



No 1994 – 06
Juillet

Réglementation et prise de risque des intermédiaires financiers

Benoît Mojon

SOMMAIRE

Résumé.....	5
Abstract.....	7
Introduction	9
1. Déterminants macro-économiques de la crise des prix d'actifs.....	11
1.1. La déréglementation est un processus endogène.....	11
1.2. Facteurs macro-économiques favorisant le développement de fortes fluctuations dans les prix d'actifs.....	14
1.3. Facteurs macro-économiques catalyseurs du retournement des anticipations.....	17
2. Comportements des intermédiaires financiers.....	19
2.1. Des crédits s'inscrivant dans des dynamiques spéculatives.....	19
2.2. L'aléa moral comme facteur explicatif de la prise de risque accrue des intermédiaires financiers.....	23
2.3. Incapacité des systèmes financiers à évaluer spontanément la solvabilité des économies.....	28
2.3.1. Perturbations de l'environnement des intermédiaires financiers.....	28
2.3.2. Le risque de système.....	31
Conclusion.....	34
Annexe : assurance des dépôts et aléa moral.....	36
1. Arguments théoriques	36
2. Aléa moral dans la crise des caisses d'épargne américaines, études empiriques.....	38
Références.....	41
Liste des documents de travail du CEPII.....	43

Résumé

Le mouvement général de déréglementation des systèmes financiers, impulsé aux Etats-Unis dans les années 1970 et poursuivi dans les années 1980 dans beaucoup de pays de l'OCDE, a abouti au début des années 1990 à des crises financières et à des récessions macro-économiques très virulentes. L'étude s'appuie essentiellement sur l'observation de sept pays : Finlande, France, Japon, Norvège, Suède, le Royaume Uni et les Etats-Unis.

Le texte rappelle brièvement que ce mouvement international de déréglementation a des déterminants macro-économiques forts. Il décrit ensuite comment l'instabilité financière résulte en partie d'une conjoncture favorable à son émergence. En effet, l'expansion du crédit qui suit la déréglementation intervient dans une conjoncture favorable, qui est propice à la surévaluation de la capacité de remboursement des emprunteurs. De même, la crise financière est d'autant plus virulente que l'insolvabilité des emprunteurs intervient dans un contexte de récession, qu'elle renforce, mais qui résulte aussi de chocs exogènes imprévisibles (chute du commerce avec l'URSS en Finlande, ou contre-choc pétrolier en Norvège,...).

Dans une seconde partie, le caractère délibéré ou subit de la prise de risque accrue des intermédiaires financiers est étudié. Les arguments des auteurs en faveur de chacune de ces deux approches sont repris.

Pour les partisans de la première approche, le comportement d'aléa moral des banques, après que la déréglementation ait supprimé leur rente de monopole, explique leur dérive vers des prises de risque plus importantes. Les banques ont des stratégies plus risquées parce que, du fait de l'assurance des dépôts, elles n'assument que partiellement le risque en cas d'échec, alors qu'elles en tirent tous les bénéfices en cas de réussite. Dans cette approche, la perte de rentes de monopole est déterminante car ce sont ces rentes qui antérieurement à la déréglementation limitaient la prise de risque, les intermédiaires financiers ne voulant pas risquer de les perdre en cas de faillite.

Pour les partisans de la seconde approche, la prise de risque accrue des intermédiaires financiers n'est pas délibérée mais subit. Dans un environnement en pleine mutation, l'incertitude radicale qui caractérise le risque de crédit est accrue. Dans le contexte de la déréglementation, la course aux parts de marché induit un mimétisme des intermédiaires dans la sous-évaluation du risque.

Abstract

The general movement towards the deregulation of financial systems, which started in the United States in the 1970's and continued in many OECD countries in the 1980's led to financial instability and macroeconomic recession at the beginning of the 1990's. This article studies this phenomena in seven countries: Finland, France, Japan, Norway, Sweden, the United Kingdom and the United States.

The article begins by briefly recalling that the movement toward deregulation was strongly determined by macroeconomic trends. It then describes how financial instability resulted, to some extent, from the peculiarities of the business cycle. The strong growth of credit which followed deregulation occurred while the economies were booming, which explains why the financial intermediaries over-estimated the solvency of borrowers. Moreover, the default of borrowers took place during a recession, which was partly the consequence of some unforecastable exogenous shocks, such as the plummeting of foreign trade with Soviet Union in Finland, or the strong decrease of oil prices in Norway, etc.

The second part of the article examines, whether banks took more risks knowingly, or whether they were passive in this evolution. The arguments in favour of each approach are presented.

On the one hand, moral hazard behaviour by banks was a consequence of deregulation, which reduced the franchise value and monopoly rents of banking. Taking more risk is rational because deposit insurance meant that banks were only partially responsible for the losses in case of failure, while being the only benefactors in case of success. From this point of view, the reduction of franchise value and monopoly rents of banking is essential in explaining bank behaviour. Prior to deregulation, monopoly rents limited risk, as banks sought to avoid loosing such rents due to bankruptcy.

On the other hand, it is argued that the banks acted unwillingly in the growth of risk. As the financial environment is going through a revolution, the radical uncertainty (uncertainty a la Knight) which characterise credit risk has increased. Following deregulation, the competition for market shares induces banks to imitate one another in underestimating risk.

***Réglementation et prise de risque des intermédiaires financiers :
la crise des prix d'actifs au début des années 1990¹***

Benoît Mojon²

Introduction

L'objet de cette étude est d'analyser le comportement des institutions financières dans le cycle conjoncturel de la fin des années 1980. Les intermédiaires financiers ont en effet eu un rôle prépondérant dans ce cycle. Dans un premier temps, au cours de la seconde moitié des années 1980, le crédit s'est développé parallèlement à l'augmentation des prix des actifs immobiliers ou boursiers. Certaines banques n'ont pas hésité à engager une part excessive de leur actif dans des secteurs alors en expansion, sans diversifier le risque. Elles semblent ne pas avoir anticipé que les tendances, très fortement haussières des prix d'actifs qui déterminaient la valeur de leur collatéral, pourraient un jour s'inverser. Elles ont eu, d'une certaine manière, un comportement spéculatif d'offre de crédit. Puis, au début de la décennie 1990³, les prix d'actifs ont cessé de croître à des rythmes effrénés et les banques ont subi les faillites de leurs clients. Cette phase s'est accompagnée d'un net resserrement de l'offre de crédit qui a amplifié la récession dans le secteur réel ou en tous cas retardé la reprise.

Ce scénario s'est principalement produit dans plusieurs pays industrialisés⁴ qui avaient entrepris une déréglementation de leur système financier pendant les années 1980. La déréglementation a créé des conditions nouvelles de fonctionnement du système financier. Le lien entre déréglementation et instabilité macro-économique n'est

¹C'est à la suite d'un stage au FMI, effectué au mois d'août 1993, que l'idée de ce texte est apparue. Je tiens particulièrement à remercier J.P Landau, alors Administrateur Français du F.M.I. et de la Banque Mondiale, et son équipe qui m'ont accueilli à Washington et mis en contact avec les économistes du Fond qui travaillaient sur les crises financières. Les idées qui sont développées dans ce texte résultent en partie des discussions menées avec des économistes et des consultants du FMI. Je remercie notamment M.D. Bordo, W. Lee, S.M. Fries, C. Pazarbasioglu, C.J. Lindgren, S.R. Weisbrod, F. Caramazza et G.M. Meredith. Je demeure le seul responsable des analyses développées et des erreurs subsistant dans ce texte. Je tiens également à remercier Ph. Bonzon, D. Desruelle et F. Larsen pour leur hospitalité.

² Economiste au CEPII

³D'après l'indice composite des prix d'actifs patrimoniaux mis au point par la BRI et présenté dans le chapitre VII de son 63^{ème} rapport annuel, la décade des prix d'actifs est amorcée entre 1988 et 1989.

⁴ Les pays industrialisés ayant connu une crise de leur système financier (augmentation très nette des faillites d'institutions financières, montée en flèches des défauts sur prêts), ou pour le moins, une influence forte de la sphère financière sur le cycle sont les suivants : Australie, Etats-Unis, Finlande, France, Japon, Norvège, Royaume Uni et Suède. Dans ce texte, l'argumentation s'appuie sur l'expérience des pays pour lesquels le F.M.I. a fourni une analyse spécifique de la crise financière, c'est à dire les pays nordiques, le Japon et les Etats-Unis. Les crises observées en France et au Royaume Uni seront mentionnées de manière marginale.

pas simple et direct et c'est en ce sens que les expériences menées par différents pays sont susceptibles de nous apporter des éléments pour une meilleure compréhension. Cette note comporte deux parties.

Dans un premier temps, il paraît important de rappeler le rôle joué par l'enchaînement de conditions macro-économiques particulières dans l'émergence de l'instabilité. D'abord, en revenant sur les bouleversements macro-économiques survenus pendant les années 1970, parce que ceux-ci sont à l'origine de la déréglementation. Cette dernière apparaît en effet, le plus souvent, comme un processus endogène car elle a résulté la plupart du temps de la réaction des autorités monétaires face à un environnement macro-économique en profonde mutation. Les déséquilibres nationaux entre capacités et besoins de financement, les évolutions des profils d'endettement entre agents privés et publics ont modifié les enjeux auxquels les systèmes financiers nationaux ont dû faire face. Les intermédiaires financiers ont dû s'adapter d'une part à une polarisation internationale des déséquilibres épargne-investissement, renforçant la globalisation financière, et d'autre part à une demande d'instruments de placements capables de couvrir les épargnants contre des risques inédits, apparus avec la volatilité des taux de changes et des taux d'intérêts. A partir du milieu des années 1980, les systèmes financiers ont été transformés pour s'adapter à ces nouvelles données. Mais les conditions macro-économiques particulières ont continué à jouer un rôle prépondérant dans l'émergence de la crise des prix d'actifs. Elles ont fortement favorisé dans un premier temps l'augmentation de l'endettement des différents agents non financiers. Elles ont ensuite contribué au déclenchement des crises proprement dites, en étant au moins les catalyseurs des retournements des anticipations sur les tendances de prix d'actifs.

Dans un second temps, il s'agit de tenter d'expliquer l'attitude des intermédiaires financiers pendant la dernière décennie. Ex post, le niveau des pertes sur prêts démontre que les intermédiaires financiers ont sous-estimé systématiquement les risques. Il apparaît donc nécessaire de comprendre leur comportement. Deux approches sont possibles. Selon la première, les intermédiaires financiers ont délibérément engagé leurs actifs sur des projets plus risqués. Cela parce qu'ils ne disposaient plus des rentes de monopole qui prévalaient avant la déréglementation. Les intermédiaires financiers ont été dès lors incités, parce qu'une faillite ne signifie plus la perte d'une rente de situation, à prendre plus de risques pour tirer partie d'une assurance des dépôts tarifée indépendamment des risques pris en contrepartie. Selon la seconde, l'accroissement du risque est davantage une dérive collective, un processus dans lequel il est difficile pour chaque intermédiaire de ne pas suivre le mouvement général. Ce second courant décrit en fait des intermédiaires financiers incapables d'évaluer spontanément la solvabilité des emprunteurs. L'analyse que l'on retient des comportements risqués des intermédiaires dans le passé récent donne la direction des changements à apporter aux réglementations des systèmes financiers. A ce sujet, nous signalerons les dangers d'une re-réglementation qui, analysant les prises de risque récentes comme des manifestations de type "aléa moral", chercherait à imposer aux intermédiaires une tarification ex ante de chaque prise de risque.

1. Déterminants macro-économiques de la crise des prix d'actifs

La séquence "déréglementation du système financier / instabilités financières" observée dans les différents pays étudiés a souvent conduit à des conclusions hâtives du type : "c'est la déréglementation qui est à l'origine de l'instabilité". Dans cette partie, nous voudrions montrer comment l'environnement macro-économique a fortement favorisé l'instabilité financière.

1.1. La déréglementation est un processus endogène

Les déréglementations des systèmes financiers n'ont pas été tirées d'un chapeau par des autorités monétaires en mal de libéralisme. Elles s'inscrivent plutôt dans un processus dynamique, qui a commencé dans les années 60 ou 70 et dont elles ne sont qu'une étape, elle-même conséquence de déterminants plus profonds : les déficits énergétiques qui entraînent l'apparition de déficits courants, l'effondrement du système de Bretton Woods qui a donné lieu à des déséquilibres de balances des paiements alors qu'auparavant les taux de change stables pouvaient éventuellement être renégociés entre les pays pour éviter les déséquilibres (Belhomme, Dupuy, Matta et Salomon 1990), l'apparition de déficits publics pour essayer de maintenir la croissance, la persistance de l'inflation...

La réduction de la croissance consécutive au premier choc pétrolier a fait apparaître une capacité de financement accrue du secteur privé dans les pays industrialisés. Les gouvernements ont alors creusé les déficits publics pour pallier la réduction de l'investissement privé. Parallèlement, le transfert de revenu vers les pays producteurs de pétrole s'est traduit par l'apparition d'une forte capacité de financement dans ces pays. La résolution de l'équilibre épargne / investissement s'est alors mondialisée au sens où les institutions financières, du fait de la faiblesse de la demande de crédit privé au Nord, ont orienté cet excédent vers les pays en voie de développement, structurellement emprunteurs. Dans les années 1980, la polarisation internationale des capacités de financement s'est déplacée du Sud (pays producteurs de pétrole à faible population finançant les pays en voie de développement) vers le Nord (Japon et Allemagne finançant les Etats-Unis). De fait, les réductions d'impôts "reaganiennes" ont coïncidé avec les retours à l'équilibre des finances publiques au Japon et en l'Allemagne. Les secteurs privés de ces deux pays sont alors devenus les principaux créanciers internationaux (Aglietta, Brender et Coudert 1990).

La confrontation de masses d'épargne et de dettes publiques croissantes a été déterminante. D'une part, la crainte d'un recours des gouvernements à une monétisation de leur dette, qui aurait dévalorisé le patrimoine financier des épargnants, a renforcé la priorité donnée à la lutte contre l'inflation. D'autre part, le fait que ces masses d'épargne soient susceptibles de se déplacer d'un pays à l'autre a créé une concurrence entre les différentes places financières (de Boissieu 1986). Pour attirer l'épargne mondiale, elles devaient offrir aux épargnants étrangers des instruments de

placement compétitifs et des politiques monétaires crédibles (Belhomme, Dupuy, Matta et Salomon 1990). Parallèlement, la volatilité des taux d'intérêts à partir de 1979, laquelle est d'ailleurs amorcée par la volonté du Fed d'éradiquer l'inflation, et celle des taux de changes, propres à un système monétaire international fonctionnant en changes flottants, ont stimulé l'innovation financière, notamment dans le domaine des instruments de couverture.

Le décloisonnement des systèmes financiers, tant au niveau national qu'international et leur libéralisation ont été des moyens pour les économies de s'adapter à des mutations macro-économiques profondes. La forme prise concrètement par le décloisonnement et la libéralisation a fortement dépendu des progrès technologiques, de la concurrence entre places et entre catégories d'institutions inégalement réglementées (Gual et Neven 1992).

Le Japon apparaît comme un cas d'école, illustrant le cadre d'explication général qui vient d'être exposé. Dans ce pays, la déréglementation a très largement été la conséquence de conditions macro-économiques.

La très nette augmentation de la dette publique qui a suivi le choc de 1973 d'une part, la persistance d'un excédent commercial d'autre part, ont pesé sur le mode d'organisation du système financier japonais. Dans les années 1970, la formation d'un marché des titres publics, potentiellement porteur du passage d'un système financier administré à un système financier de marché, a résulté de la montée de la dette publique, sous l'effet de la politique budgétaire expansive (Coudert 1986).

L'accumulation d'un excédent commercial dans les années 1980, a conduit à la levée progressive des contrôles de capitaux. De fait, c'est parce que le Japon dégagait globalement une capacité de financement qu'il a fallu orienter cette épargne excédentaire vers les débiteurs étrangers, aux Etats-Unis principalement. De plus, les sorties de capitaux étaient la seule soupape capable d'endiguer l'appréciation trop forte du yen. Une fois acquise la liberté de circulation des capitaux, le système financier japonais était contraint d'évoluer sous la pression de la concurrence avec les autres places financières. Les épargnants et les investisseurs institutionnels japonais ont eu accès à des produits de placements, les entreprises à des formes d'endettement plus variés et plus avantageux qu'au Japon. Les intermédiaires financiers japonais revendiquaient de pouvoir offrir des produits similaires à ceux disponibles à l'étranger⁵ pour maintenir la clientèle. L'organisation des marchés financiers qui prévalait jusqu'au début des années 1970, laissait peu de place aux marchés⁶. La liberté de circulation des capitaux a remis en question ce type d'organisation dès lors que la clientèle interne n'était plus captive.

⁵ Rémunération libre des dépôts, marchés à termes, titres de dette à court terme, options,...

⁶ Les seuls titres, obligations émises par l'Etat ou actions d'entreprises privés, circulaient très peu. Les obligations étaient distribuées à un syndicat captif de banques et les actions s'échangeaient principalement lors de prises de participation entre les entreprises d'un même groupe.

L'exemple du Japon montre que la déréglementation peut s'inscrire dans un processus dynamique où interviennent des mutations macro-économiques et des situations de concurrence, non entièrement maîtrisables par les autorités publiques qui ont pourtant institutionnalisé cette déréglementation.

En Norvège, le système financier initial comportait un encadrement du crédit strict avec réserves obligatoires. A partir des années 1970, les institutions financières ont contourné cet encadrement en développant les transactions hors bilan. Notamment, les banques se sont portées garantes de prêts accordés par des non-banques, moins réglementées. Les autorités monétaires ont alors choisi d'alléger leur réglementation (l'encadrement du crédit est totalement supprimé en 1984) pour retrouver le contrôle de la création monétaire qui leur échappait de plus en plus. De même, en Finlande, la réglementation traditionnelle a été abandonnée après le développement de marchés parallèles du crédit non réglementés. La surveillance de la création monétaire, qui passait par la fixation d'un taux du crédit moyen et par des quotas de refinancement des institutions financières auprès de la banque centrale, doit maintenant compter avec un marché monétaire.

La possibilité de contourner les réglementations traditionnelles, puis la concurrence entre "sphères réglementées et sphères non réglementées", ont donc conduit à l'adoption de nouvelles modalités de contrôle monétaire, importées des pays anglo-saxons, vis-à-vis desquelles autorités et acteurs économiques n'avaient pas l'expérience accumulée de leurs homologues dans les pays qui les ont engendrées.

En France, la désinflation et l'augmentation très nette des taux d'intérêts réels, qui deviennent positifs en 1981, ont amené les autorités à aligner les conditions de financement des entreprises françaises sur celles de leurs concurrents étrangers en créant des marchés de finance directe. De plus, la volonté de donner à Paris la dimension d'une place financière internationale (concurrence entre places) a conduit à développer des nouveaux instruments et marchés financiers.

Enfin aux Etats-Unis, la déréglementation de la rémunération des dépôts a été la réponse des autorités à l'augmentation des taux d'intérêt, amorcée en 1979 pour endiguer une inflation historiquement très élevée. La libération des rémunérations est apparue incontournable pour empêcher une réorientation de l'épargne, notamment des Caisses d'Epargne vers d'autres circuits.

Les mesures de déréglementation que nous venons de décrire rapidement ont été prises, dans les différents pays, sous la pression des marchés. On peut penser que les systèmes financiers se seraient sensiblement transformés même s'il n'avait pas existé parallèlement une volonté de libéralisation de la part des autorités. Ces transformations s'inscrivent dans un mouvement international, mais elles peuvent également être le fait de dynamiques internes. Il semble difficile pour un pays de limiter unilatéralement la liberté de circulation des capitaux, pourtant principal moteur du nivellement vers le bas des réglementations nationales. De même, dans les pays Nordiques, pour lesquels l'accès aux marchés internationaux des capitaux peut sembler moins crucial (la pénétration des marchés financiers de ces pays par des institutions financières

étrangères est restée très faible même après la libéralisation), la déréglementation a été mise en oeuvre sous des impulsions principalement internes.

On a vu se développer des marchés parallèles non réglementés qui ont été la source du nivellement par le bas des mesures de réglementation pour les institutions qui y étaient encore soumises.

1.2. Facteurs macro-économiques favorisant le développement de fortes fluctuations dans les prix d'actifs

Dans la seconde moitié des années 1980, tous les pays étudiés ont connu des mouvements à la hausse très rapide des prix de l'immobilier et parfois des actions. Les tendances de prix se sont inversées dans un second temps, avec les conséquences que l'on sait sur les résultats des institutions financières. Si ces mouvements de prix revêtent très certainement un caractère de bulles spéculatives, il convient de rappeler que les conditions macro-économiques les ont largement favorisés.

Commençons là aussi notre revue des pays par le Japon. Les facteurs fondamentaux expliquent en grande partie le profil heurté des prix des actions. Une forte croissance, de plus de 4,6 % en moyenne de 1985 à 1990 (tableau 1), des profits qui ont augmenté de 67% sur la même période, justifient selon le modèle standard⁷ une augmentation de la valeur des actions. De même, les taux d'intérêt ont été délibérément maintenus très bas : le taux d'intérêt à long terme est passé de 6,3% en 1985 à 4,2% en 1987 et le taux à court terme a été ramené de 5 à 2,5% de janvier 1986 à février 1987, pour pallier les éventuels effets récessifs de l'appréciation du yen, programmée dans les accords du Plaza, puis pour gérer le crack de 1987. Ce profil des taux d'intérêt a joué, toujours d'après le modèle standard, dans le sens d'une augmentation des cours des actions.

Ces éléments ont aussi contribué à l'augmentation des prix immobiliers par anticipation d'une demande plus élevée (croissance du PIB, de l'investissement des entreprises dont le coût de financement est réduit par la hausse de la bourse...), mais aussi du fait de la diminution du coût du crédit nécessaire aux acquisitions (bas niveau des taux d'intérêt). Enfin, au delà de ces conditions conjoncturelles favorables, l'évolution des prix a été renforcée par un système fiscal japonais traditionnellement favorable aux opérations immobilières. Ainsi, le Japon semble avoir cumulé les facteurs macro-économiques favorables à des hausses des prix d'actifs, tant boursiers qu'immobiliers. (cf. tableau 1).

Aux Etats-Unis, l'augmentation rapide des prix immobiliers dans certaines zones urbaines est intervenue pendant la plus longue période de croissance de l'après-guerre (4,2 % de croissance en moyenne de 1982 à 1989, Tableau 1).

⁷ Le modèle standard donne le cours des actions comme la somme des dividendes futurs, actualisés au taux d'intérêt du marché. On sait cependant que les dividendes servis sur les actions japonaises sont très bas.

Dans les pays Nordiques, le boom de l'immobilier démarre à des moments de forte croissance (dans la première moitié des années 1980 en Norvège et dans la seconde moitié en Finlande et en Suède). Mais l'élément déterminant pour ces trois pays est le faible niveau des frais financiers qui provient d'une inflation élevée et de régimes fiscaux allant jusqu'à une déductibilité totale des intérêts versés sur les prêts hypothécaires. Il convient d'ajouter qu'en Norvège, les autorités monétaires ont délibérément maintenu les taux d'intérêt à un niveau réduit.

En France, la Bourse repart à la fin de années 1970 suite à des politiques d'incitation fiscale⁸; elle est par la suite dynamisée, comme au Royaume-Uni, par des programmes de privatisation et l'on justifie le rythme élevé de la croissance des cours comme une compensation de la sous-évaluation qui persistait depuis le début des années 1960. Ces deux pays passent également par des phases prolongées de croissance relativement élevées au moment de l'envol des prix immobiliers.

Il n'en reste pas moins que les marchés financiers ont sur-réagi autour de ces fondamentaux favorables à des hausses de prix. C'est en tout cas l'analyse des autorités publiques du Japon, des pays nordiques et des Etats-Unis qui ont toutes modifié leur politique monétaire et leurs incitations fiscales pour enrayer des hausses de prix d'actifs immobiliers ou boursiers jugées excessives. On peut également émettre des réserves quant à une causalité rythme élevé de la croissance / hausse de prix d'actifs. En effet, l'évolution des prix d'actifs a elle-même une incidence sur la croissance. La relation du q de Tobin explicite un lien possible entre cours des actions et investissement⁹. De même, une hausse des prix immobiliers renchérit la valeur nette des firmes et la valeur du patrimoine des ménages, ce qui devrait faciliter l'accès au crédit et accroître la capacité d'endettement des agents non financiers qui disposent d'un collatéral dont la valeur s'accroît¹⁰.

⁸Lois Monory de 1978 qui donnait une réduction d'impôts de 25% du portefeuille détenu en actions, à condition que le portefeuille ne soit pas liquidé avant 8 ans.

⁹Cependant, l'application de la théorie du q de Tobin pour expliquer l'investissement pendant les années 1980 n'est pas directe. Aux Etats-Unis par exemple, les augmentations des cours de bourse ont été le signe de la multiplication des opérations de rachat d'entreprise qui sont passées le plus souvent par des surenchères sur les prix des actions, sans stimuler l'investissement. Au Japon, Ogawa (1993) montre que l'investissement est corrélé positivement avec la part de la hausse du prix des actions expliquée par les variations des fondamentaux mais qu'il est corrélé négativement avec la part résiduelle de la hausse du prix des actions. On aurait donc un effet négatif de la bulle spéculative (une hausse des cours indépendante des fondamentaux étant par définition la trace d'une bulle spéculative) qui s'est développée sur le marché des actions de 1985 à 1989, sur l'investissement.

¹⁰ Aglietta, Coudert et Mojon (1993) explicitent les différents canaux de transmissions des variations de prix d'actifs patrimoniaux sur l'économie réelle.

1.3. Facteurs macro-économiques catalyseurs du retournement des anticipations

Dans tous les pays étudiés, on peut mettre en évidence au moins un changement d'une des variables macro-économiques (évoquées dans la partie précédente) comme étant à l'origine du retournement des prix d'actifs. Plus exactement, un changement de taux d'intérêt, du rythme de la croissance ou d'une disposition fiscale, va intervenir dans le processus d'anticipation des prix d'actifs et/ou plus directement en augmentant le rapport des charges financières, intérêts et principal, sur les revenus des agents impliqués dans les transactions sur ces mêmes actifs.

Au Japon, le relèvement des taux d'intérêt à court terme, à partir de l'automne 1989, va avoir un impact direct sur les cours des actions, qui amorcent leur décroissance à partir du mini krach de février 1990. La volonté de modérer la flambée des prix immobiliers, qui mettait les acquisitions de logements hors de portée des ménages, a été à l'origine de réformes fiscales. Dès 1987, le taux d'imposition des plus values de court terme sur transactions immobilières est augmenté alors que la durée de détention d'actif immobilier, qualifiée de long terme, c'est-à-dire permettant de bénéficier d'exonérations sur les plus-values, est réduite pour stimuler l'offre. En 1991, une nouvelle réforme fiscale vise à promouvoir les transformations d'immobilier commercial en logement et à peser sur les prix, notamment en introduisant un impôt sur la détention d'actifs immobiliers (0,2% dans un premier temps puis 0,3% à partir de l'année fiscale 1993).

En Suède et en Norvège, les gouvernements ont pris des mesures pour réduire la déductibilité des intérêts. Ce type de réforme affecte la solvabilité des projets en modifiant leur résultat après impôts. On estime aux Etats-Unis que beaucoup de projets immobiliers sont devenus non rentables après impôt lors de la mise en oeuvre de la réforme fiscale de 1986. On observe aussi un resserrement des politiques monétaires aux Etats-Unis en Suède et en Finlande avant que les tendances de prix d'actifs ne se retournent.

Le rythme de la croissance semble également avoir été un facteur macro-économique important : l'envol des prix d'actifs a eu lieu dans la phase ascendante du cycle et leur retournement au moment où la croissance s'essouffait. Pour les petits pays, les causes du ralentissement de l'activité sont à relier à des chocs externes. La Norvège a été gravement touchée par le contre choc pétrolier de 1986. La Finlande a subi la réduction de ses échanges avec l'ex-URSS. La Suède, de son côté, a été affectée par le ralentissement de la croissance mondiale.

Pour les grandes économies que sont le Japon et les Etats-Unis, les causes du tassement de la croissance et de la récession sont plus difficiles à déterminer, on peut se demander si ce retournement est déterminé par l'évolution des situations financières des agents non financiers. La dimension financière du cycle macro-économique devrait être examinée ici pour déterminer le sens de la causalité entre crise financière et récession.

Il paraît difficile de déterminer l'ordre précis de l'enchaînement crise financière / récession, et la causalité entre les deux phénomènes semble pouvoir fonctionner dans les deux sens. D'une part, le fait que les agents soient contraints par un endettement excessif les a incité à diminuer leur consommation, leur investissement, voire les a amenés à se retrouver en situation de faillite. Inversement, on peut appréhender l'histoire dans l'autre sens en expliquant la crise financière par les conséquences du ralentissement de la croissance sur la solvabilité ou sur la liquidité des agents qui se sont endettés pour se porter acquéreurs d'actifs boursiers ou immobiliers¹¹.

Il demeure que, quelque soit le sens de la causalité et donc également dans les pays Nordiques, les niveaux élevés d'endettement liés à l'augmentation des prix des actifs patrimoniaux (soit qu'ils servent de collatéraux soit qu'ils soient l'objet des prêts) ont aggravé la récession. Les remontées atypiques des taux d'épargne, qui accompagnent le désendettement des agents non financiers, et la réduction du rythme du crédit, qui accompagne l'assainissement des bilans des agents financiers, l'illustrent parfaitement.

Les quelques éléments qui viennent d'être rassemblés montrent que l'environnement macro-économique a influencé la déréglementation et les mouvements à la hausse puis à la baisse des prix d'actifs. Ainsi, beaucoup de mesures particulières de déréglementation peuvent se comprendre comme une réponse parfaitement fondée des autorités à une situation donnée. Mais, l'adaptation des réglementations des systèmes financiers à des mutations macro-économiques profondes, à des configurations macro-économiques particulières ou aux innovations financières a pu provoquer des effets secondaires non désirables et dans la plupart des cas non anticipés. Les crises financières récentes ont manifesté la nécessité d'appréhender globalement la réglementation du système financier et les dangers d'adaptation prématurée de la réglementation, susceptible de repousser les ajustements nécessaires.

Pour le comprendre, il convient d'analyser le comportement des intermédiaires financiers pendant la crise.

¹¹ La question du sens de la causalité entre crise financière et ralentissement de la croissance, et, plus généralement de l'apparition d'un cycle macro-économique engendré par des marchés financiers imparfaits, demande des approfondissements au delà de l'ambition du présent article. Ces questions font l'objet d'un traitement spécifique dans Aglietta (1993).

2. Comportements des intermédiaires financiers

2.1. Des crédits s'inscrivant dans des dynamiques spéculatives

L'ampleur des pertes sur prêts depuis le début des années 1990 indique une prise de risque plus importante des intermédiaires financiers pendant la seconde partie des années 1980. Une dynamique "augmentation du crédit/augmentation des prix d'actifs" s'est mise en place (comme le montre l'analyse du chapitre VII, dans 63ème rapport annuel de la BRI). C'est une dynamique auto-entretenu parce que le crédit permet l'augmentation de la demande d'actifs, et que l'augmentation des prix qui en résulte renchérit la valeur des actifs utilisés comme collatéraux sur les nouveaux crédits. La disponibilité du crédit a permis des augmentations de prix d'actifs nettement supérieures aux augmentations justifiées par les fondamentaux, aussi favorables soient-ils. Le retournement des prix des actifs patrimoniaux, une fois le boom passé, en est la meilleure preuve.

Tableau 2
Niveau du prix réel des actifs patrimoniaux*
(Indice sur base de 100 en 1980)

Pays	En 1989	En 1992
Etats-Unis	130	135
Royaume-Uni	166	147
Suède	255	185
Japon	233	160
France	150	140

Source : B.R.I., Rapport annuel 1993, chap VII
Statistiques non disponibles pour la Finlande et la Norvège
** Indice de prix d'un panier d'actifs immobilier et boursier calculé par la BRI*

Dans tous les pays, l'évolution de l'actif des intermédiaires financiers montre deux faits marquants :

- en premier lieu, une très forte croissance des crédits pendant plusieurs années consécutives ; les taux de croissance en volume dépassent 10% dans tous les pays étudiés. Ils sont supérieurs à 15% dans les pays nordiques (graphiques 1) ; il en a résulté une très forte augmentation du niveau d'endettement des agents non financiers (tableau 3) ;

Tableau 3

 Dette des agents privés rapportée au PIB

En %

	Ménages				Entreprises			
	1980	1985	1990	1992	1980	1985	1990	1992
Etats-Unis	49	55	68	68	52	60	65	60
Royaume-Uni	38	57	80	82 ⁽¹⁾	94	126	167	180 ⁽²⁾
Suède	53	53	64	-	113	122	176	-
Japon	42	47	63	62 ⁽¹⁾	89	127	136	136 ⁽²⁾
France	45	46	55	52	56	60	66	71

(1)(2) : Chiffres de l'année 1991
 Source : Comptes Nationaux des différents pays ;
 département économique de l'OCDE.
 Statistiques non disponibles pour la Finlande et la Norvège

- en second lieu, on observe dans plusieurs pays une augmentation très nette de la part des prêts à l'immobilier sur le total des prêts des banques au secteur privé (tableau 4).

Aux Etats-Unis et au Japon, cette part passe respectivement de 22% et 12% en 1982 à 41% et 24% en 1990. Au Royaume-Uni, cette part double sur la même période, passant de 16% à 31%. En Finlande, les trois principales catégories d'institutions financières (Saving Banks, Coopération Banks et Commercial Banks) augmentent leur part de prêts à l'immobilier entre 1987 et 1991. En France, le phénomène est moins marqué puisque les prêts immobiliers passent de 28% en 1982 à 31% en 1990. En Norvège, cette part s'était déjà élevée, et elle reste quasiment stable : de 51% en 1982 à 50 % en 1990¹². On sait cependant que dans ces deux pays, le volume du crédit total a considérablement augmenté. De plus, une statistique agrégée peut cacher des situations très disparates, avec quelques institutions dont la diversification des actifs est très insuffisante.

¹²(Cf : chapitre VIII, 63ème Rapport Annuel de la BRI).

Graphiques 1 : Taux de croissance du crédit réel
(créances sur le secteur privé déflatées par les prix à la consommation)

Il faut aussi prendre en considération que les actifs dont les prix augmentent peuvent influencer l'évolution du crédit par d'autres canaux. Par exemple, au Japon les biens immobiliers servaient de collatéral pour 63% de l'actif des 300 plus grands intermédiaires financiers non bancaires, alors que les prêts à l'immobilier représentent "seulement" 38% de leur actif.

Enfin, l'accroissement des prix d'actif, immobilier ou boursier, entraîne une augmentation de la valeur nette des entreprises, ce qui est susceptible de favoriser l'octroi de prêts par les intermédiaires financiers¹³.

Tableau 4
Prêts bancaires à l'immobilier

	1980	1982	1985	1987	1991	1992
Pays (1)	En % de l'encours total des prêts					
Etats-Unis	28	29	29	34	42	43
Royaume Uni	12	16	19	23	31	32
Japon	11	12	13	15	17	19
France	28	28	29	29	31	30
Norvège	—	51	48	41	52	46
<i>(1) statistiques non disponibles pour la Suède e la Finlande Sources : données nationales et estimations BRI, CHP VIII du 62ème et VII du 63ème rapport annuel de la BRI.</i>						

Globalement, les intermédiaires financiers ont permis, voire favorisé, l'augmentation de l'endettement de l'économie. Il apparaît maintenant que la soutenabilité de cet endettement dépendait largement d'hypothèses optimistes sur les prix des actifs et sur les conditions macro-économiques. C'est en cela que le développement des crédits de la seconde partie des années 80 au Japon, au Royaume-Uni, au nord-est des Etats-Unis, en Suède, en France et en Finlande, et du milieu des années 80 en Norvège, peut être qualifié de spéculatif.¹⁴

Deux interprétations sont possibles. Dans la première, le comportement des intermédiaires financiers peut être considéré comme un comportement rationnel, qui maximise la valeur d'option de réglementations sécuritaires mal adaptées. Dans la seconde, les intermédiaires financiers auraient fait preuve d'une incapacité intrinsèque à évaluer spontanément la solvabilité d'une économie.

¹³ Comme le fait remarquer Davis (1992), il y a dans les années 80 augmentation du rapport dette/PIB, mais pas d'augmentation marquante du rapport dette/fonds propres pour les entreprises ou du rapport dette/richeesse des ménages. En revanche, ces deux ratios s'effondrent avec la chute du prix des actions du côté des entreprise, et avec celle des prix des actifs patrimoniaux pour les ménages.

¹⁴ L'augmentation du levier des entreprises américaines aurait en grande partie résulté du succès parmi les dirigeants d'entreprises et les actionnaires des idées de Jensen. Selon ce dernier, un haut niveau d'endettement, et la contrainte constante de la ponction des intérêts sur les cash flow est salutaire pour les entreprises. En effet, cela incite davantage les dirigeants d'entreprises à rechercher constamment des progrès de productivité, c'est un moyen efficace d'éradication de l'inefficience X.

2.2. L'aléa moral comme facteur explicatif de la prise de risque accrue des intermédiaires financiers

Dans les systèmes financiers des pays industrialisés, les institutions financières qui collectent des dépôts bénéficient d'une assurance des dépôts qui est soit clairement définie en tant que telle, soit très fortement probable. Plus exactement, déposants et institutions financières qui collectent des dépôts sont fermement convaincus que les autorités publiques ne laisseront pas une institution financière faire faillite à cause du risque d'effondrement du système financier. L'expérience des systèmes financiers qui ne bénéficiaient ni d'un prêteur en dernier ressort crédible ni d'une assurance des dépôts a montré que le doute des déposants sur la solvabilité, voire sur la liquidité des institutions qui détiennent leurs dépôts était déstabilisant, voire paralysant¹⁵.

Une fois l'assurance des dépôts par les autorités publiques acquise, se pose le problème de son incidence sur le comportement à l'égard du risque des institutions financières qui en bénéficient. En effet, telle qu'elle existe actuellement, l'assurance des dépôts est tarifée indépendamment du risque pris par les intermédiaires sur la contrepartie des dépôts, que l'assurance soit implicite ou explicite. Les institutions qui collectent des dépôts sont ainsi incitées à maximiser le rendement de leur actif sans prendre en considération la totalité du coût du risque associé à cette maximisation.

L'assurance des dépôts peut être assimilée à une option de vente d'une institution assurée, au prix de 0. En effet, une institution en faillite verra son actif renfloué par l'assurance ou par les autorités publiques à hauteur des dépôts. Il apparaît alors comme rationnel pour une institution en difficulté de transférer du risque vers l'assurance des dépôts. En effet, dans une situation seule l'augmentation de la variance du rendement à l'actif permet de restaurer la profitabilité. Parallèlement, le risque d'accroissement des pertes est assumé par l'assurance des dépôts qui rembourse les déposants quelque soit le niveau des pertes.

Merton (1977) a modélisé l'assurance des dépôts comme une option de vente à partir de la formule de Black & Scholes. Il montre que la valeur de cette option est fonction croissante du risque de l'actif de l'institution et une fonction décroissante de

¹⁵Par panique des déposants, on désigne le phénomène suivant :

- les déposants ont des doutes sur la qualité des actifs de la banque qui détient leurs dépôts
- ils souhaitent récupérer leur dépôts avant que la banque n'ait réalisé sa perte
- il y a ruée des déposants qui veulent être sûrs d'être parmi les premiers à récupérer leur mise,

c'est à dire avant d'en arriver à la position nette négative de la banque qui commence par se débarrasser de ses actifs de bonne qualité pour faire face à la demande de liquidité des déposants.

Une des conséquences néfastes des paniques des déposants vient de ce que la banque doit liquider ses actifs en dessous de leur valeur économique de fait de leur nature illiquide. La menace de la panique des déposants interdit aux banques d'assurer sereinement leur fonction de transformation.

Les Etats-Unis ont instauré une assurance des dépôts en 1933 pour mettre fin à la série de paniques des déposants survenue au début des années 1930.

Pour une analyse formalisée des paniques de déposants, se reporter à Diamond et Dybvig (1983).

son niveau de capitalisation. La littérature américaine sur l'aléa moral manifesté par les institutions financières américaines (Caisses d'épargne ou banques), suite à la déréglementation, a été très prolifique (se reporter à l'annexe). Au delà d'une dénonciation du comportement de prise de risque, manifestant un aléa moral, les différentes contributions apportent des résultats empiriques. Les tests statistiques, notamment, portent sur des régressions qui confrontent des variables proxy de la prise de risque et des variables de valorisation des institutions.

Il reste à expliquer pourquoi les institutions financières qui collectent des dépôts ont manifesté un comportement risqué dans les années 1980 alors qu'elles bénéficient d'une assurance des dépôts tarifée indépendamment de leur prise de risque depuis les années 1930.

Keeley (1990) propose une explication. Les intermédiaires financiers qui bénéficient d'avantages institutionnels (accès à la monnaie centrale par exemple) ou de rente monopolistique (organisation oligopolistique des segments de marchés régionaux par exemple) resteront prudents tant que la valorisation de ces avantages et rentes est supérieure à la valeur d'option de l'assurance des dépôts. Keeley développe également une argumentation empirique. Il utilise le q de Tobin, c'est-à-dire le rapport de la valeur de marché du bilan d'une société sur sa valeur comptable, comme indicateur du pouvoir de marché de cette société.

Un q de Tobin supérieur à 1 indique que la société dispose d'un pouvoir de marché (rente monopolistique ou avantage institutionnel). Ce raisonnement suppose évidemment que la bourse est efficiente. Le prix d'une action exprime la somme actualisée des profits futurs, y compris les surprofits associés à un pouvoir de marché qui ne sont jamais pris en compte dans la valeur comptable. Le graphique 2 montre la position relative de la valeur de marché et la valeur comptable des ratios de capitalisation des 25 plus grandes banques américaines depuis 1952. L'écart entre valeur de marché et valeur comptable s'accroît jusqu'en 1965 avant d'amorcer une chute vertigineuse jusqu'en 1980. Il se stabilise de 1980 à 1985 à un niveau négatif avant de remonter jusqu'à 0. Cette évolution peut s'interpréter comme l'anticipation par le marché des transformations du système financier qui mettront fin au pouvoir de marché des banques¹⁶.

Keeley propose ensuite de régresser les q de Tobin sur des variables muettes posées aux moments des principales mesures de déréglementation¹⁷. Les coefficients

¹⁶ La description de l'évolution du rapport de la valeur boursière du capital des banques à sa valeur comptable ne doit pas être interprétée trop rapidement comme un indicateur de leur pouvoir de marché. En effet, ce rapport peut être largement influencé par des variables économiques sans rapport à la concurrence dans le secteur bancaire, comme la tendance de l'ensemble de la bourse, ou le niveau des taux d'intérêts. Keeley tient d'ailleurs compte de ces bruits possibles dans ses régressions. Il y insère l'indice composite de la bourse de NY et des taux d'intérêts, un à court terme et un à long terme, comme variables explicatives. Il peut ainsi contrôler que les variations de ses q de Tobin ne sont dues ni à l'évolution de l'ensemble du secteur boursier, ni aux variations de taux d'intérêts très fortes dans la période d'estimation.

¹⁷ Lois autorisant la création de nouvelles succursales, l'acquisition d'autres banques et l'extension d'un groupe bancaire d'un Etat à l'autre.

obtenus sont négatifs et significatifs, indiquant par là même que la libéralisation a réduit les rentes de monopole des banques.

Graphique 2

Valeur de marché et valeur comptable du ratio du capital à l'ensemble du bilan des 25 plus grandes banques américaines (Classement de 1985); tiré de "Keeley M.C. : Deposit Insurance, Risk, and Market Power dans American Economic Review 1990.

Une seconde série de régressions à partir de données individuelles de banques montre que le pouvoir de marché (toujours mesuré par le q de Tobin) est corrélé positivement avec le niveau de capitalisation et négativement avec le taux d'intérêt des certificats de dépôts émis par les différentes banques¹⁸; ce qui confirme la relation négative supposée entre pouvoir de marché et prise de risque¹⁹.

Lee, Rojas-Suarez et Weisbrod (1992) développent une argumentation proche de celle de Keeley à propos de l'évolution des risques pris par les 9 plus grandes banques américaines, aussi appelées "money centers", et les 11 "city bank" Japonaises. Les banques ont perdu le monopole de gestion de la liquidité des grandes entreprises du fait du développement des Commercial Papers. Elles se démarquent des banques régionales qui continuent à assurer des services de paiement à une clientèle captive. Les grandes banques semblent avoir été victimes de la baisse des dépôts des grandes entreprises. Ceux-ci sont passés de 9,2 % de leur passif en 1974 à 6% en 1990, aux Etats-Unis, et de 38,6% à 10,5% au Japon, sur la même période.

¹⁸ Cf note de bas de page n°14.

¹⁹ Une explication alternative des régressions sur le taux des CDs est que la marge bancaire décroît de manière mécanique avec l'augmentation du coût du passif, dont font partie les CDs.

La marge d'intérêt des city bank japonaises a aussi sensiblement baissé, de 1,62% en 1978 à 0,24% en 1990, et la détermination du taux d'intérêt sur les prêts à court terme aux grandes entreprises non financières s'est transformée aux Etats-Unis. Au Japon, les city Banks ont pu pallier l'écrasement de leur marge d'intérêt pendant la majeure partie des années 1980 par l'augmentation de leur levier financier et grâce aux plus-values boursières.

Aux Etats-Unis, alors que l'écart entre le taux du crédit et le taux des fonds Fédéraux variait traditionnellement en sens inverse des variations du taux des Fonds Fédéraux, ce qui traduisait l'absorption des chocs de politique monétaire par les banques. Désormais cet écart s'est stabilisé à partir de 1982 à un niveau inférieur à sa moyenne antérieure. Cette transformation indique que les dépôts bancaires sont aujourd'hui en concurrence avec des titres émis par les entreprises sur le marché monétaire.

Parallèlement, les money centers américains se sont aventurés dans des nouveaux types de prêts plus risqués. Il y eut les prêts aux PVD dans les années 1970 puis les prêts à l'immobilier dans les années 1980. Cette orientation vers une plus grande prise de risque se traduit par une variabilité accrue de la rentabilité. La variabilité du rendement du capital des "money centers" est très supérieure à celle des banques régionales à partir de 1986 alors que jusqu'en 1982, la rentabilité des deux types de banques était très stable (graphique 3).

Pour les autres pays étudiés, il n'y a pas d'études systématiques de l'aléa moral. Pour transposer les analyses ci-dessus, il serait nécessaire de disposer de données temporelles sur le système financier et le bilan des institutions financières individuelles ou au moins de différents groupes d'institutions homogènes. Une voie d'analyse est de comparer les comportements d'intermédiaires bénéficiant de l'assurance des dépôts et ceux des intermédiaires qui n'en bénéficient pas.

On sait par exemple que les pays Nordiques et le Japon ont vu se développer des intermédiaires financiers non bancaires et des transactions non réglementées (grey markets). On attribue à ces institutions un comportement plus risqué que celui des institutions de dépôts, ce qui va plutôt à l'encontre de l'argument d'une prise de risque associée à l'assurance des autorités publiques.

D'une manière plus générale, on peut se demander si l'assurance implicite ou explicite dont disposent certains intermédiaires est la principale cause de l'accroissement de la prise de risque observé dans les années 1980.

Graphique 3 : Rendement des actions des city banks et des banques régionales japonaises, 1974-90* (*en pourcentage*)

2.3. Incapacité des systèmes financiers à évaluer spontanément la solvabilité des économies

En opposition avec les développements précédants, dans lesquels la prise de risque accrue des intermédiaires financiers est une stratégie délibérée, cette sous partie explicite cette évolution comme résultant de l'incertitude radicale qui caractérise le risque de crédit. Le bouleversement des pratiques financières entraîné par la déréglementation n'a fait qu'accroître cette incertitude, ce qui a finalement conduit les intermédiaires financiers à sous-estimer le risque des emprunteurs.

2.3.1. Perturbations de l'environnement des intermédiaires financiers

Avant la déréglementation, le volume du crédit distribué à l'économie était plus ou moins contrôlé par les autorités publiques. Cela, soit par un encadrement (France, Norvège), soit par fixation d'un taux moyen (Finlande), soit par fixation de quotas par secteur d'activité (Suède), soit enfin parce que les interventions d'open market étaient plus efficaces lorsque la rémunération des dépôts était réglementée (Etats-Unis, Royaume-Uni). L'ensemble des agents non financiers pouvait ainsi subir une contrainte de liquidités. Le rôle des intermédiaires financiers était de distribuer une enveloppe globale dont le montant était surveillé par les autorités monétaires.

La libéralisation du crédit résultant des transformations des systèmes financiers a considérablement assoupli cette contrainte. Dans la détermination de leur endettement, les agents non financiers sont passés d'une contrainte de liquidité "forcée" à une contrainte de solvabilité. C'est-à-dire qu'avec la disparition d'un certain encadrement du crédit par les autorités monétaires, la limite de l'endettement d'un agent devient sa capacité dans l'avenir à rembourser le capital emprunté.

Aujourd'hui, il apparaît que la solvabilité des agents non financiers a été surévaluée, ce qui est traduit par l'augmentation des niveaux d'endettement des agents non financiers (tableau 3). Comme le fait remarquer A. Mieno²⁰, le gouverneur de la Banque du Japon, les agents non financiers japonais, et plus particulièrement les ménages, ont pu anticiper leurs achats de biens durables et immobiliers du fait d'une soudaine disponibilité du crédit. La baisse des taux d'épargne des ménages au cours des années quatre-vingt laissent penser que le même type de phénomène s'est produit dans d'autre pays. En Norvège, ce taux est passé à -6 % en 1986, en Suède il a atteint -5 % trois ans plus tard (tableau 5).

²⁰Lors de la conférence que le gouverneur de la Banque du Japon a tenu à l'Association des Banques Françaises, en avril 1993 à Paris.

On voit ici l'impact possible de la libéralisation du crédit sur la croissance. Une fois le choc de la déréglementation financière passé, le rythme de la consommation a ralenti, les entreprises qui avaient investi ainsi que les intermédiaires financiers qui avaient prêté en fonction des conditions macro-économiques du boom, se sont retrouvés en excès de capacités. En Norvège, par exemple, les petites entreprises de services de tourisme (hôtels, restaurants) qui avaient connu un développement exceptionnel ont été les premières à faire faillite dans la phase descendante du cycle; et ce secteur d'activité a d'ailleurs été, avec l'immobilier, l'un des plus touchés par les défauts sur prêts.

On se demande pourquoi les intermédiaires financiers n'ont pas su apprécier que les crédits qu'ils accordaient étaient basés sur des hypothèses d'évolution de prix d'actif et de croissance non soutenables. On peut tout aussi bien se demander pourquoi ils auraient dû savoir l'apprécier, surtout en regard des bouleversements qu'ils ont du affronter.

Dans l'organisation antérieure des marchés financiers, les intermédiaires avaient des marges d'intérêt stables. La concurrence était une concurrence hors prix. Elle consistait par exemple à une extension maximale du réseau de collecte de dépôts comme en France ou dans les pays nordiques.

Tsuitsui (1986) analyse la collusion existant entre intermédiaires financiers et autorités monétaires au Japon. Les avantages institutionnels dont bénéficiaient les agents financiers en place leur permettaient de proposer des prix du crédit particulièrement bas, ce qui faussait les conditions de la concurrence vis-à-vis des nouveaux entrants potentiels. La protection des institutions financières en place était organisée à plusieurs niveaux. Au-delà du contrôle de la rémunération des dépôts, les autorités publiques contrôlaient la concurrence hors prix en limitant les autorisations d'établissement des entrants potentiels. On considère également que le refinancement des city banks par la Banque du Japon était entrepris dans le cadre de relations personnelles entretenues de manière à ne pas perturber la part de marché de chaque institution. Les indices de concentrations des secteurs financiers japonais qui tiennent compte des barrières régionales²¹ révèlent une organisation de type oligopolistique. Cette organisation était assimilable à un cartel dont les participants s'accordent à ne pas dépasser une certaine part de marché. Il est remarquable à cet égard que le classement par la taille de leur actif des 17 plus grandes banques n'ait quasiment pas changé de 1974 à 1982 (seules la 7ème et la 8ème banque ont échangé leur rang de 1979 à 1981).

²¹ Les indices nationaux de concentration laissent supposer que la concentration est faible au Japon. En fait, de tels indices sont très mal adaptés à des systèmes financiers organisés en région comme au Japon ou aux Etats-Unis.

Les situations d'oligopoles protégés que l'on retrouve dans les différents pays étaient considérés comme le prix nécessaire du service public de la monnaie. Ce type d'organisation privilégiait délibérément des systèmes financiers robustes, capable d'assurer un système de paiement tel que les déposants ne puissent pas douter de sa fiabilité (Etats-Unis), ou susceptible d'orienter l'épargne vers les secteurs nécessaires à la reconstruction (France).

Les institutions financières habituées à une part de marché et à une marge d'intérêt protégées n'ont pas nécessairement de compétence pour affronter une concurrence libre. Cependant, dans un environnement instable, les participants d'un cartel eux-mêmes ont une forte incitation à briser les premières les anciennes règles de comportement pour accroître leur part de marché ou ne serait-ce que pour la préserver s'ils anticipent que les autres acteurs doutent de la stabilité du cartel.

Les parts de marché des différentes catégories d'institutions ont été effectivement bouleversées dans plusieurs pays. L'exemple de l'Angleterre est à cet égard frappant. Les banques commerciales ont très rapidement développé leur crédit à l'immobilier dès qu'elles en ont eu la possibilité. Le développement sans précédent du crédit au logement est un des faits majeurs de la crise financière et de la récession dans ce pays.

L'importance des bouleversements subis par les intermédiaires financiers se traduit aussi dans la composition de leur passif et de leur actif. Une part de plus en plus grande du passif est rémunérée à taux de marché. Parallèlement, l'actif des intermédiaires financiers s'est réorienté ; notamment en diminuant les prêts aux grandes entreprises qui ont la possibilité de se financer directement sur les marchés, et en se tournant vers l'immobilier principalement, mais également vers des petites entreprises de services (Norvège, Suède).

2.3.2. Le risque de système

Les bouleversements de l'environnement des intermédiaires financiers ont atteint une telle ampleur qu'on peut se demander dans quelle mesure il y a responsabilité individuelle des institutions dans leur plus grande prise de risque. Aglietta et Moutot (1993), et Llewelyn (1992) ont donc davantage insisté sur les déterminants collectifs de la prise de risque et sur la dimension globale, c'est-à-dire non diversifiable, du risque. Cette seconde voie d'analyse, qui s'inscrit dans les débats sur le risque de système, considère que les formes prises par la déréglementations ont sensiblement accru le risque de système.

Notamment, le risque de crédit ne peut se quantifier uniquement en fonction de la qualité de l'emprunteur. Même si l'institution financière qui accorde le prêt a su analyser la capacité de l'emprunteur à rembourser, cette capacité a des déterminants dont la dimension est méso et macro-économique. La solvabilité de l'emprunteur dépend de l'évolution du secteur de l'économie concerné par le prêt (immobilier, agriculture...) et des conditions macro-économiques (chômage, taux d'intérêt...). Les intermédiaires ne peuvent estimer parfaitement la dimension globale du risque parce

que cette dimension est incertaine²² et parce qu'elle est endogène. Elle dépend notamment du volume du crédit accordé par l'ensemble des intermédiaires financiers.

Dans les crises que nous étudions ici, les stratégies de sortie de cartel ont conduit à l'expansion rapide des crédits. Les cadres qui travaillent pour les intermédiaires financiers sont généralement rémunérés proportionnellement au montant des nouveaux crédits. Ce type d'objectif ne prend pas en considération le fait que l'institution gardera les prêts accordés plusieurs années dans son bilan. Il est pourtant indispensable que la capacité de remboursement se maintienne sur toute la durée de vie du prêt. Dans l'euphorie de la croissance et de l'augmentation des prix des actifs, il semble que chaque intermédiaire ait suivi le mouvement, développant les volumes sans demander de primes sur les risques de retournement de la croissance ou de l'évolution des prix d'actifs.

Aglietta (1992) propose une modélisation de l'offre de crédit où chaque intermédiaire prend en référence le niveau global de l'offre de crédit comme indicateur de la solvabilité des débiteurs. Un tel comportement a d'autant plus de chance d'être observé que les prêteurs perdent leurs références micro-économiques traditionnelles, généralement tirées d'un investissement relationnel avec leur clientèle. Dans la crise de la fin des années 1980 et du début des années 1990, cette modélisation s'applique particulièrement bien aux intermédiaires qui ont vu se réduire leur clientèle de grandes entreprises et qui ont "ré alloué" leur actif vers le crédit à l'immobilier ou vers le crédit aux petits services très dépendants de la conjoncture. Le "risque global du crédit" résulte de l'agrégation des risques de crédit individuels. Il augmente avec le levier de l'économie dans son ensemble et il est sous-estimé par tous parce qu'aucun ne prend en compte l'externalité d'un nouveau crédit accordé sur le levier global de l'économie. On a donc une situation où le mimétisme des intermédiaires conduit inmanquablement à une augmentation du "risque global de crédit". En effet l'expansion des crédits nouveaux est interprétée comme un signe de qualité des débiteurs par des intermédiaires qui ont perdu leurs repères micro-économiques traditionnels. Ils encouragent par là un développement excessif de l'endettement.

Le déclenchement de la crise financière et le processus d'ajustement macro-économique qui le suit sont des bombes à retardement amorcées dans la phase d'expansion du crédit, après qu'ils aient, dans un premier temps, favorisé le développement de bulles sur prix d'actif et un rythme de croissance non soutenable. Au niveau mésoéconomique, le mécanisme est le suivant. Chaque projet indépendamment des autres apparaît comme soutenable. Les prêteurs ne prennent pas en compte la multitude des projets. C'est pourtant à cause de cette multitude que le moindre signal de retournement du cycle ou de tension sur les liquidités peut conduire à des ventes paniques (distress salings, Fisher (1933)) sur le marché des actifs ou à des faillites.

²²On fait référence ici à l'incertitude telle qu'elle est envisagée par Keynes. Keynes oppose l'incertitude au risque. Le risque est probabilisable alors que l'incertitude ne l'est pas.

Si l'aléa moral est un des arguments mis en avant par ce corps théorique pour justifier que les intermédiaires financiers s'orientent vers des crédits plus risqués, il est loin d'être le seul. Les concepts de myopie intrinsèque, de mimétisme obligé prennent en fait plus d'importance. Guttentag et Herring (1982) mettent en avant ces deux concepts pour expliquer le comportement des banques lors de la crise de l'endettement des pays en voie de développement (PVD). Le montant des crédits accordés par les banques aux PVD est apparu ex post tout-à-fait excessif et montre une incapacité à évaluer les capacités de remboursement des débiteurs du Sud. Le refus du Mexique de rembourser sa dette en août 1982 constitue la réalisation d'un risque souverain. Ce type de risque s'est réalisé récursivement dans la finance internationale tous les 50 ou 60 ans depuis les prêts des Médicis à la couronne de France. Mais la fréquence très faible de leur réalisation conduit les prêteurs à ne pas les prendre en compte. Guttentag et Herring montrent que cette myopie intrinsèque des prêteurs vis-à-vis de risques inhabituels est contagieuse dans la mesure où toute banque qui demanderait une prime de risque aux emprunteurs perdrait sa clientèle au profit des banques qui ne provisionneraient pas ce risque. Ainsi la concurrence entraîne le mimétisme obligé.

Dans le cadre de la crise de la fin des années 1980, les risques de retournement de la croissance ou des prix des actifs collatéraux des emprunts sont plus courants que les risques souverains. Cependant, ex post, le mimétisme dans l'attribution de volumes importants de nouveaux prêts, dans le secteur immobilier notamment, a certainement joué. Comme personne ne remettait en question les tendances haussières observés sur les prix des actifs collatéraux et que les banques sont peu aptes à évaluer la solvabilité, l'incitation à suivre le mouvement a été forte. Cela d'autant plus qu'une banque qui demanderait une prime de risque, quand ses concurrents ne le font pas, se verrait exclue du marché²³.

On peut aussi considérer que les intermédiaires financiers ont été victimes de chocs exogènes. Beaucoup d'observateurs de la crise du crédit à l'immobilier aux Etats-Unis pensent qu'elle a été la conséquence directe de la réforme fiscale de 1987. Cette réforme a induit une réduction de la rentabilité des projets en supprimant la déductibilité des intérêts. Dans quelle mesure les intermédiaires financiers pouvaient-ils anticiper cette réforme? Ce type d'interrogation se pose pour la Norvège, qui a subi le contre choc pétrolier et pour la Finlande dont le commerce extérieur s'est effondré avec l'éclatement de l'URSS.

Conclusion

²³La présence dans plusieurs pays d'intermédiaires financiers moins touchés par la crise (par exemple JP Morgan aux USA ou Handelsbanken en Suède) relativise la notion de mimétisme obligé qui permet d'une certaine manière de déresponsabiliser les intermédiaires financiers. Cependant, ces exceptions pèsent peu en face du nombre important d'institutions qui se trouvent simultanément à des niveaux de difficulté exceptionnels.

L'opposition intellectuelle que nous avons mise en avant entre prise de risque volontaire et involontaire est en grande partie artificielle. Les partisans de l'aléa moral reconnaissent l'existence du risque de système, et les partisans du risque de système incorporent l'aléa moral dans leur description de la dérive de l'actif des intermédiaires financiers vers les crédits spéculatifs.

L'enjeu sous-jacent est celui de l'opportunité de la libéralisation des systèmes financiers. Peut-on se contenter de rétablir des réglementations qui correspondent à la mise en place de mécanismes incitatifs et qui font supporter à chaque institution le risque qu'elle induit (par exemple indexer l'assurance des dépôts au risque contrepartie des dépôts)? Ou faut-il rétablir des rentes de monopole aux intermédiaires financiers, parce qu'elles seraient le seul moyen de les empêcher de contourner toute nouvelle réglementation sécuritaire, aussi bien conçue soit-elle?

Le choix entre ces alternatives dépend du rôle dévolu au système financier et particulièrement de la nature du risque qui doit y être gérée. Chercher à faire assumer ex ante, par chaque intermédiaire financier, l'intégralité des risques attachés à son bilan n'est pas possible dès lors qu'il existe une dimension du risque incalculable et/ou irréductiblement collective. Parallèlement, un renforcement des règles de type ratio Cooke qui, à l'intérieur du bilan de chaque institution, discriminent les projets de manière rigide, risque, en incitant à des comportements de fuite vers la qualité et à des titrisations de créances, de réduire à outrance les possibilités de financement externe pour au moins une partie des emprunteurs.

La transformation des systèmes financiers actuellement en cours implique une remise en question d'un des principes fondamentaux de leur cohérence antérieure : la possibilité de subventions croisées, gérées au sein de chaque banque, entre les différents métiers financiers. L'offre de services de paiements utilisant les dépôts, était rendue possible grâce aux assurances garanties explicitement ou implicitement par les autorités publiques. La transformation des dépôts en crédits demeurerait la principale activité des banques. Or, le crédit bancaire a joué un rôle essentiel dans l'expansion économique, en particulier parce que certains agents ne peuvent se financer directement sur le marché.

Le transfert des risques financiers des banques vers les marchés, grâce aux innovations, est une transformation fondamentale et irréversible. Mais, les crises financières récentes indiquent que les systèmes financiers n'ont pas trouvé une nouvelle cohérence. Il demeure que les créances correspondant au financement petites entreprises ne peuvent pas être titrisées. De même, l'expérience des crises financières passées nous renvoie au caractère incontournable d'une garantie des autorités publiques au bon fonctionnement d'un système de paiement sur dépôts. Seules les banques peuvent assurer les services de paiements et le financement des PME. Il est nécessaire de les protéger de la concurrence sur leur activités les plus rentables pour qu'elles puissent continuer à assurer ces deux fonctions sans qu'elles soient contraintes à des prises de risque spéculatives.

Une autre question importante, plus en rapport avec la première partie, est l'interdépendance entre cycle financier et cycle macro-économique. Il a paru important d'insister sur la configuration macro-économique particulièrement favorable au développement des bulles puis à leur explosion. Il apparaît en effet que la violence des bouleversements de la réglementation des systèmes financiers et la présence de conditions macro-économiques favorables sont les deux facteurs de la crise. Les pays Nordiques ont connu les crises les plus profondes parce qu'ils ont cumulé un changement radical de leur réglementation financière et un environnement macro-économique exacerbant les bulles. La France a en revanche connu une politique monétaire très restrictive²⁴, du fait de sa stratégie dans le SME, ce qui a limité l'expansion du crédit rendue possible par la déréglementation .

Cependant, la question essentielle est celle de l'influence du cycle financier sur le cycle réel. L'influence réciproque est incontestable dans tous les pays que nous avons étudiés pour les dix dernières années. On peut se demander si cette influence est temporaire, liée à la transition de systèmes financiers réglementés vers des systèmes libéralisés ou si c'est un caractère permanent des systèmes financiers libéralisés. Le recours aux études historiques sur les crises financières serait une méthode si l'on voulait poursuivre l'analyse de cette question.

²⁴ Cependant, cette politique, maintenue dans la phase actuelle du cycle est particulièrement mal adaptée. Elle empêche l'ajustement des agents endettés qui ne peuvent pas, comme aux Etats-Unis ou au Royaume Uni refinancer leurs dettes passées avec du crédit à taux réduit. De même, elle ne favorise pas les marges d'intérêt des intermédiaires qui en ont pourtant besoin pour couvrir leur pertes sur prêts et rétablir leur capitalisation.

Annexe : assurance des dépôts et aléa moral

1. Arguments théoriques

Merton (1977) propose de représenter l'assurance des dépôts comme une option de vente. Considérons un modèle simplifié d'une banque qui collecte des dépôts mais qui n'est pas assurée sur ces dépôts. La banque propose aux déposants de leur rembourser D à une échéance donnée. A cette échéance, la valeur des actifs de la banque est V . Si V est supérieure à D , les actionnaires peuvent rembourser les déposants, et la valeur de leur capital est $V-D$. Mais, si V est inférieure à D , la banque est mise en faillite, les déposants récupèrent V (ils perdent $D-V$) et les actionnaires récupèrent 0. L'assurance des dépôts modifie les gains des différents partis aux différents états de la nature. Les déposants reçoivent D dans tous les cas, leur dépôt n'est donc plus risqué. De leur côté, les actionnaires reçoivent $V-B$ si V est supérieur à B et 0 sinon. Enfin, l'assurance des dépôts reçoit 0 si $V > B$ et perd $B-V$ dans le cas contraire.

On peut résumer les paiements des partis de la manière suivante:

- les déposants reçoivent D ;
- les actionnaires reçoivent $\text{Max}[0, V-D]$;
- l'assurance des dépôts reçoit $\text{Min}[0, V-D]$.

Le passage de dépôts risqués à des dépôts non risqués équivaut à fournir à la banque l'option de recevoir $D-V$ dans le cas où son actif a une valeur à l'échéance inférieure à D . La forme concrète prise par le gain des actionnaires est l'économie de la prime de risque qu'ils devraient verser aux déposants lorsque l'actif contrepartie des dépôts est risqué.

La formule de valorisation des options de Black et Scholes, peut s'appliquer ici. On appelle valeur d'option de l'assurance pour un franc de dépôts $g(d, T)$ où d est le rapport des dépôts à la valeur des actifs de la banque et T est le temps restant avant l'échéance. Avec D et V respectivement assimilés au prix d'exercice de l'option et au prix de l'action support de l'option, on a :

$$(i) \quad g(d, T) = (h_2) - \frac{1}{d} (h_1) \text{ avec}$$

$$h_1 = \frac{\log(d) - \frac{1}{2}T}{\sqrt{T}}, \quad h_2 = h_1 + \sqrt{T} \text{ et } d = D/V$$

est la fonction de répartition de Gauss et T est la variance de la valeur de l'actif par unité de temps

Bien que ce modèle s'applique à des options à l'européenne, c'est-à-dire à des options qui ne peuvent s'exercer qu'à l'échéance, on l'utilise ici en se plaçant du point

de vue de l'assurance des dépôts. En effet, on peut alors faire l'hypothèse que T représente le délai avant le prochain audit de la banque par l'assurance des dépôts. L'intérêt de cette formalisation²⁵ est de donner directement l'impact qualitatif de variation des différents paramètres de l'assurance des dépôts. On voit par simple dérivation que la valeur d'option de l'assurance s'accroît avec l'échéance, la variance de la valeur des actifs, et le levier de la banque D/V .

Une banque qui bénéficie d'une assurance des dépôts à taux fixe²⁶ peut ne pas rétribuer les déposants à hauteur du risque qu'elle prend dans la gestion de son actif. Ainsi, quand le risque pris à l'actif augmente, l'espérance et la variance de la valeur de l'actif augmente, mais la rétribution des déposants reste fixe puisque ceux-ci peuvent considérer que la créance qu'ils détiennent sur la banque est sans risque. Les actionnaires ont donc intérêt à détenir des actifs plus risqués parce qu'ils sont les bénéficiaires résiduels ("residual claimants") de la valeur de l'actif, au delà du remboursement d'une somme fixe aux déposants²⁷.

Keeley (1990) reprend cette problématique dans un modèle de concurrence pure et parfaite à deux périodes. Sans assurance des dépôts, le taux de rémunération des dépôts exigé par les déposants est tel que la valeur nette actualisée d'une banque est égale à son niveau de capital initial. L'introduction d'une assurance des dépôts à taux fixe induit que la valeur nette actualisée d'une banque est égale à son capital initial plus la différence entre valeur des dépôts et valeur de l'actif dans le cas de faillite. Cette différence, qui correspond à la valeur d'option de l'assurance des dépôts de Merton, prend la forme des intérêts que la banque n'a pas à payer à ses déposants quand elle choisit un actif risqué. Pour Keeley, l'assurance des dépôts introduit des frictions et il est dans l'intérêt de la banque de maximiser cette valeur d'option. Elle le peut en augmentant le risque des actifs ou en diminuant son ratio de couverture en capital comme le modèle de Merton l'a mis en évidence.

Keeley se propose d'expliquer pourquoi les comportements de prise de risque excessive des banques, associés à l'assurance des dépôts, ne se sont manifestés que dans les années 1980, soit cinquante ans après la mise en place de l'assurance des dépôts. Ce changement de comportement des banques au cours de la dernière décennie est la conséquence de la remise en question des rentes de monopoles dont bénéficiaient les banques avant la déréglementation. La prise en compte de ces rentes de monopole, quelles soient géographiques ou sur des catégories d'instruments financiers, modifie les

²⁵Fries (1990) propose une compréhension intuitive de l'équation (i). En multipliant chaque membre de l'équation par D et sachant que $\phi(h_1)$ dépend de la probabilité que l'option soit exercée par la banque, c'est-à-dire que V soit inférieur à D , on peut considérer le premier terme comme une valeur actualisée des dépôts conditionnellement à l'exercice de l'option et le second terme comme une valeur actualisée de l'actif de la banque conditionnellement à l'exercice de l'option.

²⁶C'est-à-dire telle que la facturation de l'assurance est proportionnelle aux dépôts détenus par la banque. C'est toujours sous cette forme que l'assurance des dépôts a été mise en place, quand elle l'a été formellement.

²⁷Pour une approche formalisée en théorie des contrats de l'opposition d'objectif entre actionnaires et déposants, on peut se reporter à "La réglementation prudentielle des banques", Dewatripont et Tirole (1993).

comportements des banques. Elles n'auront pas de comportement de prise de risque excessive pour tirer parti de l'assurance des dépôts si le surprofit associé à ces rentes est supérieur à la valorisation de l'option de vente associée à l'assurance des dépôts. Ainsi, tant qu'elles étaient assurées de rentes de monopole, les banques ne sont pas orientées dans des gestions risquées de leur actif parce qu'une faillite avait un coût élevé en terme de perte de situations de monopole. En revanche, dès lors que les situations de monopole ont été supprimées par la déréglementation des services financiers, les comportements de prise de risque excessive se manifestent parce il est de l'intérêt des banques de maximiser la valeur d'option de l'assurance des dépôts.

2. Aléa moral dans la crise des caisses d'épargne américaines, études empiriques

Nous passons ici en revue différentes tentatives de mise en évidence de comportement d'aléa moral des caisses d'épargnes américaines pendant les années 1980. Les études empiriques sur cette question sont facilitées par le grand nombre d'institutions (environ 4000 au début des années 1980 et environ 3000 dix ans plus tard), voire par le grand nombre d'institutions en faillite (223 pour la seule année 1988). Les données sur ces institutions sont principalement analysées pour répondre à deux questions. Les retards observés dans la mise en faillite d'institutions insolubles ont-ils accru le coût pour les contribuables de la crise des caisses d'épargne ?²⁸ Les institutions en difficulté ont-elles pris des risques excessifs dont les conséquences seraient assumées par l'assurance des dépôts et non par elles-mêmes ? La prise en charge du coût de la faillite par l'assurance des dépôts incite les institutions en difficulté à s'orienter dans des actifs très risqués parce que seul un très haut niveau de rémunération est susceptible les remettre à flot.

Nous décrivons brièvement les tests et les résultats de deux études ayant mis en évidence des comportements d'aléa moral puis ceux de deux études concluant à la non existence de tels comportements.

Barth, Bartholomew et Labich (1989) observent les caractéristiques des 223 caisses d'épargne mises en faillite par le Federal Savings and Loans Insurance Corporation (FSLIC) en 1988. Deux résultats de cette étude indiquent des prises de risque excessive des caisses d'épargne (Cd'E). En premier lieu, le niveau des taux d'intérêts offert aux déposants par les 50 Cd'E dont la faillite a coûté le plus cher au FSLIC est nettement plus élevé que celui pratiqué dans l'ensemble des Cd'E mises en faillite, lequel est lui-même nettement plus élevé que le taux offert aux déposants par les Cd'E qui n'ont pas été mises en faillite. Ce résultat, dont la validité est renforcée par le grand nombre d'institutions dans chaque catégorie montre une stratégie particulièrement risquée des institutions les plus en difficulté. Elles cherchent à attirer le plus de dépôts possibles, par une rémunération supérieure à celle du marché. En second lieu, Barth, Bartholomew et Labich testent économétriquement le lien entre

²⁸Cette première question renvoie à un problème d'aléa moral de l'assurance des dépôts qui tarde à assumer des fermetures de caisses d'épargne. Elle se trouve dans la même situation que les caisses d'épargne si elle envisage que le coût de sa propre faillite sera en partie assumé par le trésor ou par la banque centrale.

diversification vers des actifs non traditionnels²⁹ - généralement admis comme témoignant une prise de risque accrue - et coût de la faillite. Le verdict économétrique est sans appel. Le coût de faillite d'une Cd'E dépend positivement et significativement de son niveau d'actif non traditionnel.

Brewer (1990) propose un autre test économétrique qui met lui aussi en évidence l'aléa moral des Cd'E les plus risquées. Il obtient que les cours des actions des Cd'E dont les bilans sont les plus risqués (les 40 % plus risqués³⁰) augmentent avec la diversification de l'actif; alors que ce type de réponse n'est pas observé pour les actions des Cd'E dont le bilan est considéré comme peu risqué (les 40 % les moins risqués). Du fait des délais observés dans la fermeture des institutions en péril par les autorités, on comprend que ces institutions aient intérêt à jouer le tout pour le tout sur des actifs très risqués. Le risque pris à l'actif signifie un coût de faillite éventuelle plus important pour l'assurance des dépôts. On a bien un comportement de maximisation de la valeur d'option de l'assurance des dépôts, ce qui ressort dans la réponse favorable du cours des actions.

Mais les conclusions de ces deux articles doivent être reconsidérées à la lumière d'autres tests dont les conclusions sont opposées.

Duan, Moreau et Sealey (1990) utilisent un indicateur du risque pris par les Cd'E, en l'occurrence, l'écart type du rendement de leur actif, comme variable explicative du levier financier de ces institutions. Un comportement de transfert du risque vers l'assurance des dépôts devrait se traduire par un coefficient négatif de la variable "écart-type du rendement" dans l'estimation de la variable "levier financier" . En effet, on attend des Cd'E les moins bien pourvues en capital, et qui de ce fait risquent la faillite, de s'orienter vers des actifs risqués.

Pourtant, le coefficient en question s'avère être significativement positif³¹, indiquant que ce sont les Cd'E les mieux capitalisés qui ont acquis les actifs les plus risqués.

Benston et Carhill (1992), montrent que ce sont les institutions les mieux capitalisées³² qui ont eu les taux de croissance de l'ensemble de leur bilan les plus

²⁹ A la fin des années 1970, l'actif des Cd'E américaines se limitait aux prêts au logement. Après le mouvement à la hausse des taux à court terme en 1979 qui entraîna un gouffre entre coût du passif et niveau de rémunération de l'actif, essentiellement constitué de prêts au logement à taux fixe, les Cd'E ont été autorisées à diversifier leur actif. Ces diversifications, investissements directs, prêts à l'immobilier commercial, achats de junk bonds... se sont avérées beaucoup plus risquées que les prêts au logement traditionnels.

³⁰ Parmi un échantillon de 63 institutions cotées en bourse et dont le bilan a été suivi par une enquête spécifique de juillet 1984 à décembre 1987.

³¹ Les estimations portent sur un échantillon de 35 banques sélectionnées en fonction de la disponibilité des données.

³² Ces résultats prennent en compte des taux de capitalisation ex ante. Les auteurs rappellent en effet le danger de rapprochement entre niveaux de risque de l'actif et niveaux de capitalisation ex post. Ce dernier est en effet mécaniquement la conséquence d'une stratégie risquée. De ce fait, la corrélation négative entre niveau de capitalisation ex post et caractère risqué de l'actif n'indique pas une stratégie risquée *conséquence*

élevés, et que ces mêmes institutions sont celles qui ont le plus développé les actifs non traditionnels. Ces tests ne permettent pas d'associer aux institutions les moins biens capitalisées les comportements les plus risqués, synonymes de transfert de risque vers l'assurance des dépôts. Un autre résultat intéressant de cet article est celui obtenu par la simulation du niveau de perte encourue par l'assurance des dépôts si elle avait été plus prompte à fermer des institutions insolvables plusieurs années avant leur fermeture effective. Benston et Carhill obtiennent que des fermetures anticipées n'auraient pas diminué ces pertes, contrairement à ce qui semble admis dans la plupart des articles.

Cette revue rapide des études empiriques sur l'aléa moral dans la crise des caisses d'épargne américaines nous conduit à l'impossibilité de conclure sur la base de tests empiriques. Bien que la multiplicité des données offre des possibilités pour des tests statistiques, les résultats de ces tests diffèrent selon l'échantillon d'institutions retenus et selon le choix des variables représentant le risque pris par les institutions.

du niveau de capitalisation. L'étude empirique s'appuie sur les données de l'ensemble de l'industrie des caisses d'épargne.

Références

- AGLIETTA M. : "Crises et cycles financiers, une approche comparative", *Revue d'Economie Financière*, 1993.
- AGLIETTA M. : "Comportement bancaire et risque de système", *Document de Travail CEPII*, juin 1992.
- AGLIETTA M., BRENDER A. et COUDERT V. : "La globalisation financière, l'aventure obligée", *Economica* 1990.
- AGLIETTA M., V. COUDERT et B. MOJON : "Crédit et dynamiques économiques", *Document de travail du CEPII n°93-02*, mai 1993.
- AGLIETTA M. et MOUTOT.P : "Le risque de système et sa prévention", *Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France* n° 41, 1993.
- ARTUS. P : "Marchés financiers : internationalisation, mécanismes, risques et politiques", *Document de Travail Caisse des Dépôts et Consignations* n° 1990-01/E, 1990
- BARTH J.R, BARTHOLOMEV PH.F et LABICH C.J : "Moral Hazard and the Thrift Crisis : An Analysis of 1988 Resolutions", *Proceedings of the 25th Annual Conference on Bank Structure and Competition*. Fed Reserve of Chicago, 1989.
- BELHOMME C, DUPUY C, MATTA N et SALOMON R : "Dix années d'innovations financières en Europe : développement des marchés et changements de comportement des agents", *Document de Travail Caisse des Dépôts*, n°1991-08/E, 1991
- BENSTON G.J et CARHILL M. : "FSLIC Forbearance and the Thrift Debacle". *Proceedings of the 28th Annual Conference on Bank Structure and Competition*. Fed Reserve of Chicago, 1992.
- de BOISSIEU C : "Les innovations financières en France", *Revue d'Economie Politique*, n° 5, septembre-octobre 1986
- BREWER E. : "The Impact of Deposit Insurance on S&L Share Holders, Risk/Return Trade-Off". *Proceedings of the 26th Annual Conference on Bank Structure and Competition* Federal Reserve Bank of Chicago, 1990.
- COUDERT V., "Les mutations du système financier japonais", *Document de Travail CEPII*, mars 1986.
- DAVIS E.P. "Debt, Financial Fragility and System Risk", Clarendon Press Oxford, 1992.
- DIAMOND, D. et DYBVIG P. : "Bank runs, Illiquidity and Deposit Insurance", *Journal of Political Economy*, 1983.
- DUAN J.C, MOREAU A.F et SEALEY C.W : "Deposit Insurance and Risk-Shifting Behaviour at Commercial Banks", *Proceedings of the 26th Annual Conference on Bank Structure and Competition*. Fed Reserve of Chicago, 1990
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, "The role of the Credit Slowdown in the Recent Recession", *Quarterly Review : special issue*, Spring 1993, Volume 18, Number 1
- FRIES S.M. : "Issues in the Reform of Depository Institutions", *IMF Working-Paper*, n° 3112, août 1990.
- FRIES S.M. et W.R PERRAUDIN : "Banking policy and the Pricing of Deposit Guarantees : a new approach", *IMF Working Paper*, n° 131 , décembre 1991

- GUAL J et NEVEN D : "Deregulation of the European Banking Industry (1980-1991)", *CEPR Discussion Paper Series*, n°703, Aout 1992.
- GUTTENTAG J. et HERRING.R. : "Disaster Myopia in International banking", *Essays in International Finance n° 164*, Princeton, september 1986.
- KEELEY M.C. : "Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking", *American Economic Review*, december 1990.
- LEE H., ROJAS-SUAREZ L. et WEISBROD S.R. : "Bank Risk and the Franchise Value of the Banking System in the United States and Japan", *IMF Working Paper*, juin 1992.
- LLEWELYN D : "The performance of Banks in the UK and Scandinavian : a case study in competition and deregulation", *Sveriges Riksbank Quaterly Review*, 1992.3
- MERTON R.C. (1977) : "Analytical Derivation of the cost of Deposit Insurance and loans Guarantee", *Journal of Banking and Finance*, Vol.42.
- OGAWA K., "Assets Markets and Buisness Fluctuations in Japan", *Article présenté au 10ème Symposium de l'EPA portant sur le cycle et la coordination des politiques financières*, tenu à Tokyo les 24 et 25 mars 1993.
- TSUTSUI Y. : " Japan's Banking Industry : Collusion Under Regulation", *Japan Economic Studies*, Vol. 18 (spring 1990).

Liste des documents de travail du CEP II³³

1994

"Turquie 1980-1994 : d'une stabilisation à l'autre", Isabelle Bensedoun, *document de travail* n° 94-05, juillet

"Economic Policy Strategies To Fight Mass Unemployment in Europe : An Appraisal", Henri Delessy et Henri Sterdyniak, *document de travail* n° 94-04, juin

"Transmission de la politique monétaire et crédit bancaire, une application à cinq pays de l'OCDE", Fernando Barran, Virginie Coudert et Benoît Mojon, *document de travail* n° 94-03, juin.

"Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire", Agnès Bénassy et Jean Pisani-Ferry, *document de travail* n° 94-02, juin.

"Les systèmes de paiements dans l'intégration européenne", Michel Aglietta, *document de travail* n°94-01, mai.

1993

"Crises et cycles financiers : une approche comparative", Michel Aglietta, *document de travail* n°93-05, octobre.

"Regional and World-Wide Dimensions of Globalization", Michel Fouquin, *document de travail* n°93-04, septembre.

"Règle, discrétion et régime de change en Europe", Pierre Villa, *document de travail* n° 93-03, août.

"Crédit et dynamiques économiques", Michel Aglietta, Virginie Coudert, Benoît Mojon, *document de travail* n° 93-02, mai.

"Les implications extérieures de l'UEM", Agnès Bénassy, Alexander Italianer, Jean Pisani-Ferry, *document de travail* n° 93-01, avril.

³³ Les documents de travail sont diffusés gratuitement sur demande au CEP II au 48 42 64 14 ; une liste des documents de travail 1984-1994 est également disponible à ce numéro.

1992

"Pouvoir d'achat du franc et restructuration industrielle de la France 1960-1991", Gérard Lafay, *document de travail* n° 92-04, décembre.

"Le Franc : de l'instrument de croissance à la recherche de l'ancrage nominal", Michel Aglietta, *document de travail* n° 92-03, décembre.

"Comportement bancaire et risque de système", Michel Aglietta, *document de travail* n° 92-02, mai.

"Dynamiques macroéconomiques des économies du sud : une maquette représentative", Isabelle Bensidoun, Véronique Kessler, *document de travail* n° 92-01, mars.

1991

"Europe de l'Est et URSS : niveaux de production et de consommation en Europe de l'Est et comparaisons avec l'Europe de l'Ouest", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-04, décembre.

"Europe de l'Est, URSS, Chine : la montée des déséquilibres macroéconomiques dans les années quatre-vingt", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-03, décembre.

"Ordre monétaire et banques centrales", Michel Aglietta, *document de travail* n° 91-02, mars.

"Epargne, investissement et système financier en Chine", Françoise Lemoine, *document de travail* n° 91-01, février.

Tableau 1
Croissance annuelle du produit intérieur brut réel (PIB)
 Variation en % d'année en année

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Etats-Unis	4,4	5,1	2,0	-0,1	2,3	-2,6	3,9	7,2	3,8	3,2	3,5	4,5	2,8	0,9
Japon	4,7	4,9	5,5	3,6	3,6	3,2	2,7	4,3	5,0	2,6	4,1	6,2	4,7	5,2
France	3,5	3,4	3,2	1,4	1,2	2,3	0,8	1,5	1,8	2,4	2,2	3,8	3,6	2,6
Royaume-Uni	2,3	3,6	2,9	-2,2	-1,3	1,7	3,7	2,2	3,6	3,9	4,8	4,2	2,3	0,8
Finlande	0,1	2,2	7,3	5,3	1,6	3,6	3,0	3,1	3,3	2,1	4,0	5,4	5,4	0,4
Norvège	3,6	4,5	5,1	4,2	0,9	0,3	4,6	5,7	5,3	4,2	2,0	-0,5	0,4	1,8
Suède	-1,6	1,8	3,8	1,7		1,1	1,8	4,0	2,2	2,2	2,8	2,3	2,4	0,6

Sources OCDE à partir de données nationales

Tableau 5
Epargne nette des ménages en % du revenu disponible des ménages

	1960	1968	1974	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Etats-Unis	7,2	8,6	11,1	9,1	9,4	8,9	7,5	8,2	6,6	6,4	5,1	6,3	6,7	4,3
Japon	14,5	16,9	23,2	17,9	18,4	16,7	16,1	15,8	15,6	16,1	14,7	14,3	14,6	14,1
France	11,5	12,3	16,1	13,2	13,7	13,1	11,6	10,1	9,7	8,4	6,1	6,6	6,7	7,2
Royaume-Uni	4,5	4,7	5,7	9,2	8,4	7,2	5,3	6,2	5,4	4,1	2,1	-0,1	2,1	4,4
Finlande	3,9	4,6	6,1	7,2	6,1	6,8	7,4	6,4	5,8	3,6	3,5	0,5	2,0	3,3
Norvège				3,4	4,5	3,8	4,3	5,2	-2,7	-6,1	-6,2	-2,4	1,0	
Suède	7,7	4,4	5,3	5,1	4,3	1,0	1,8	1,5	2,1	0,6	-3,2	-5,0	-4,3	-0,8

Sources OCDE à partir de données nationales

Source : Federation of Bankers Association of Japan, *Analysis of Financial Statements of All Bank*

* *Data represent return on equity before sales of securities and taxes. Numbers refer to fiscal year which runs from April to March. The large decline in return on equity in 1979 resulted from a write down in the accounting value of government securities.*