour voir la menace que constituait la bulle grandissante des prix des actifs. Ils se sont contentés de s'occuper de leur petite partie du puzzle, en négligeant le problème plus général », a déclaré Reza Moghadam, Directeur du Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

L'analyse du FMI met en évidence des carences à trois niveaux différents :

- Les autorités de réglementation financière n'étaient pas équipées pour percevoir les concentrations de risques et les incitations faussées qui se cachaient derrière le boom

de l'innovation financière. Ni la discipline de marché ni la réglementation n'ont réussi à contenir les risques engendrés par l'innovation effrénée et le recours accru à l'effet de levier, qui s'accumulaient depuis des années.

- Les décideurs ont omis de tenir compte des déséquilibres macroéconomiques croissants qui ont contribué à l'accumulation de risques systémiques dans le système financier et sur les marchés immobiliers. Les banques centrales se sont focalisées essentiellement sur l'inflation et non sur les risques découlant du niveau élevé des prix des actifs et du recours croissant à l'effet de levier. Enfin, les autorités de contrôle financier se préoccupaient du secteur bancaire formel, non des risques qui s'accumulaient dans le système financier « fantôme ».
- Les institutions financières internationales n'ont pas réussi à susciter une coopération énergique au niveau international. Cela a amplifié l'impuissance à détecter les facteurs de vulnérabilité qui enflaient et les liens transnationaux.

### **La réglementation légère n'a pas permis de déceler les risques**

Dans leur étude sur la réglementation financière, les services du FMI notent qu'au cours de la décennie écoulée le système financier s'est considérablement développé et a créé de nouveaux instruments qui semblaient offrir des rendements plus élevés avec un niveau de risque moindre. Cette évolution a été encouragée par une confiance générale dans la réglementation légère fondée sur la double hypothèse que la discipline des marchés financiers aurait raison des comportements à risque et que l'innovation financière avait pour effet de disperser les risques et non de les concentrer.

On sait maintenant que ces deux hypothèses étaient erronées. On est ainsi arrivé à une énorme bulle des prix des actifs, surtout dans l'immobilier, et à une accumulation massive de risques tant à l'intérieur qu'en dehors du système bancaire formel. « Ce qui ressort clairement de la crise, a déclaré Jaime Caruana, Directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, c'est que le champ de la réglementation doit être élargi de manière à englober les institutions et les marchés d'importance systémique qui opéraient en échappant à la vigilance des autorités de réglementation et de contrôle. Nous proposons une approche en deux volets pour élargir le champ de la réglementation : durcir l'obligation d'information afin que les autorités de contrôle disposent de suffisamment d'informations pour déterminer quelles institutions sont assez grandes ou reliées par des liens assez puissants pour représenter un rythme systémique, et intensifier la réglementation et la surveillance fonctionnelles ».

L'étude recense cinq défauts fondamentaux auxquels il convient de remédier :

- **Premièrement, le champ de la réglementation doit être élargi** de manière à englober toutes les activités qui présentent des risques pour l'ensemble de l'économie. La réglementation devrait aussi rester souple de manière à pouvoir s'adapter à l'innovation sur les marchés financiers et elle devrait viser des activités et non des institutions. Il ne faudrait pas laisser la concentration des risques se développer au-delà du champ de la réglementation. Il importerait, dans un premier temps, de clarifier les responsabilités en matière de surveillance de la stabilité systémique.

- ***Deuxièmement, il convient de renforcer la discipline de marché.*** De nombreux observateurs ont souligné l'incapacité des agences de notation à évaluer correctement les risques et des initiatives sont en cours pour réduire les conflits d'intérêts auxquels elles sont exposées et améliorer l'obligation d'information des investisseurs. Comme autres mesures, on pourrait aussi accorder moins d'importance à la notation dans le respect des règles prudentielles et adopter une échelle différenciée pour les produits structurés. En outre, pour ce qui est des dispositifs d'intervention dans les banques d'importance systémique, ils devraient comporter un système d'alerte avancée pour permettre un déclenchement rapide des interventions ainsi que des arrangements prévisibles en ce qui concerne la répartition des pertes.
- ***Troisièmement, il conviendrait de réduire autant que possible le caractère procyclique de la réglementation et des méthodes comptables.*** Accroître le ratio de fonds propres des banques en période d'expansion créerait un volant de sécurité dans lequel les banques pourraient puiser pendant les périodes de ralentissement de l'activité. Il y a lieu de mettre en place un cadre international pour la constitution des provisions qui tienne compte des pertes attendues sur tout le cycle et non simplement sur la période précédente. Les autorités de contrôle devraient aussi évaluer périodiquement les barèmes de rémunération afin de veiller à ce qu'ils ne créent pas d'incitations à prendre des risques excessifs. Enfin, les arguments sont nombreux qui militent en faveur d'une amélioration des règles comptables de manière à ce qu'elles tiennent compte de la possibilité que, en période de prospérité comme en période de ralentissement, la détermination des prix soit faussée.
- ***Quatrièmement, il conviendrait de remédier aux déficits d'information.*** Il y a lieu de rendre plus transparente la valorisation des instruments financiers complexes. Des informations de meilleure qualité sur les transactions hors marché et sur les engagements hors bilan permettraient aux autorités de contrôle de globaliser et évaluer les risques pour l'ensemble du système. Des mesures allant dans ce sens auraient aussi l'avantage de renforcer la discipline de marché.
- ***Cinquièmement, les banques centrales devraient renforcer le cadre dans lequel s'opèrent les apports de liquidités systémiques.*** Il conviendrait d'améliorer aussi l'infrastructure qui sous-tend les principaux marchés monétaires.

### **Les politiques macroéconomiques n'ont pas tenu compte de l'accumulation de risques systémiques**

La crise a été précédée par une longue période de forte croissance mondiale et de taux d'intérêt faibles. Les investisseurs étaient ainsi encouragés à rechercher des rendements élevés, ce qui a alimenté la demande de produits à plus grand risque issus de l'innovation financière. « La crise trouve sa cause première dans l'optimisme engendré par une longue période de prospérité. Cet optimisme a fait que les risques pesant sur l'économie mondiale n'ont pas été évalués aussi soigneusement qu'ils auraient dû l'être », a déclaré Olivier Blanchard, Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI. « Compte tenu des carences considérables des systèmes de réglementation et de contrôle, cela a encouragé l'amplification de l'effet de levier et l'accumulation d'actifs à risque », a-t-il ajouté.

Bien que les politiques monétaires et budgétaires n'aient pas joué un rôle majeur dans la période qui a immédiatement précédé la crise, celle-ci contient néanmoins plusieurs enseignements pour les décideurs au niveau macroéconomique.

- **Premièrement, la politique monétaire doit réagir à l'accumulation de risques systémiques.** Les décideurs devraient privilégier la stabilité macrofinancière et accorder une plus grande attention à l'accumulation de risques systémiques. Naturellement, il est difficile d'identifier une bulle en train de se former puis d'y réagir. En règle générale, la politique monétaire est un instrument qui n'est pas assez fin pour qu'on y ait recours en période de booms des prix des actifs et du crédit : il faut chercher la solution essentiellement du côté de la réglementation prudentielle. Cependant, cette première ligne de défense a déjà montré ses limites dans le passé et les a montrées à nouveau récemment. Il semblerait donc justifié d'élargir les objectifs de la politique monétaire en y incluant explicitement la stabilité macrofinancière, en plus de la simple stabilité des prix.
- **Deuxièmement, la politique budgétaire devrait se donner des objectifs plus ambitieux durant les périodes fastes.** Elle n'a pas joué un rôle majeur dans la période qui a immédiatement précédé la crise, mais de nombreux pays n'ont pas profité non plus des années fastes pour rembourser la dette publique et réduire le déficit budgétaire. Ils ne disposent donc aujourd'hui que d'une latitude limitée pour sortir de la crise par la relance budgétaire. La politique fiscale menée ces dernières années a encouragé le financement par l'emprunt, et il serait bon de changer ces règles. Le FMI a analysé de façon approfondie les marges de manœuvre budgétaires disponibles dans les principaux pays, les mesures à inclure dans les plans de stimulation de l'économie pour qu'ils soient efficaces et les conditions d'un retour à la solvabilité des finances publiques à moyen terme, compte tenu de l'augmentation de la dette et des engagements conditionnels [insert link to FAD article that summarizes their three key papers].
- **Troisièmement, les flux internationaux de capitaux sont globalement bénéfiques, mais il faut s'attaquer aux déséquilibres mondiaux.** Les autorités devraient utiliser les politiques macroéconomiques et structurelles pour rééquilibrer l'épargne et l'investissement dans leur propre pays. Elles devraient aussi s'appliquer à réduire, par la voie réglementaire, les risques systémiques engendrés par les flux de capitaux — en imposant par exemple des limites aux positions de change des établissements financiers et autres emprunteurs de leur pays.

### **Carences de la coopération internationale**

En dépit de la menace grandissante, le FMI et les autres institutions n'ont pas alerté les autorités par un message fort, et n'ont pas encouragé non plus les actions concertées. Il faut reconnaître toutefois que des avertissements ont été lancés. Ainsi, le FMI et quelques autres ont mis en garde contre la concentration des risques dans le secteur financier et les perspectives de correction désordonnée des déséquilibres mondiaux. Mais ces appels n'ont pas été entendus, en partie parce qu'on ne leur a pas donné le caractère d'urgence et la spécificité indispensables.

Il y a aussi eu un manque de volonté de la part des autorités d'opposer une riposte coordonnée aux dangers qui menaçaient l'économie mondiale. Par exemple, lorsque la crise s'est déclenchée, la réaction initiale des pouvoirs publics a été de se précipiter au secours des établissements de crédit de leur pays, au risque de déclencher ailleurs des vagues de panique bancaire.

Les dispositifs nationaux d'assurance des dépôts ne sont qu'un exemple des nombreuses conséquences non intentionnelles des initiatives unilatérales qui ont été prises au niveau national et qui ont par la suite causé des difficultés dans d'autres pays en amplifiant les effets de la crise.

En définitive, la crise a rappelé avec force que les messages doivent être plus clairs et qu'il faut davantage, et non pas moins, de coopération internationale dans un grand nombre de domaines de l'économie et des finances. Selon l'analyse du FMI il faut agir dans quatre domaines.

- ***Premièrement, les avertissements lancés doivent être mieux ciblés et plus spécifiques.*** Le FMI s'emploie, avec le Forum de stabilité financière (FSF), à mettre sur pied un nouveau dispositif d'alerte avancée qui permettra de rassembler des compétences macrofinancières actuellement dispersées et se focalisera sur les menaces clés. De façon plus générale, la tâche du FMI sera de faire une synthèse des évolutions survenues dans les secteurs macroéconomique et financier, en élaborant un scénario qui tienne compte des effets de contagion internationaux.
- ***Deuxièmement, il faut qu'une entité donne l'impulsion nécessaire pour répondre aux risques systémiques mondiaux.*** Elles sont plusieurs à pouvoir jouer un rôle moteur dans ce sens — FMI, G-7, G-20, FSF et OCDE —, mais aucune ne l'a fait de façon efficace. Le mandat, la dimension quasi universelle et les compétences macroéconomiques et financières du FMI le rendent particulièrement apte à donner l'impulsion voulue pour contrer les risques mondiaux, mais ses procédures bureaucratiques et ses structures de pouvoir rigides ont conduit à déplacer le débat vers des groupes plus restreints et plus souples, comme le G-20 ou le FSF. Cependant, ces petits groupes ont leurs propres problèmes de légitimité et de capacité de mise en œuvre. Une solution satisfaisante pour tous devrait apporter ces garanties de compétence, de légitimité et d'efficacité, et offrir aux autorités une enceinte dans laquelle des engagements pourraient être pris au plus haut niveau. Le FMI peut être cette solution, mais il faudra pour cela rééquilibrer davantage la représentation des États membres de façon à ce que le processus de décision institutionnel reflète plus correctement la réalité économique mondiale actuelle.
- ***Troisièmement, les interventions dans les établissements financiers transnationaux en difficulté doivent être réglementées*** de façon à encourager la collaboration plutôt que les solutions qui, en cherchant à réduire autant qu'il est possible le fardeau supporté par les contribuables locaux, risquent de favoriser la politique du « chacun pour soi ».
- ***Quatrièmement, enfin, un cadre de liquidité mondiale crédible s'impose.*** L'accès à des financements ou assurances à grande échelle reste problématique pour la plupart des pays émergents. Le FMI réexamine le cadre de ses activités de prêt pour s'assurer qu'il répond bien aux besoins de ses membres. S'il ne peut pas fournir les assurances requises, ces pays risquent à l'avenir de chercher à s'assurer eux-mêmes en dégageant des excédents et en accumulant des réserves, ce qui pourrait provoquer des distorsions dans le commerce mondial ces prochaines années.

## **Perspectives**

Il sera difficile, politiquement et techniquement, de mettre en œuvre les recommandations formulées ici. Toutefois, la crise actuelle montre bien, ne serait-ce que par son ampleur, combien il importe de tirer les leçons des erreurs du passé. Il convient aussi de ne pas sous-estimer l'élan qui existe aujourd'hui en faveur d'actions décisives et de solutions durables. Le sommet du G-20 prévu le 2 avril 2009 sera la première occasion d'accomplir de réels progrès.

« La tâche est immense, et les différents acteurs envisagent parfois les réformes de façon très différente, mais nous constatons qu'il existe une réelle volonté de trouver des solutions communes. Nous espérons que l'analyse du FMI facilitera la formation d'un consensus autour des actions à mener face à ces problèmes communs », a conclu Reza Moghadam.