

**Dérèglements des prix d'actifs :**  
**la réponse doit-elle être monétaire ou prudentielle,**  
**automatique ou discrétionnaire ?**

Florent LECINQ\* et Delphine TORDJMAN<sup>‡</sup>

Version provisoire  
mai 2002

---

\* LEO - Laboratoire d'Economie d'Orléans, Université d'Orléans, Rue de Blois, BP6739, 45067 Orléans Cedex 2

<sup>‡</sup> Doctorante, ADIS, Faculté Jean Monnet, Université Paris XI, 54 Bd Desgranges, 92331 Sceaux cedex  
e-mail : delphine.tordjman@jm.u-psud.fr

## Résumé

*Les fluctuations marquées des prix d'actifs ont souvent des conséquences macroéconomiques dommageables. La politique monétaire et la réglementation prudentielle peuvent apporter des solutions susceptibles de limiter ces dérèglements via une action sur le cycle de crédit. Mais les modes d'action monétaire et prudentielle sont différents et n'ont pas le même impact. Un relèvement des taux d'intérêt est efficace et rapide pour limiter l'augmentation des prix d'actifs cependant cette action touche tous les secteurs de l'économie, il est donc préférable d'utiliser la politique monétaire dans le cadre d'un dérèglement qui toucherait tous les actifs. En outre, une intervention systématique dans le but de corriger les prix d'actifs présenterait beaucoup d'inconvénients. En effet, un système de règles de politique monétaire intégrant les prix d'actifs est beaucoup trop rigide. De plus, la stabilité financière n'est pas un objectif en soi pour la politique monétaire. L'objectif de stabilité financière est davantage du ressort de la régulation prudentielle. Les dérèglements de prix d'actifs se limitent souvent à certaines valeurs comme l'immobilier ou encore les nouvelles technologies. Dans ce cas, il est préférable d'envisager l'intervention des autorités prudentielles. Deux instruments sont envisagés : l'utilisation d'un ratio de fonds propres modulable et le provisionnement dynamique. Ces deux modes d'intervention permettent une action plus ciblée, cependant, ils sont difficiles à mettre en oeuvre et agissent avec un délai qui peut être important. Au final la politique monétaire et la réglementation prudentielle butent en grande partie sur les mêmes difficultés : dans les deux cas l'autorité publique doit diagnostiquer un dérèglement et prendre des mesures coûteuses à court terme pour le secteur privé, ce qui pose le problème de la légitimité de telles interventions. Au-delà de ces problèmes communs, l'article présente une recension détaillée des avantages et inconvénients des différents types d'interventions envisagés.*

Mots clés : cycle financier, taux d'intérêt, ratios, provisions, action automatique, action discrétionnaire, politique monétaire, supervision prudentielle.

JEL : E3, E5, G1, G2.

## 1. Introduction

Les prix d'actifs ont acquis une influence considérable dans la détermination de la dynamique macroéconomique. En outre ces prix d'actifs suivent un cycle plus marqué que le cycle «réel»<sup>1</sup>. Leurs dérèglements<sup>2</sup> se manifestent lorsque les actifs -qui sont essentiellement ici les actions, les obligations et les biens immobiliers- prennent des valeurs très éloignées de leurs moyennes historiques. Des fluctuations marquées de prix d'actifs peuvent avoir des conséquences macroéconomiques dommageables via les canaux de transmission habituels (effet de richesse et accélérateur financier) mais elles peuvent également mettre en péril le système financier dans son ensemble lorsque des baisses brutales de prix rendent illiquides voire insolubles certains intermédiaires financiers. La stabilité du système financier peut être conçue dans cette optique comme un moyen de maintenir une inflation basse et un niveau d'emploi élevé ; elle n'est donc pas un objectif en soi pour la Banque centrale.

Par ailleurs, il est établi depuis longtemps déjà que le crédit bancaire joue un rôle important d'amplification du cycle financier<sup>3</sup>. Toute tentative de lissage des fluctuations de prix d'actifs passe donc par une action sur le crédit bancaire. Or il est possible de modifier la quantité de crédit distribuée par deux grands moyens : l'action de politique monétaire qui fait varier le taux d'intérêt, et la modification des contraintes qui s'exercent sur les banques via la réglementation prudentielle. Si les autorités publiques cherchent à stabiliser le cycle et à assurer un certain degré de stabilité financière, elles peuvent être amenées à répondre aux dérèglements de prix d'actifs, mais par quels moyens : l'action monétaire ou prudentielle ?

L'objet de cet article est de faire le point sur les avantages et les inconvénients qui résultent des deux branches de cette alternative. Nous verrons dans une première partie que la politique monétaire se heurte à des difficultés considérables lorsqu'elle cherche à réagir aux fluctuations de prix d'actifs. Dans une deuxième partie, nous cherchons à évaluer les possibilités qui s'offrent aux autorités de régulation à travers la modification des contraintes réglementaires. Le système de contraintes prudentielles pourrait être plus contracyclique par l'utilisation d'instruments tels que les ratios de capital ou les provisions statistiques, néanmoins la réforme Bâle II ne va pas toujours dans le sens d'une plus grande contra-

---

<sup>1</sup> Voir : Banque de France (2001) : « Le cycle financier : facteurs amplificateurs et réponses envisageable par les autorités monétaires et financières », Bulletin de la Banque de France, n°95, novembre, pp 41-65.

<sup>2</sup> Ces dérèglements peuvent s'apprécier par exemple en comparant les PER ou de manière plus subtile à l'aide de la formule de Gordon, voir sur ce point : Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000).

<sup>3</sup> Voir sur ce point : Borio C., N. Kennedy, S. Prowse (1994), p101.

cyclicité, même si la possibilité d'actions discrétionnaires de la part du régulateur est introduite. Nous montrons qui plus est, que le principal défi qui découle de la volonté de lisser un cycle de prix d'actifs est identique que l'on envisage une hausse de taux ou un resserrement de la réglementation prudentielle. En effet dans tous les cas, la difficulté pour l'autorité publique réside dans le fait qu'elle doit imposer une décision coûteuse pour les agents privés sur la base d'un diagnostic forcément contestable. Enfin dans la dernière partie, nous discuterons des avantages comparatifs de la politique monétaire et de la réglementation prudentielle, en abordant leur mode d'application automatique ou discrétionnaire.

## **2. Comment la politique monétaire peut-elle réagir à un cycle de prix d'actifs ?**

Les bulles japonaises (1989) et américaines (2000) ont ranimé le débat sur la responsabilité des Banques centrales dans le développement des bulles spéculatives et sur l'opportunité d'introduire un lien plus étroit entre prix d'actifs et politique monétaire. Un relatif consensus s'établit autour de l'idée qu'il faut utiliser l'information contenue dans les prix d'actifs pour améliorer les prévisions d'inflation. En revanche, l'utilité d'une prise en compte plus directe des prix d'actifs dans la détermination de la politique monétaire reste une question débattue. Il est possible d'imaginer trois grandes manières de lier politique monétaire et prix d'actifs : la première consiste en la création d'un indice des prix qui incorporerait les prix d'actifs ; la deuxième réside en l'ajout dans la règle de politique monétaire d'un terme qui capterait les changements de prix d'actifs ; et enfin, la troisième repose sur la réaction de la Banque centrale sur le mode discrétionnaire face à un dérèglement des prix d'actifs.

Nous allons passer en revue ces trois modes d'intervention en soulignant les problèmes qu'ils posent.

### **2.1 La création d'un nouvel indice des prix**

L'idée d'intégrer les prix d'actifs dans l'indice de référence des Banques centrales peut trouver plusieurs justifications théoriques assez différentes les unes des autres. Cette idée a tout d'abord pour point de départ un argument d'Alchian et Klein (1973) qui font remarquer que la Banque Centrale devrait en théorie stabiliser la valeur d'un panier de bien « intertemporel ». L'indice des prix devrait alors mesurer le coût de la consommation sur un cycle de

vie. Pour être cohérent avec cette définition, l'indice des prix devrait alors tenir compte du prix des actifs comme indicateurs du coût de la consommation future<sup>4</sup>. Néanmoins, certains économistes (Vickers (1999) par exemple) contestent le bien fondé de cette idée en faisant valoir qu'une hausse des prix d'actifs n'est pas forcément synonyme d'inflation dans le futur. De plus dans ce nouvel indice, le poids des actifs devrait être tel (de l'ordre de 97%) que cette modification n'apparaît pas comme très raisonnable [cf. Shiratsuka (1999)], puisqu'elle introduirait beaucoup de volatilité et donc de bruit dans l'indice, ce qui induirait *in fine* une plus grande volatilité du taux d'intérêt<sup>5</sup>.

Cependant, il existe une deuxième manière de plaider pour la création d'un indice plus large incluant des prix d'actifs. En effet, comme la majeure partie du crédit est utilisée en vue d'acquérir des actifs patrimoniaux, le taux d'intérêt réel pertinent pour l'emprunteur est bien souvent la différence entre le taux nominal et le taux de croissance anticipé des actifs patrimoniaux [Aglietta (2001)]. Dans cette optique, la création d'un nouvel indice permet de prendre en compte l'importance des fluctuations de prix d'actifs dans la détermination de la conjoncture macroéconomique tout en conférant à la politique monétaire un caractère très prospectif<sup>6</sup>. En dépit de ces avantages, cette idée n'est toutefois pas retenue par les banquiers centraux car de nombreux problèmes surgissent tant théoriques que pratiques. En théorie, la modification de l'indice des prix implique un changement complet d'objectif pour la politique monétaire puisque cette dernière serait amenée à limiter la hausse de prix d'actifs, or cette hausse de prix n'est pas génératrice de perte de pouvoir d'achat comme peut l'être l'inflation classique. Il est possible de s'interroger également sur la manière dont il faudrait établir la pondération de l'indice. Par ailleurs, la critique qui concerne la volatilité des taux qui serait engendrée par l'introduction des prix d'actifs dans l'indice, reste valide. En outre, d'un point de vue pratique, les statistiques qui concernent les prix d'actifs n'ont pas la même qualité et la même fréquence que les statistiques qui portent sur les prix des biens de consommation, ce qui rend encore plus difficile la mise en application de cette idée. Pour remédier en partie à ces difficultés, il est possible d'envisager d'autres formes de prise en compte des prix d'actifs dans la détermination de la politique monétaire.

---

<sup>4</sup> Remarquons que le fondement théorique de cette idée n'a rien à voir avec la problématique de la stabilité financière.

<sup>5</sup> Les Banques centrales cherchent au contraire à lisser les évolutions de taux.

<sup>6</sup> Les prix d'actifs sont des variables avancées dans le cycle, contrairement aux prix des biens et services qui sont plutôt des variables retardées.

## 2.2 La prise en compte des prix d'actifs via les règles de politique monétaire

Dans cette section, nous considérons que l'objectif de la Banque centrale reste la stabilité des prix, mais l'efficacité de la stabilisation conjoncturelle peut être améliorée en intégrant dans la règle de politique monétaire un terme qui capte l'évolution des prix d'actifs. Nous pouvons imaginer plusieurs façons d'écrire cette règle.

En effet, soit la règle est du type :

$$(1) R = Cte + a \Pi + b Y + I \dot{Q}$$

où R représente le taux d'intérêt nominal,  $\Pi$  représente l'écart d'inflation à la cible, Y l'output-gap et Q le niveau des prix d'actifs, soit la règle est de la forme :

$$(2) R = Cte + a \Pi + b Y + I \frac{\dot{Q}}{Q}$$

où bien encore :

$$(3) R = Cte + a \Pi + b Y + I(Q - Q^*)$$

où  $Q^*$  représente un niveau de valorisation de référence comme le niveau de long terme ou encore le niveau de l'indice qui serait jugé conforme à la valeur fondamentale.

Dans le premier cas, la politique monétaire réagit de manière symétrique aux variations de l'indice en valeur. Dans le second cas, la réaction est symétrique par rapport au taux de croissance de l'indice. Dans le dernier cas, c'est l'écart vis à vis d'une valeur de référence qui commande l'impact des prix d'actifs sur le taux d'intérêt. La mise en œuvre d'une de ces règles aurait pour conséquence majeure de rendre les réactions de politique monétaire plus symétriques par rapport aux évolutions de prix d'actifs, ce qui pourrait contribuer à limiter l'aléa moral. En effet dans la situation actuelle, les Banques centrales réagissent systématiquement aux krachs boursiers en réalisant des interventions de prêteur en dernier ressort, mais les hausses de prix d'actifs n'entraînent pas des hausses de taux symétriques, ce qui peut favoriser des prises de risque excessives. Par ailleurs, le choix du paramètre  $I$  permet de se prémunir pour partie de la volatilité des taux qui serait induite par une redéfinition de l'indice des prix.

Toutefois ces trois règles ne sont pas équivalentes. Il est clair que la dernière règle est plus difficile à mettre en œuvre puisqu'il convient d'identifier le niveau adéquat de  $Q^*$ . Elle introduit donc un élément normatif qui nous permet d'interpréter cette troisième règle comme une véritable réaction à un dérèglement de prix d'actifs. En outre, elle présente l'avantage de ne pas impliquer une dérive permanente du taux d'intérêt puisque le terme  $Q - Q^*$  peut être centré en moyenne. C'est pour cette raison que l'introduction d'un nouveau terme sous cette

forme dans la règle a été testée par Bernanke et Gertler (1999) puis par Cecchetti et *alii* (2000).

Pour répondre à cette question, Bernanke et Gertler (1999) ont construit un modèle qui permet de tester la capacité de différentes règles de politique monétaire à stabiliser l'inflation et l'output gap lorsque l'économie est en proie à une bulle. Leur modèle s'inscrit dans le cadre de la nouvelle économie keynésienne, il décrit une économie fermée dans laquelle il existe des frictions sur le marché du crédit, ce qui se traduit par la présence d'un accélérateur financier qui affecte la dynamique de l'investissement. La bulle qui affecte l'économie est exogène, elle s'élève à 1% de la valeur fondamentale en première période mais elle double à chaque période. Les auteurs vont faire l'hypothèse que sa durée de vie est de cinq périodes, l'éclatement étant suivi d'un retour à la valeur fondamentale ou d'une période de bulle négative suivant les scénarii. Cette distinction n'a pas d'impact sur les conclusions de l'étude. Ils vont tester quatre sortes de règles, selon que la politique monétaire réagit de façon agressive ou accommodante à l'inflation anticipée et selon que la règle inclut ou pas une réaction aux prix des actifs. Ils concluent de cette simulation que la meilleure règle est celle qui réagit fortement à l'inflation et à elle seule. La réaction aux prix des actions n'est pas trop dommageable à condition qu'elle affecte toujours un fort coefficient à l'inflation anticipée. De plus, l'analyse des trajectoires des différentes variables, en particulier le prix des actions et de leurs valeurs fondamentales, indique que contrairement à l'intuition, c'est la règle qui réagit uniquement à l'inflation qui permet de maintenir la plus grande stabilité financière au cours du cycle.

Bernanke et Gertler concluent donc que "inflation targetting provides an effective, unified framework for achieving both general macroeconomic stability and financial stability. Given a strong commitment to stabilizing expected inflation, it is neither necessary nor desirable to respond to changes in asset prices, except to the extent that they help to forecast inflationary or deflationary pressures".

Ces résultats vont être contestés par Cecchetti et *alii* qui reprennent l'essentiel du modèle de Bernanke et Gertler en le modifiant à la marge. Ils introduisent un output-gap dans la fonction de réaction et ils explicitent la fonction de perte. Il apparaît alors que la règle optimale intègre toujours le prix des actifs comme déterminant à des degrés divers en fonction du paramètre d'aversion pour la variance de l'inflation. Ces résultats ne se modifient pas lorsque l'évolution du taux d'intérêt est lissée afin que cette règle soit plus facile à mettre en œuvre. Il est important de remarquer que ces conclusions sont d'autant plus remarquables que la bulle est parfaitement exogène. Dans la réalité, il n'est pas interdit de penser qu'une réaction

des autorités monétaires augmenterait la probabilité d'éclatement de la bulle, ce qui renforcerait théoriquement ces résultats, puisque la période de « dérèglement » serait en moyenne écourtée<sup>7</sup>. Cette controverse sur la nécessité de prendre en compte les « anomalies » de prix d'actifs dans la conduite de la politique monétaire passe donc à côté de ce qui constitue peut être l'argument le plus puissant en faveur de la prise en compte des dérèglements de prix d'actifs par la Banque centrale.

### **2.3 Les difficultés d'une prise en compte des prix d'actifs dans le cadre d'une politique discrétionnaire**

En effet, l'idée d'introduire un indicateur de dérèglement de prix d'actif dans la fonction de réaction de la Banque centrale souffre d'un inconvénient majeur : cela crée un lien rigide entre l'évolution du prix des actifs et la politique monétaire. Or, il est établi que la réaction optimale de l'autorité monétaire face à un changement de prix d'actifs dépend de l'origine de la fluctuation de prix [Artus(1994) et Smets(1997)]. Par exemple, si la hausse des prix d'actifs est concomitante à un choc d'offre positif comme un relèvement du taux de croissance potentiel, la politique monétaire n'a pas de raison de réagir puisque le supplément de demande engendré par la hausse du prix des actifs, n'a pas d'impact inflationniste. A l'inverse, si les prix d'actifs augmentent en raison d'un choc purement financier (bulle spéculative ou baisse de la prime de risque *ex ante* qui est exigée par les actionnaires) alors la politique monétaire doit réagir<sup>8</sup>. Il n'est donc pas possible de définir a priori une règle de politique monétaire qui conviennent pour tous les types de chocs. En effet, le terme  $Q^*$  dans la règle (3) devrait en théorie être modifié tous les jours ou presque en fonction des informations nouvelles dont dispose la Banque centrale, ce qui fait perdre tout sens à la notion même de règle de politique monétaire. Par conséquent, c'est bien dans le cadre d'une action discrétionnaire de politique monétaire que la prise en compte des prix d'actifs peut s'effectuer. En outre, nous savons que l'utilisation systématique d'informations contenues dans les prix d'actifs par la Banque centrale peut poser un problème dans la mesure où les agents peuvent intégrer cette réaction dans la formulation de leurs anticipations, ce qui peut modifier la dynamique des prix d'actifs. La critique de Lucas basé sur cet argument met en

---

<sup>7</sup> Sur ce point voir Kent et Lowe(2000) et Lecinq (2001)

<sup>8</sup> Cet exemple illustre bien le fait que ce n'est pas le caractère conforme à la valeur fondamentale de la fluctuation qui importe ici, mais bien son origine.

lumière une autre forme de difficulté qui apparaît dès lors qu'une réaction systématique de la politique monétaire est mise en place devant les fluctuations de prix d'actifs.

C'est donc l'autorité monétaire qui doit décider au cas par cas, sur la base des informations dont elle dispose, si la fluctuation à laquelle elle assiste correspond à un dérèglement de prix d'actifs susceptible d'entraîner une correction sévère dans le futur. Si les risques associés à la baisse des cours (risques déflationnistes et risques systémiques) sont jugés suffisamment importants, alors la Banque centrale peut être tenter de lisser la fluctuation de prix d'actifs en effectuant un relèvement préventif de son taux d'intérêt.

Ce scénario suppose cependant que la Banque centrale soit en mesure d'identifier les chocs à l'origine des fluctuations de prix d'actifs, or cet exercice est particulièrement difficile. Le banquier central se doit dans ces conditions d'avoir une attitude modeste car il n'est pas spécialement bien placé pour effectuer ce travail : «...central bankers have no particular expertise in valuing future corporate earnings, that is, in pricing equities, which is a full-time job carried on by armies of stock analyst and investors. On this basis central bankers should feel no obligation to make public their personal views on equity prices»[Goodfriend(1998)]. A. Greenspan exprimait la même modestie dans une interview donnée au New York Times en novembre 1998 : « Il y a un problème fondamental avec les interventions destinées à crever les bulles. Cela présume que vous en savez plus que le marché ». Cet argument qui est de type hayekien puisqu'il confère au système une rationalité plus grande que celle qui caractérise les opérateurs individuels, a été modélisé par T. Cogley (1999). Ce dernier montre qu'une variation des fondamentaux non perçue par le banquier central a la même apparence qu'une bulle, par conséquent une politique qui viserait à corriger la surévaluation présumée pourrait être déstabilisante.

La principale difficulté pour la Banque centrale au prise avec une fluctuation importante de prix d'actifs, réside dans le fait qu'elle doit agir assez tôt dans le cycle pour avoir une chance de limiter son ampleur. Or le diagnostic de dérèglement ou de surévaluation au début de la phase ascendante du cycle est le plus difficile à réaliser. Les actions les plus efficaces sont également celles qui sont les plus sujettes à caution. *In fine*, la Banque centrale doit donc procéder à un jugement sur la situation et être capable d'imposer au marché une politique qui détruit à court terme une partie de la richesse qui revient aux actionnaires. Pour ne pas être accusé de détruire de la richesse, le banquier central qui entreprendrait d'augmenter les taux pour contrer une bulle, devrait pouvoir se justifier devant le parlement et devant l'opinion publique. Or, ceci n'est possible que si les moyennes historiques des différents ratios exercent effectivement leur rôle de force de rappel, ou plutôt s'il existe des

raisons de penser que ces forces s'exerceront dans l'avenir. En somme, l'exercice d'identification est plus facile quand l'économie n'est pas en proie aux changements structurels. L'histoire économique enseigne cependant que durant ces périodes, le risque d'apparition d'une bulle est le plus grand. Cecchetti, Gengerg, Lipsky et Wadhvani (2000) font cependant remarquer que l'incertitude qui prévaut autour de la notion de valeur fondamentale (ou de valeur de long terme) n'est pas forcément plus grande que l'incertitude qui entoure l'estimation du taux de croissance potentiel, du taux de chômage naturel ou du taux d'intérêt neutre de la règle de Taylor par exemple ; autant d'indicateurs qui sont utilisés très régulièrement sans états d'âme par les banquiers centraux.

Au-delà de la question du moment précis de l'opération de politique monétaire et de sa justification, un relèvement de taux d'intérêt qui viserait à contenir un déséquilibre financier aurait un inconvénient de taille : il exercerait un effet récessif sur des secteurs étrangers à ces déséquilibres. C'est pourquoi, il semble intéressant de traiter les problèmes de dérèglement de prix d'actifs à l'aide de la réglementation prudentielle.

### **3. Quelles sont les mesures de régulation prudentielle qui nous permettent de corriger les fluctuations de prix d'actifs ?**

Tout d'abord, les mesures de régulation prudentielle ne peuvent avoir qu'un effet indirect sur les prix d'actifs. En effet, elles ont principalement une action sur le crédit et plus particulièrement sur le cycle de crédit. Notre étude porte avant tout sur les moyens de lisser la phase ascendante du cycle. Nous partons du point de vue selon lequel plus on lisse la phase ascendante du cycle, plus les effets néfastes du retournement et de la phase de récession seront limités. Notre but est de trouver des mécanismes préventifs par l'utilisation de la régulation prudentielle disponible et envisageable.

Les mécanismes d'accélérateur financier liés aux asymétries d'information entre les prêteurs et les emprunteurs mis en avant par Bernanke et *alii* (1998)<sup>9</sup>, montrent comment les prix d'actifs sur-réagissent en phase d'expansion de manière à amplifier et aggraver les évolutions cycliques. Un autre argument en complément de celui-ci est avancé par Borio, Furfine et Lowe (2001) : de nombreux aspects prudents tels qu'ils existent actuellement,

---

<sup>9</sup> Bernanke, S., Gertler M., and Gilchrist S. (1998) : *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework* , NBER working paper, 6455, march.

semblent être davantage procycliques en raison de l'inadéquation des réponses des opérateurs à l'évolution des risques dans le temps<sup>10</sup>. Ainsi, nous verrons dans une première section les modes d'évaluation des risques et leurs conséquences sur le rating pour mettre en évidence les problèmes méthodologiques. Parmi les réglementations prudentielles internationales comme celles édictées par le Comité de Bâle, ou bien des principes prudeniels établis de manière nationale et locale, nous trouvons des éléments de lissage et de diminution des effets procycliques tels que l'ajustement des ratios à la phase du cycle et le provisionnement dynamique. Ces éléments seront abordés respectivement dans la deuxième et troisième sections. Enfin dans une quatrième section, nous discuterons des options proposées et de l'importance de leur modalité discrétionnaire pour une plus grande malléabilité et efficacité.

### **3.1 L'évaluation des risques et son impact sur le rating**

Les modes d'évaluation des risques sont sans doute les facteurs les plus importants, favorisant les sur-réactions du système financier. La principale difficulté réside dans l'évaluation des risques dans le temps. Lors de la phase d'expansion du cycle économique, les anticipations deviennent souvent trop optimistes et sous-estiment les risques. En conséquence, les prix des actifs grimpent et la croissance du crédit peut aller au-delà de la progression du PIB nominal. Cet argument est particulièrement défendu par Borio et *alii* (2001) qui exposent les difficultés de mesure contribuant à augmenter trop rapidement la croissance du crédit, à gonfler les valeurs des collatéraux et à baisser artificiellement les taux de prêt. Deux facteurs explicatifs à la sous-estimation des risques sont mis en avant : les biais introduits par des mécanismes psychologiques, et les méthodes de mesure employées.

#### **3.1.1 Les mécanismes psychologiques**

Nous pouvons invoquer des mécanismes psychologiques d'appétence pour le risque de la part des investisseurs, des chefs d'entreprises et des institutions financières. Herring dans un article de 1999<sup>11</sup> parle de biais cognitifs. Ces biais sont de deux sortes. D'une part, il existe une *disaster myopia* décrite comme une tendance des opérateurs à sous estimer les

---

<sup>10</sup> Ce phénomène est particulièrement souligné dans le 71<sup>e</sup> Rapport de la BRI, les causes en sont souvent les modes d'évaluation, les motivations individuelles face à une situation donnée et la nature du cadre réglementaire. Des thèmes qui sont repris dans notre analyse.

<sup>11</sup> Herring R (1999) : "credit risk and financial instability", *Oxford review of Economic policy*,15(3), pp63-79 in Borio et *alii* (2001)

événements antérieurs, à donner un poids excessif aux événements récents et à considérer les problèmes comme négligeables. D'autre part, il existe une *cognitive dissonance* selon laquelle l'interprétation de l'information est biaisée systématiquement et vient renforcer les convictions et le comportement des opérateurs. Ainsi la mémoire et la matérialisation du risque diminuent au fur et à mesure qu'on avance dans le cycle, et les données nouvelles sont interprétées de telle sorte qu'elles viennent renforcer le point de vue selon lequel l'économie se trouve dans un mouvement de longue et soutenable expansion<sup>12</sup>.

Bien évidemment, ces mécanismes psychologiques sont difficiles à corriger et les autorités prudentielles ne peuvent pas agir directement sur ce type de comportement. Cependant une meilleure compréhension du risque passe aussi par des publications régulières des superviseurs sur les traitements et les pratiques de gestion des risques. Les régulateurs ont donc avant tout un rôle informationnel régulier à jouer auprès des intervenants.

### **3.1.2. Les méthodologies employées**

Une autre explication sur la sous-estimation des risques réside dans les méthodologies de mesure actuellement employées et qui peuvent être améliorées. Nous retrouvons les problèmes de matérialisation des risques dans les méthodes utilisées par les banques, les agences de notation et les superviseurs. En effet, ceux-ci considèrent une diminution des risques pendant la phase d'expansion, or du point de vue de Borio et *alii* (2001), il faudrait considérer le risque comme augmentant en phase d'expansion et non de récession. L'augmentation observée en phase de récession ne serait que le simple reflet de la matérialisation de l'accroissement des risques en phase d'expansion. Les faits stylisés mettent en avant que les périodes marquées par un développement rapide du crédit et une flambée des prix des actifs, une compression des marges sur prêts<sup>13</sup> et un niveau élevé d'investissement précédent des tensions dans le système financier. Ces périodes sont ainsi marquées par des risques supérieurs à la moyenne alors que la conjoncture économique est favorable.

L'horizon temporel est un critère fondamental dans la mesure des risques. Le nouvel Accord de Bâle ne fixe pas de norme à cet égard. Il retient une probabilité de défaillance sur un an dans le calcul des risques pour les exigences de fonds propres. Du point de vue des

---

<sup>12</sup> Shiller R. (2000) : *Irrational Exuberance*, Princetown University press.

<sup>13</sup> En effet, la tarification du crédit évolue au cours du cycle. En phase de croissance du crédit, les banques acceptent souvent de réduire leur marges pour préserver ou élargir leur part de marché.

systèmes de notation interne, les banques portent leur attention sur la quantification des risques. Elles classent les prêts en fonction des catégories de risques spécifiques ou des notations. Ces notations sont utilisées en amont des décisions de provisionnement, d'allocation du capital et de tarification d'où leur importance dans notre schéma. De nombreux systèmes de notation interne ont une approche dite « point-in time »<sup>14</sup> qui utilisent un horizon de un an pour la mesure du risque (probabilité de défaut au cours de l'année qui vient). Le choix de cet horizon temporel est conduit par des facteurs tels que la validité des bases de données, le cycle budgétaire interne de la banque, l'intervalle bilantaire du capital et d'autres normes de comptabilité. De plus, la nature du système interne est sensible à la notation moyenne des portefeuilles au cours du cycle. Quand la conjoncture est bonne, les prêts s'élèvent relativement dans l'échelle de notation (par rapport à la notation du risque qui diminue) ce qui induit une probabilité de défaut relativement faible. *In fine*, la mesure des risques en notation interne est négativement corrélée au cycle économique.

Du point de vue des agences de notation, une autre approche peut être utilisée : l'approche dite « through-the-cycle » où la notation des emprunteurs changent au cours du temps. Cette approche semble être plus efficace de prime abord, cependant la notation qui en résulte n'est pas acyclique, les notations sont souvent corrigées après l'événement défavorable et non au moment où le risque s'aggrave<sup>15</sup>. Ceci est observable en particulier lors des retournements où la dégradation prise en compte dans la notation est supérieure à la dégradation réelle. En voici une illustration : d'après des faits empiriques, Carey et Hrycay<sup>16</sup> ont estimé la probabilité d'être dégradé sur l'échelle de notation en comparant les deux approches « point-in-time » et « through-in-time »<sup>17</sup>. Alors que la notation externe apparaît plus « efficace » que la notation interne, les auteurs constatent que la notation externe est plus procyclique, surtout au moment du retournement. Par conséquent, quelque soit le système de mesure interne ou externe, la notation est sous-optimale car elle est mal corrélée au changement des risques au cours du temps.

Quelque soit la méthodologie employée, il faut retenir que la clé de la bonne prise en compte des risques est l'horizon temporel. Un horizon court réduit la possibilité d'incorporer

---

<sup>14</sup> On retrouve cette approche dans les méthodes CAMELS et SEER aux Etats-Unis et PATROL en Italie.

<sup>15</sup> La crise asiatique en est une illustration.

<sup>16</sup> Carey M., Hrycay M., (2000) : *Parameterizing credit risk models with rating data*, mimeo, Federal Reserve Board of Governors in Borio et alii (2001) pp20-21, accessible via internet [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>17</sup> étude de panel et mesure de la distance par rapport au défaut.

une évaluation du risque systématique<sup>18</sup> et indique une diminution du risque pendant la phase d'expansion. Cette remarque est valable pour les méthodes d'estimation des risques de crédits comme pour les méthodes d'estimation des risques de marché qui se basent sur des calculs de probabilité de pertes basées sur des hypothèses de « stationnarité temporelle » (les caractéristiques d'un actif comme sa volatilité ne se modifie pas au cours du temps).

Une seconde remarque sur l'utilisation des méthodes d'estimation vient du fait qu'il existe des phénomènes non pris en compte comme les corrélations entre les risques. Borio et *alii* (2001) soulèvent ce problème en parlant des corrélations qui existent entre les emprunteurs et entre les établissements de crédit du fait que les risques de crédit soient corrélés. Quand la phase d'expansion est mature, la prise de risque individuelle des emprunteurs tend à augmenter, la corrélation du risque de défaut entre les emprunteurs et la corrélation de la probabilités de pertes entre les institutions financières augmentent aussi. Aglietta (2001) abonde dans ce sens en stipulant que les modèles de mesure VaR ne prennent pas en compte les corrélations entre les risques(surtout de marché) quelque soit leur type. Par ailleurs, ces corrélations ont tendance à augmenter au fur et à mesure que l'on avance dans la phase d'expansion du cycle.

Une amélioration a été apportée avec l'utilisation des tests de stress. Les tests de stress consistent à examiner le comportement d'un portefeuille en fonction de différents scénarii d'évolution de marché (comme tester le portefeuille en période de crise). Les scénarii utilisés doivent prendre en compte ce que le modèle standard n'intègre pas, ce qui constitue un progrès non négligeable. D'ailleurs, Borio et *alii* recommande au superviseur de diffuser et d'utiliser des tests de stress comme moyen préventif. Cependant, celui-ci reste insuffisant car il est difficile de définir les relations entre les marchés qui vont se révéler en situation de crise. Au moment du retournement, les relations entre les cours des actifs qui apparaissaient stables avant la crise cesse de s'appliquer, une rupture des corrélations est alors observable.

Nous n'apportons pas de solution quant aux méthodes d'estimation de risques employées, cependant le fait que les risques soient systématiquement sous-estimés à cause des biais

---

<sup>18</sup> Systématique est utilisé par opposition à idiosyncratique. Par définition, la composition systématique du risque est celle qui est associée à des corrélations qui existent entre les différentes composantes des valeurs mobilières. Autrement dit, le risque systématique est relié à l'exposition à des facteurs associés au cycle économique et au cycle financier.

cognitifs ou méthodologiques est indéniable. Toutefois les superviseurs peuvent améliorer la compréhension des risques par l'introduction de publications sur les traitements et pratiques de gestion des risques y compris les tests de stress, établir des règles de supervision qui visent à augmenter la durée du temps pris en compte dans l'estimation des risques et ainsi créer un système plus robuste à la mauvaise perceptions des risques<sup>19</sup>. Les superviseurs continuent à se focaliser sur les risques encourus par les établissements individuels. Cela trouve une explication dans le fait que la supervision bancaire est avant tout pensée dans une optique de protection des déposants auprès des banques individuelles. De ce fait, très peu de mesures sur les corrélations entre les établissements ou même entre les différents emprunteurs existent ainsi que des mesures sur la vulnérabilité du système dans son ensemble. Cette critique est mise en avant par Borio mais aussi par Aglietta qui souligne la non prise en compte de la corrélation des risques dans les méthodes de mesures qui conduit à la genèse du risque systémique. Les éléments que nous allons présentés dans les sections suivantes contribuent à l'élaboration d'un cadre de supervision plus solide dans la compréhension et la régulation des risques.

Les difficultés méthodologiques soulevées dans cette section ont des implications sur les décisions des banques en matière de constitutions des fonds propres et des provisions qui apparaissent alors comme insuffisantes, ce qui contribuerait à accentuer le caractère procyclique de la régulation. En outre, l'application des standards d'adéquation des fonds propres édictés par le comité de Bâle dépend largement de l'estimation des risques propre aux établissements. Le renforcement de l'usage du contrôle interne et de la discipline de marché via la notation externe viennent accentuer le caractère procyclique et l'inadéquation réelle des fonds propres, ainsi que l'insuffisance des provisions en phase d'expansion. Pour y remédier, il existe deux possibilités que nous allons aborder dans les sections suivantes, à savoir la mise en place de ratio contracyclique et du provisionnement dynamique. Si le capital est moins cher et plus facile à lever en phase d'expansion et crée une caution additionnelle dans les périodes fastes, alors des ratios et des provisions élevées permettraient de limiter l'instabilité financière exacerbée par les mécanismes d'amplification du cycle.

---

<sup>19</sup> Néanmoins, il existe à l'heure actuelle un système d'estimation du nom de RATE développé au Royaume-Uni le but explicite de cette méthode est d'identifier de façon qualitative l'ensemble des facteurs auxquels les établissements sont exposés de façon . Ici encore, l'horizon temporel reste un élément fondamental

### 3.2 Ajustement des ratios à la phase du cycle

Il est difficile d'évaluer les facteurs réglementaires susceptibles d'aggraver les fluctuations du cycle financier. A contrario, nous pouvons supposer- et c'est ce qui transparaît clairement dans les rapports de la BRI- que la contraction des prêts bancaires accompagnant le renversement conjoncturel serait atténuée si les ratios de fonds propres augmentaient lors de la phase d'expansion. Les règles actuelles stipulent que le niveau de fonds propres doit augmenter parallèlement à l'encours des prêts mais non que le ratio de fonds propres par rapport à l'actif doit varier.

D'après ce que nous avons exposé précédemment, les risques augmentent en phase d'expansion surtout dans la phase mature ainsi les pertes non attendues seraient plus importantes<sup>20</sup>. Ce point de vue n'est pas partagé par tous, cependant l'incertitude qui caractérise le retournement futur et la sur-réaction du système financier nous laisse à penser que les pertes non attendues tendent à augmenter.

Les nouveaux Accords de Bâle introduisent une analyse plus fine des risques de crédit et par la même une meilleure adéquation des fonds propres mais la contrepartie en est que le capital requis pour un portefeuille donné devrait changer au cours du temps (car l'estimation des risques sur ce portefeuille change) or sachant que les risques sont sous-estimés en phase d'expansion, le capital requis a tendance à diminuer et à être insuffisant.

Les autorités prudentielles peuvent jouer un rôle majeur sur le niveau des ratios d'autant plus que dans les nouveaux Accords de Bâle, il y a une opportunité offerte aux superviseurs dans la variation des exigences de fonds propres selon les établissements. En effet, avec les Accords de 1988, les exigences de fonds propres étaient rigides, et les effets de sélection des actifs risqués non pris en compte. Ceci est illustré dans une étude d'Artus et Seltz sur le ratio Cooke non discriminant par rapport au risque et ajusté à la phase du cycle.

Ces auteurs introduisent un premier modèle de comportement neutre de la banque face au risque. La banque possède deux types d'actifs : un actif non risqué et un actif risqué (le risque est lié à la conjoncture économique future non connue). Ce premier modèle fonctionne sur plusieurs périodes en fonction de la conjoncture sans ratio puis avec un ratio fixe de capital minimum. Artus et Seltz en déduisent que le risque de faillite est plus grand quand la conjoncture est bonne et que le ratio de capital minimum est petit puisque l'encours de crédit (nouveau capital/ratio de capital) est alors le plus élevé. L'étape suivante consiste à faire

---

<sup>20</sup> Mis en évidence par Kent et D'Arcy.

varier le ratio en fonction de la conjoncture et les auteurs en déduisent qu'il est optimal d'accroître le ratio lorsque la conjoncture est bonne et de le réduire quand elle est mauvaise.

Le second modèle consiste à introduire des effets de sélection d'actifs en fonction des risques. Tout d'abord, la mise en place d'un ratio introduit une détention plus grande de l'actif risqué de la part de la banque puisque le ratio n'est pas discriminant<sup>21</sup>. Puis, le fait de faire varier le ratio en fonction de la conjoncture renforce encore plus la position risquée de la banque pendant la phase d'expansion car nous sommes en présence d'un aléa moral caractéristique<sup>22</sup>.

Le ratio McDonough est beaucoup plus flexible et plus discriminant que le ratio Cooke et les pondérations sont adaptées à chaque type de couple actif/risque. Nous pouvons alors supposer que la pondération des actifs les plus risqués étant bien supérieure à celle des produits moins risqués, il devient plus difficile de faire des jeux de substitution entre les divers actifs, d'autant que la transparence des activités est plus grande. Le comportement sciemment risqué de la part de l'établissement étant beaucoup plus visible, l'établissement n'a donc pas toujours intérêt à adopter un comportement plus risqué quand la conjoncture est bonne. D'une part, cela peut handicaper son propre fonctionnement et d'autre part, la concurrence entre les établissements a tendance à être exacerbée pendant les périodes de bonne conjoncture<sup>23</sup>. Ces arguments sont suffisants pour supposer que les banques n'adopteront pas un comportement plus risqué par le simple fait que le ratio devient modulable en fonction de la phase du cycle.

La possibilité offerte au superviseur de faire du cas par cas est un grand atout pour mettre en place des ratios modulables en fonction de la conjoncture, des types d'activités risquées, et des établissements concernés par ces activités. D'après Kent et D'Arcy, en faisant attention aux développements macroéconomiques, les superviseurs doivent observer si la réponse prudentielle des établissements en matière de prêts est appropriée aux variations du risque pendant la durée du cycle. En fonction de ces observations, les superviseurs peuvent demander des ratios de capital ajustés à la phase du cycle. Avec les nouveaux Accords de

---

<sup>21</sup> En effet, l'introduction d'un ratio limite la quantité totale de l'actif risqué et donc diminue le rendement anticipé alors pour compenser la banque augmente sa prise de risque.

<sup>22</sup> L'anticipation par la banque du comportement futur des autorités qui vont baisser le ratio Cooke quand la conjoncture sera défavorable. Ainsi la banque sait qu'elle réduira dans le futur la part de l'actif le plus risqué en raison de la baisse du ratio car cette profite essentiellement à l'investissement de l'actif le moins risqué.

<sup>23</sup> L'établissement ne prendra pas le risque d'attirer l'attention des superviseurs qui peut être perçu comme un signal négatif.

Bâle, les superviseurs ont la possibilité de faire des recommandations informelles institution par institution, basées sur l'observation du changement à la marge et des exigences minimales pendant la phase du cycle. Seul un système de recommandations informelles au cas par cas peut modérer les effets de cycle et ceci particulièrement dans les périodes caractérisées par une croissance rapide du crédit et des prix des actifs. Dans ces circonstances, l'optimisme excessif des marchés et des établissements ne leur permettent pas d'avoir une juste appréciation de la situation et cela contribue à augmenter la prise de risques. Toutefois, les auteurs émettent une limite aux recommandations informelles. Selon eux, ce type de recommandations peut être dénué de crédibilité et de transparence.

Par contraste, un système formel d'ajustement annoncé des exigences de fonds propres rendrait les superviseurs plus responsables et serait un signal clair de l'évaluation des risques du système faite par les superviseurs. Mais alors, nous serions dans un système peu flexible. L'avantage du cas par cas est de pouvoir isoler les établissements qui sont concernés par cette prise de risque excessive et de ne pas pénaliser les autres établissements qui ne sont pas concernés par le secteur à risque. La solution du cas par cas est donc préférable. Par ailleurs, la crédibilité des recommandations du superviseur revient à sa capacité de s'imposer comme acteur indispensable et incontournable de la stabilité bancaire et financière.

En théorie, le pilier II des nouveaux Accords de Bâle donne la possibilité aux autorités prudentielles d'ajuster le niveau des fonds propres au profil de risque d'une banque. Les pertes non attendues sont théoriquement couvertes par les fonds propres. L'ajustement des ratios de capital à l'évolution conjoncturelle est un pas vers une meilleure allocation du capital. Etant une approche au cas par cas, il est difficile d'envisager des effets macroprudentiels contracycliques. Par ailleurs, les superviseurs devraient davantage justifier leur intervention à l'échelle macroéconomique où une augmentation du ratio serait très controversée par le simple fait qu'elle génère un ralentissement de l'activité bancaire. Cependant, un ajustement des ratios reste un bon moyen de contrôler les secteurs et les activités les plus porteurs de risques. A l'heure actuelle, il existe une voie qui permet une progression constante des profits de la banque, celle du provisionnement dynamique ou prospectif qui vient couvrir les pertes statistiquement attendues.

### **3.3 Le provisionnement dynamique ou *ex ante***

Les règles de provisionnement exercent une grande influence sur l'évolution cyclique de la rentabilité des banques. Dans de nombreux pays, les conventions comptables ne permettent de constituer des provisions qu'après une détérioration vérifiable de la qualité des créances. Les

règles de provisionnement sont alors de nature rétrospective. Ceci a pour effet de renforcer le poids des provisions en période de ralentissement économique et d'accentuer le caractère cyclique des bénéfices comptables car les provisions passées en charges viennent diminuer la valeur de l'actif net de la banque.

Des règles de provisionnement statistiques sont aujourd'hui utilisées comme stabilisateurs automatiques. Elles se basent sur l'estimation des pertes moyennes sur défaillances subies en longue durée, ainsi elles augmentent le niveau de provisionnement pour les prêts présentant un taux de défaillance moyen relativement élevé, même si la marge d'intérêt doit normalement couvrir ce taux de défaillance<sup>24</sup>. Le provisionnement dynamique permet une constatation plus rapide des pertes sur crédits en les imputant au compte de résultat ce qui a une incidence directe sur les bénéfices de la banque.

Ce type de mesure se pratique dans certains établissements de crédits américains japonais ou européens où les provisions générales sont assimilables à un provisionnement dynamique. Ces banques font des estimations de pertes attendues sur chaque catégorie de prêts sur leurs propres données sur taux de défaillance. Ce dispositif s'apparente à des méthodes de contrôle interne. L'Espagne<sup>25</sup> et le Portugal ont adopté des mesures beaucoup plus générale à l'échelle nationale puisque les autorités prudentielles ont une action visible sur la constitution des provisions statistiques. Dans ce cas, l'approche est beaucoup plus normalisée par les autorités qui exigent un provisionnement minimal par catégories de prêts.

A l'échelle locale ou nationale, les banques sont tenues de faire des provisions au regard des pertes futures dès la constitution d'un prêt. Ainsi, la taille de la dotation varie en fonction des pertes subies sur longue durée pour le type de crédit concerné. Les dotations augmentent en période faste et assurent une protection de défaillance lorsque les conditions sont défavorables. De plus, comme le souligne Jaudoin, l'obligation de constituer une provision pour couvrir les pertes attendues dès l'octroi d'un prêt incite les banques à mieux incorporer le coût de ces pertes dans leurs conditions de crédit. Ainsi, nous pourrions observer avec l'application de cette mesure, une diminution de l'octroi des prêts dans la phase d'expansion

---

<sup>24</sup> Les marges d'intérêt sont en générale utilisées pour couvrir les pertes attendues dans le cas de provisions classiques. C'est pourquoi, les provisions statistiques ne s'apparentent pas aux provisions générales ou spécifiques.

<sup>25</sup> Une réglementation est entrée en vigueur en 2000. Elle exige que les banques passent en charges une provision dite statique, dont le montant varie selon le type de prêt. Lorsque cette provision est suffisante, c'est elle qui sert à alimenter les provisions spécifiques en cas de dépréciation effective des créances et non plus les bénéfices de l'exercice

du cycle, un lissage du cycle ainsi qu'un renforcement du rôle préventif de la surveillance prudentielle.

Fernandez de lis et *alii*, ont fait un exercice de simulation<sup>26</sup> sur l'impact des nouvelles provisions statistiques qui viennent compléter les provisions spécifiques et leurs interactions avec les pertes et les profits. L'exercice de simulation est établi sur 10 ans afin d'avoir plusieurs états de la conjoncture et donne des résultats de comparaison entre l'ancien système (provisions générales +provisions spécifiques) et le nouveau système (ancien système + provisions statistiques).

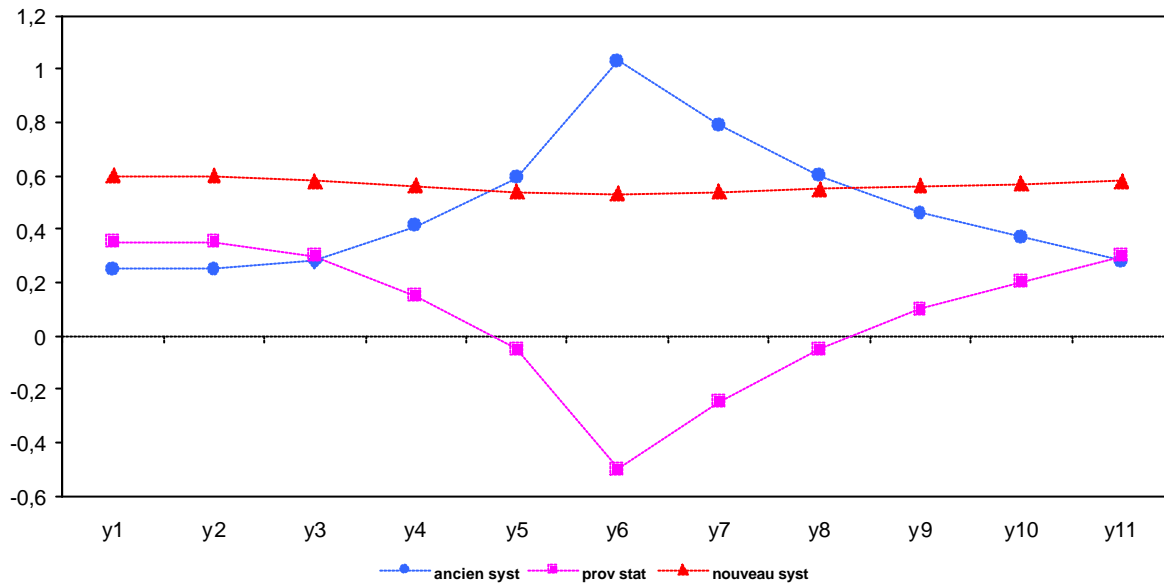
L'ancien système apparaît très cyclique. L'introduction des provisions statistiques contrebalance cet effet et s'oppose au profil du cycle pour effectuer un lissage des provisions et par la même un lissage des profits. Les périodes y5 et y6 correspondent à des périodes où les taux de croissance des profits avant provisions sont négatifs. Si l'on observe aussi les données fournies par le calcul des profits après provisions avec et sans provisions statistiques, il est flagrant de constater que les provisions statistiques atténuent largement la volatilité des profits après provisions. Ainsi, le régulateur oblige les établissements à augmenter leurs provisions pendant la période d'expansion ce qui à pour effet de diminuer la volatilité des profits bancaires, de renforcer la solvabilité de la banque à moyen terme et de sensibiliser davantage les gestionnaires aux risques de crédit.

Bien évidemment, l'impact réel des provisions statistiques dépend des coefficients qu'applique chaque banque(soit par approche standard édictée par le superviseur, soit par résultat de modèle interne), de la recherche de profits avant provisions, de la croissance du crédit et du niveau des provisions spécifiques futures que la banque désire. La composition du portefeuille de prêts affecte la valeur des coefficients utilisés et change les fonds statistiques. Néanmoins cet exercice de simulation montre qu'il existe des possibilités de lissage des profits par le biais des provisions statistiques qui introduisent une plus grande sensibilité des gestionnaires aux risques de crédit, qui encouragent à reconnaître les risques *ex ante* et à réduire le comportement procyclique des provisions sur pertes attendues.

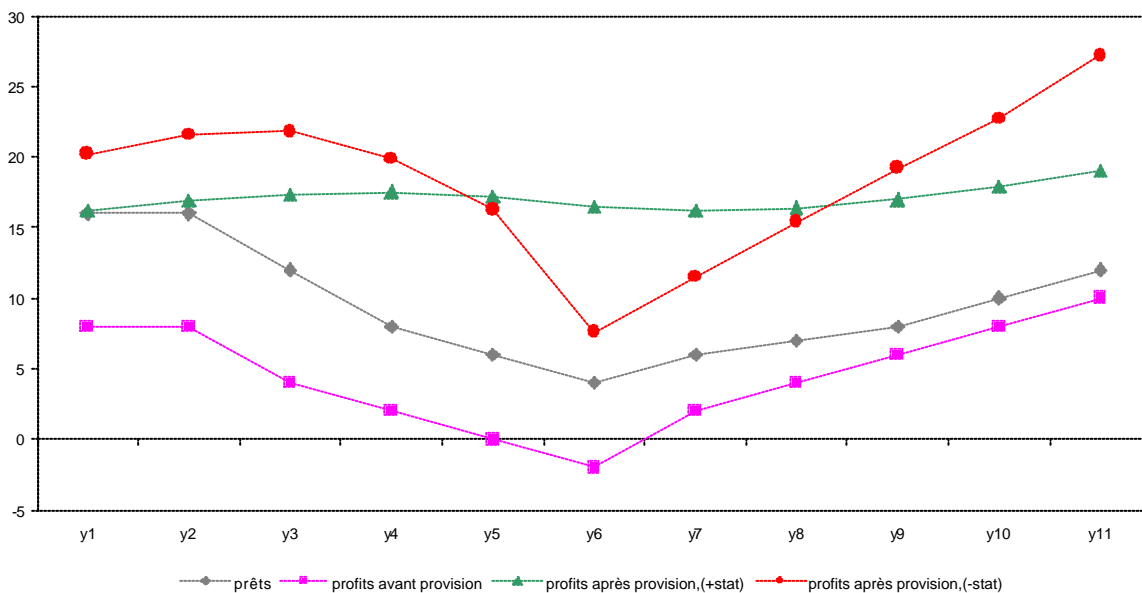
---

<sup>26</sup> Quelques hypothèses : la valeur du paramètre provision statistique est de 0.5 %(compromis entre les différents paramètres caractéristiques de chacune des 6 catégories de risques) et le ratio de provisions spécifiques/total des prêts est paramétré à 0.75%.

provisions sur total des prêts % (simulation)



taux de croissance des prêts et profits



Source : Fernandez de lis et alii (2001) , d'après leurs estimations données p 347.

Une des critiques émises à ce mécanisme provisionnel est une réduction de la valeur de l'actif net de la banque qui peut donner une mauvaise image de la situation réelle de l'établissement. Par ailleurs, les banques sont soumises à des objectifs de rentabilité sur fonds propres, ce qui peut les conduire à des difficultés de provisionnement<sup>27</sup>. Néanmoins, d'après une observation, les établissements de crédit impliqués dans un processus de provisionnement dynamiques ne semblent pas en souffrir en terme de valeur de marché. Cela pourrait être même perçu comme un avantage compétitif pour les banques qui mettraient en œuvre cette pratique de gestion des risques et des revenus.

Une proposition alternative<sup>28</sup> est la comptabilité à la juste valeur<sup>29</sup> qui permettrait non pas de constituer les provisions dès l'émission des prêts mais au moment où la banque estimerait que la qualité de l'emprunteur s'est détériorée sans que le taux de défaillance ne change. Cette méthode peut générer des externalités négatives en amplifiant la volatilité ainsi que le caractère cyclique des bénéfices comptables. Par ailleurs, cette pratique renforcerait une tendance procyclique par le fait que les phases d'expansion se traduisent souvent par une sous-estimation des risques et par une hausse de la « juste valeur » des prêts. Ainsi, faire entrer la comptabilité à la juste valeur comme moyen de limiter les fluctuations du cycle de crédit ne semble pas pertinent.

### **3.4 Discussion sur les options prudentielles choisies et leur mode d'application**

#### **3.4.1 Efficacité et controverse**

Dans l'ensemble, les instruments présentés qu'il s'agisse des ratios ou des provisions seront sans effet tant que les risques sont sous-estimés en période d'expansion, c'est pourquoi leur maniement est très controversé. Cependant, il est évident que la mise en place de nouvelles normes prudentielles reste indispensable car les fluctuations des prix des actifs ont une évolution pour le moins erratique. Ce sont des instruments non négligeables pour couvrir

---

<sup>27</sup> Cette recherche de rentabilité maximale ne permet pas aux banques de conserver leurs bénéfices au bilan sans en distribuer une partie en dividendes ou rachat d'action. Ainsi si les bénéfices sortent du bilan, ils ne peuvent servir à alimenter d'éventuelles provisions. C'est là que se situe la difficulté de constituer des provisions supplémentaires en phase d'expansion.

<sup>28</sup> Borio et Lowe (2001) ont construit un schéma général d'évaluation des différentes techniques telles que le provisionnement, le provisionnement dynamique, la comptabilisation à la juste valeur l'application de la norme comptable internationale IAS 39.

l'ensemble des pertes que peuvent subir les établissements financiers. Chaque mesure peut se justifier lorsque les autorités estiment que l'évolution des risques n'est pas suffisamment prise en compte. En phase d'expansion augmenter les niveaux de fonds propres et de provisions pourrait contribuer à retarder le développement des déséquilibres financiers en renchérissant l'octroi de crédit et protégerait mieux le système bancaire en cas de retournement du cycle. Ainsi les autorités iraient dans un sens du renforcement meso- et macro-prudentiel de la réglementation financière.

L'usage des ratios ajustés porte plus à la controverse que les provisions statistiques. Il n'est pas envisager d'utiliser ce type de ratios à l'échelle macroéconomique, même si cela peut paraître préférable en cas de suspicion d'augmentation des prises de risques, car une erreur de jugement peut être lourde de conséquence en matière de ralentissement de l'activité bancaire et de l'activité économique. En revanche, les provisions statistiques semblent plus aisées à mettre en place. Ces normes peuvent être mises en place à l'échelle macroéconomique de manière automatique comme c'est le cas aujourd'hui en Espagne. Les autorités prudentielles déterminent les taux appliqués, mais à terme ces autorités prévoient de laisser les établissements décider leur taux optimal de provisions statistiques en fonction de leur profil et de leur système de contrôle interne.

L'approche discrétionnaire soulève des critiques. En effet, la principale difficulté pour le régulateur est d'apprécier la situation dans le cycle. Par ailleurs, cette situation génère un aléa moral car toute intervention de la part des autorités qu'elles soient monétaires ou prudentielles génèrent des comportements opportunistes. Si le risque général est maîtrisé alors les agents privés seront moins enclins à évaluer leur situation face au risque. Cet argument semble insuffisant pour renoncer à l'usage discrétionnaire des instruments prudentiels ; la principale difficulté repose sur le jugement de l'autorité quant à la situation dans le cycle et quant à son mode d'intervention<sup>30</sup>. Ce jugement rencontre un obstacle supplémentaire qui est sa justification devant l'opinion ; une erreur peut engendrer de graves conséquences en terme d'efficacité et de crédibilité.

---

<sup>29</sup> Cette solution est défendue par le *Financial Instruments Joint Working Group of standard setters* (Groupe de travail conjoint)

<sup>30</sup>: intervention générale, par établissement, par secteur, par type de risque, uniquement les grand établissement à caractère systémique ...

### 3.4.2. Incertitude et action discrétionnaire

La difficulté associée à la prise de décision de la part des superviseurs est l'incertitude au regard du cycle économique, surtout l'incertitude concernant le point le plus élevé du cycle où la prise de risque est maximale. Il n'est pas évident que le superviseur soit mieux informés ou ait des informations plus significatives sur les institutions financières que ces institutions elles-même. De plus, la phase d'expansion se caractérise souvent comme une période de changements structurels et ces changements ne sont pas pris en compte par les modèles d'estimation<sup>31</sup>. En revanche, l'avantage du superviseur sur les institutions financières réside dans le fait qu'il est isolé des pressions compétitives qui conduisent à l'excès d'optimisme donc le superviseur est le mieux placé pour considérer les implications des risques liés aux comportements prudents des banques individuelles sur le système dans son ensemble.

La Banque Centrale peut jouer un rôle dans la transmission d'information sur les opérateurs, et sur les marchés. Dans la plupart des structures nationales, la supervision bancaire est séparée de la Banque Centrale. Un certain niveau de communication formelle entre les deux peut aider les superviseurs dans leur estimation saine de l'état du cycle ainsi qu'une meilleure estimation du niveau de risque encouru par l'ensemble du système. On peut aussi imaginer une action coordonnée des autorités prudentielles et monétaires.

Malgré tout, les instruments utilisés de manière discrétionnaire et occasionnelle semblent être les meilleures façons de gérer la situation financière fluctuante des établissements. Les interventions discrétionnaires sont moins handicapantes pour les établissements que des règles automatiques en particulier dans les moments de retournement et de redémarrage et sont aussi moins coûteuses car moins contraignantes<sup>32</sup>.

Une action discrétionnaire permet un travail ciblé et donc précis ainsi qu'une intervention occasionnelle ce qui introduit une certaine forme de flexibilité. Nous pouvons donc supposer que ce type d'intervention a plus d'avantages ou est moins coûteux que la forme automatique. La difficulté décisionnelle du superviseur liée à l'aspect discrétionnaire constitue une source d'erreur et ceci est un argument en faveur d'une approche automatique. Mais une approche discrétionnaire possède des avantages non négligeables. Cependant, dans la réalité, il est

---

<sup>31</sup> Davis dans un article de 1999 montre que les indicateurs utilisés par les superviseurs pour guider les activités prudentielles sont surtout basés sur des modèles statistiques. Ils sont ainsi trop mécaniques et ne prennent pas en compte les changements structurels.

<sup>32</sup> En effet, les interventions discrétionnaires peuvent s'exercer comme une contrainte provisoire, sur un laps de temps défini, elles non pas de caractère permanent

impossible de ne faire que des actions discrétionnaires, il faut imaginer un système où coexistent des règles automatiques et des actions discrétionnaires.

## **4 Politique monétaire et réglementation prudentielle : quels avantages comparatifs ?**

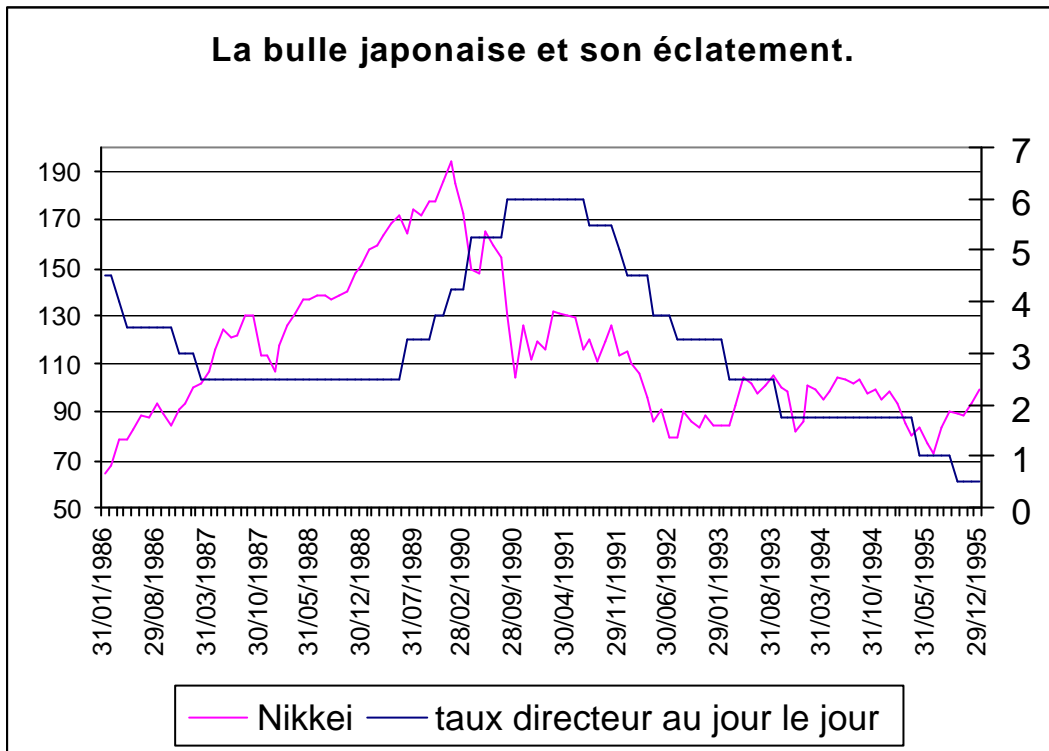
Après avoir présenté dans le détail les différentes modalités d'interventions de l'autorité publique face à un dérèglement de prix d'actifs, nous tentons dans cette troisième partie de porter un jugement sur l'efficacité des deux types d'actions que nous avons envisagés en nous basant sur leurs avantages et inconvénients respectifs.

En ce qui concerne la politique monétaire, il est possible de mettre en lumière plusieurs points forts. Tout d'abord, son délai d'action est relativement court ce qui lui confère un avantage important. Certes, il est souvent rappelé que la politique monétaire exerce une influence sur l'économie via un mécanisme de transmission qui prend du temps<sup>33</sup>, mais l'impact d'une décision de politique monétaire sur les prix d'actifs est quant à lui beaucoup plus rapide. En effet, un relèvement de taux entraîne le plus souvent un ajustement immédiat à la baisse des marchés d'actions<sup>34</sup>. C'est pourquoi une politique monétaire restrictive peut contrarier efficacement un excès « d'exubérance » de la part d'un marché d'actifs dans la phase ascendante du cycle. Evidemment à court terme, les anticipations vraiment très optimistes des opérateurs peuvent surcompenser le biais restrictif de la politique monétaire, mais l'expérience historique enseigne que les bulles ne survivent en générale pas longtemps à une hausse significative des taux d'intérêt (cf. graphiques suivant).

---

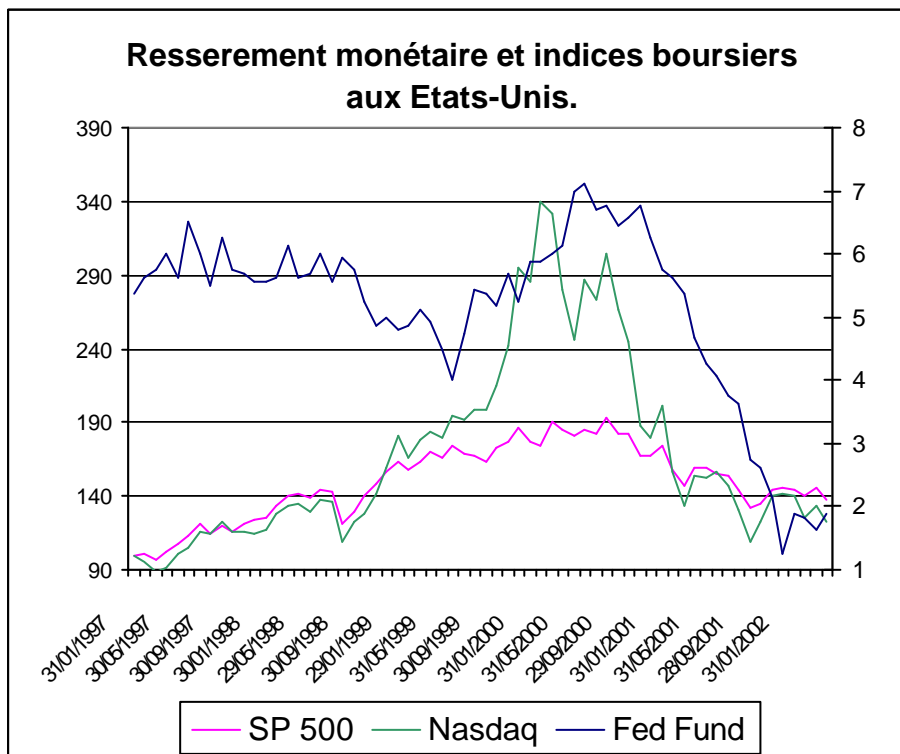
<sup>33</sup> Un délai de 6 à 12 mois est souvent évoqué.

<sup>34</sup> Cette correction est la conséquence de l'arbitrage qui est réalisé entre le marché obligataire et le marché action. Ce raisonnement n'est valide que si la prime de risque action reste inchangée suite à la modification de politique monétaire.



source : Bloomberg

Indices Base 100 au 01/01/1987



source : Bloomberg

Indices Base 100 au 01/01/1997

Par ailleurs, la Banque centrale dispose d'un instrument qui peut se révéler efficace pour limiter les excès qui peuvent intervenir en phase ascendante du cycle : son discours<sup>35</sup>. En effet, le discours des dirigeants est analysé en détails par les opérateurs dans le but de déceler l'orientation future de la politique monétaire. C'est donc parfois la simple évocation d'une surévaluation possible des cours de la part d'Alan Greenspan qui entraîne une correction immédiate à la baisse du marché. La simple menace d'une hausse de taux peut limiter le dérèglement de prix d'actifs, rendant au passage moins nécessaire une modification de la politique monétaire. Néanmoins même s'il est permis de douter de l'efficacité à long terme d'une telle stratégie qui n'est pas temporellement cohérente<sup>36</sup>, force est de constater que la politique monétaire peut exercer une influence sur la dynamique des prix d'actifs dans un délai relativement court.

En revanche, une modification de réglementation prudentielle met un certain temps à modifier la dynamique des prix d'actifs. En effet, la réglementation affecte les marchés d'actif de façon indirecte via la manière dont les agents qui sont acquéreurs nets sont financés. De plus le processus de mise en œuvre de la réglementation est plus complexe que le simple maniement du taux d'intérêt. La mise au point de la réglementation nécessite une coordination étroite entre les autorités de tutelle, ce qui alourdit et ralentit le processus de décision.

Néanmoins, lutter contre un dérèglement de prix d'actifs en utilisant la réglementation prudentielle présente un avantage indéniable, cela permet d'exercer une contrainte plus ciblée sur les banques. En effet, il serait possible d'isoler les établissements et/ou les secteurs à risques, en leur imposant des normes plus strictes. Ainsi des banques qui ne seraient pas exposées dans ces secteurs<sup>37</sup> ne seraient pas pénalisées à la différence de ce qui se passe lors d'un relèvement de taux d'intérêt. En effet, un relèvement de taux affecte toute l'économie de manière indifférenciée en pénalisant toutes les entreprises et tous les ménages. La politique monétaire ne serait pas l'instrument adéquat pour traiter d'un déséquilibre apparaissant sur un marché spécifique, d'une manière générale elle n'est pas efficace pour contrer un dérèglement des prix relatifs [Jaillet et Sicsic (1998)].

---

<sup>35</sup> Pour une synthèse récente sur l'organisation optimale de la communication des Banques centrales voir : Geneva Report III « How do central banks talk ? »

<sup>36</sup> Il est utile de rappeler que les premières mises en garde d'A. Greenspan à propos de « l'exubérance irrationnelle » des marchés date de 1996, .

<sup>37</sup> Les banques peuvent être exposées soit par le crédit qu'elles accordent à des entreprises surévaluées, soit du fait de leur exposition hors bilan.

Par conséquent, si le dérèglement de prix d'actifs est de grande ampleur et concerne tous les marchés d'actifs, la politique monétaire serait mieux adaptée que dans le cas d'un dérèglement isolé, comme une bulle immobilière. Cependant l'efficacité des deux types d'actions envisagés dépend de leur mode d'application automatique ou discrétionnaire.

Nous avons synthétisé dans un tableau les différents arguments. Il est à noter qu'automatique et discrétionnaire non pas tout à fait la même signification qu'il s'agisse de la politique monétaire ou de la régulation prudentielle.

		<b>Avantages</b>	<b>Inconvénients</b>
<b>Politique monétaire</b>	Automatique	Réduction de l'aléa moral.	Volatilité des taux
	Discrétionnaire	Rapidité, efficacité	Justification des interventions
<b>Mesures prudentielles</b>	Automatiques <sup>38</sup>	Lisibilité	Indifférenciation
	Discrétionnaires <sup>39</sup>	Souplesse, précision	Justification, lenteur

La politique monétaire qui réagirait sur une base automatique aux prix d'actifs pourrait générer une plus grande volatilité des taux. De plus, comme la réaction optimale de la Banque centrale dépend de l'origine de la fluctuation, l'incorporation des prix d'actifs dans une règle de politique monétaire est extrêmement problématique. En revanche, la politique monétaire réagissant de manière symétrique aux hausses et aux baisses, contribuerait à atténuer l'aléa de moralité.

La politique monétaire discrétionnaire représente un mode d'intervention efficace pour contrer les dérèglements de prix d'actifs, cependant la question de la compétence du banquier central dans le diagnostic des dérèglements limite sa légitimité pour intervenir.

Les mesures prudentielles automatiques sont plus faciles à mettre en œuvre car elles s'appliquent indifféremment à tous les types d'établissement, mais en contrepartie elles pénalisent également les établissements peu risqués. L'approche institutionnaliste soulignée par A. Estrella, montre que les règles automatiques sont plus aisées à mettre en place mais sont insuffisantes pour garantir la stabilité du système. Des conventions et des relations

---

<sup>38</sup> Nous entendons par mesures prudentielles automatiques des mesures qui affectent de manière indifférenciée tous les établissements comme le provisionnement dynamique mis en œuvre en Espagne.

<sup>39</sup> A la discrétion du superviseur et non à la discrétion de l'établissement par le biais de l'auto-contrôle.

informelles qui existent dans tout système financier, nécessitent une intervention discrétionnaire de la part des superviseurs.

En revanche, les mesures prudentielles discrétionnaires permettent à la fois de tenir compte du risque individuel et du risque généralisé à l'ensemble du système. Toutefois, ces mesures discrétionnaires tout comme dans le cadre de la politique monétaire sont difficiles à justifier de la part des autorités publiques car elles s'appuient sur un jugement qui peut être contestable. Le coût social d'un mauvais diagnostic peut être importants, ce qui limite les initiatives.

## 5. Conclusion

Dans l'absolu, les mesures prudentielles discrétionnaires nous semblent être d'une plus grande efficacité en raison du caractère ciblé des contraintes qu'elles exercent sur le système financier. Toutefois, compte tenu des difficultés de leur mise en application les autorités prudentielles ont tendance à privilégier des mécanismes automatiques. Le caractère préventif de la réglementation s'en trouve donc affaibli. Face à un dérèglement de prix d'actifs de grande ampleur, les mesures prudentielles sont alors insuffisantes car trop tardives, ce qui laisse la place à une action discrétionnaire de la politique monétaire.

## Bibliographie

1. Aglietta M. (2001) : « Risque systémique et politique monétaire », 3<sup>ème</sup> conférence du Centre Saint-Gobain pour la recherche en économie, 8&9 novembre.
2. Artus Patrick (1998) : «Faut-il introduire les prix des actifs dans la fonction de réaction des Banques Centrales », *Document de travail Macroéconomie*, n° 1998-26/MA, juin.
3. Artus Patrick (1999-a) : «Une bulle auto-validante est-elle possible ? » *Document de travail Macroéconomie*, n° 1999-41/MA, août
4. Artus Patrick (1999-b) : «Un modèle macroéconomique pour intégrer la formation des prix d'actifs», *Document de travail Macroéconomie*, n° 1999-36/MA, mai
5. Artus P. et V. Seltz (1999) : «Ajustement cyclique des ratios de capital, avantages macroéconomiques et problèmes incitatifs », *CDC Document de travail* , mars

6. Banque de France (2001) : « Le cycle financier : facteurs amplificateurs et réponses envisageable par les autorités monétaires et financières », Bulletin de la Banque de France, n°95, novembre, pp 41-65.
7. Banque des Règlements internationaux (2001) : « Cycles et système financier », chapitre VII, *71<sup>e</sup> Rapport annuel*, juin, pp131-150.
8. Basel Committee on Banking Supervision (2001) : *Vue d'ensemble du Nouvel Accord de Bâle sur les fonds propres*, document consultatif, janvier.
9. Bayoumi T.(2000) : « The morning after : explaining the slowdown in japanese growth in the 1990s », *CEPR WP* .
10. Bernanke B. et G. Gertler (1989) : « Agency cost, net worth and business fluctuations », *American Economic Review*, Vol.79, n°1, pp 1-15.
11. Bernanke B. et G. Gertler (1999) : « Monetary Policy an Asset Prices Volatility » in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, pp.77-128.
12. Borio C., Furfine C., Lowe P. (2001) : “Pro-cyclicality of the financial system and financial stability : issues and policy options” in *Marrying the macro-and microprudential dimensions of financial stability*, **BIS Papers n°1**, march, pp1-57.
13. Borio C., N. Kennedy, S. Prowse (1994) : « Exploring aggregate asset price fluctuations across countries » *BIS Economic Papers* (40), avril.
14. Borio C., Lowe P. (2001) : “Le provisionnement en question”, *Rapport trimestriel de la BRI*, septembre, pp 36-49.
15. Cargill (2000) : « Monetary policy, deflation, and economic history : lessons for the Bank of Japan », *Working Paper*, Bank of Japan .
16. Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000) : *Asset Prices and Central Bank Policy*, ICMB et CEPR, London.
17. Clerc L. , Drumetz F. et Jaudoin O (2001) : “Dans quelles mesures les normes prudentielles et comptables sont-elles pro ou contracycliques?”, *Bulletin de la Banque de France*, n°87, mars, pp 45-62.
18. Cogley T. (1999) : « Should the Fed Take Deliberate Step to Deflate Asset Price Bubbles », *Federal Reserve Bank of San Francisco Review*, 1, pp. 42-52.
19. Davis E. (1999) : “Financial data needs for macroprudential surveillance-what are the key indicators of risks to domestic financial stability?”, *lectures series 2, Centre of central banking studies*, Bank of England.
20. Dewatripont M., Tirole J. (1993): *La réglementation prudentielle des banques*, conférence Walras Pareto, Payot, Lausanne.
21. Estrella A. (1998) : « Formulas or supervision ? remarks on the future of regulatory capital », *Federal reserve Bank of New York economic policy review*, October, pp191-200.
22. Fernandez de Lis S., Martinez Pages J., Saurina J. (2001) : « Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain », in *Marrying the macro-and microprudential dimensions of financial stability*, **BIS Papers n°1**, march, pp331-353.
23. F.M.I. (2000) : « Asset prices and the business cycle », in *World Economic Outlook* chap.3, pp 77-112.
24. Galbraith J.K.(1992) : *Brève histoire de l'euphorie financière*, Ed Seuil. .
25. Gertler H., M. Goodfriend, O. Issing, et L. Spaventa (1998) : « Asset Prices and Monetary Policy : four views » CEPR and BIS.

26. Goyal V. K. et T. Yamada (2000) : « Asset prices bubbles, investment, and liquidity : evidence from Japan » *Working Paper*, Hong Kong University of Sciences and Technology.
27. Higgins M., C. Olser (1997) : « Asset market hangovers and economic growth : the OECD during 1984-93 », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.13, No.3, p.110-134.
28. Jaillet P., Sicsic P. (1998) : « Prix d'actifs, relations avec les facteurs de la demande et le crédit : quelques implications pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n°53, mai.
29. Jaudoin O. (2001) : « Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique », *Bulletin de la Banque de France*, n°95, novembre, pp 109-120.
30. Kennedy M., A. Palerm, C. Pigott et F. Terribile (1998) : « Asset Prices and Monetary Policy », *Working Paper O.E.C.D.*
31. Kent C. et D'Arcy P. (2001) : « Cyclical prudence- credit cycles in Australia » in *Marrying the macro-and microprudential dimensions of financial stability*, BIS Papers n°1, march, pp58-90.
32. Kent C et P. Lowe (1997) : « Asset prices bubbles and Monetary Policy », *Research Discussion Paper 9709*, Bank of Australia.
33. Kindleberger Charles P. (1978) : *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.
34. Lecinq F. (2001) : « La politique monétaire en cas de bulle, un modèle », mimeo, Université d'Orléans.
35. Okina, Shirakawa, Shiratsuka (2000) : « The asset price bubble and monetary policy : Japan's experience in the late 1980s and the lessons », *Working Paper*, Bank of Japan .
36. Oung V. (2001) : « Considérations prudentielles sur la comptabilisation en « juste valeur » pour les établissements de crédit », *Bulletin de la Banque de France*, n°95, novembre, pp121-130.
37. Poveda R. (2000) : « La reforma del sistema de provisiones de insolvencia », *Boletín Economico*, Banco de España, pp79-91.
38. Shiller R. (1984) : « Stock prices and social dynamics », *Brooking Papers on Economic Activity*, 1984(2) , pp 457-498.
39. Shiller R. (2000) : *Irrational Exuberance*, Princetown University Press.
40. Shiratsuka (1999) : « Asset price fluctuation and price indices », *Working Paper*, Bank of Japan.
41. Shiratsuka (2000) : « Asset price, financial stability and monetary policy : based on Japan's experience of asset price bubble », *Working Paper*, Bank of Japan.
42. Smets F. (1997) : « Financial Asset Prices and Monetary Policy : Theory and evidence » *CEPR Working Paper*, n°1751.