

Débat 4 : Faut-il s'attendre à une nouvelle crise financière ?

Catherine Lubochinsky

Finance et prospérité : une corrélation positive incontestable à long terme mais négative lors des crises. Or les crises sont récurrentes.

La contribution de la finance à la croissance et donc à celle de la prospérité est remise en cause dans un monde où la récurrence des crises financières s'est accrue alors que la taille des encours d'actifs financiers (actions, dettes publiques et privées) représente 2,5 fois le PIB (3,5 fois le PIB des principaux pays de l'OCDE). Non seulement les excès d'endettement fragilisent la stabilité financière et contribuent à une faiblesse structurelle de la demande, mais de plus, les flux de capitaux entre classes d'actifs et entre zones géographiques génèrent une volatilité accrue des prix et des taux de change. Dès lors, à chaque crise financière s'élèvent des voix nostalgiques en faveur d'un retour vers une société « pré-financière ». C'est méconnaître l'histoire longue, comme le démontre W. Goetzmann dans « Money Changes Everything; How Finance Made Civilization Possible » (Princeton University Press 2016) : la finance est intrinsèquement liée aux grandes découvertes, géographiques, industrielles ou technologiques. Ceci n'exempte pas pour autant la Finance de critiques, certaines liées au comportement des acteurs, d'autres à celui des régulateurs et superviseurs. Par exemple, les taux d'intérêt usuraires se retrouvent aussi bien deux millénaires av J.-C., dans le Code d'Hammourabi (33% pour l'orge), que de nos jours, en Amérique du Nord, avec les cartes de crédit (jusqu'à plus de 20%). La finance apparaît parfois ni éthique ni inclusive...

Compte tenu de la destruction de richesses qu'a engendrée la Grande Crise de 2008-2009, et de la fréquence et l'amplitude accrues des crises au cours des quatre dernières décennies, il est logique de s'interroger sur l'éventualité d'une prochaine crise et sur la capacité des régulateurs et superviseurs, non pas à les supprimer, mais à les circonscrire et éviter les processus de contagion (dont ceux vers les pays moins avancés).

Les progrès accomplis en termes de régulation depuis la dernière crise sont indéniables : plus de fonds propres pour les banques, plus de transparence, une supervision renforcée des établissements systémiques, des plans de rétablissement et résolution afin d'éviter le recours au contribuable (quoique l'exemple récent italien permette d'en souligner les limites) et une moindre interconnexion grâce à la compensation centralisée des produits dérivés... Par ailleurs, un rééquilibrage entre banques et marchés, du moins en Europe, apporte les effets bénéfiques attendus d'une diversification des sources de financement. Le Financial Stability Board s'en félicite dans sa note préparatoire de la réunion du G 20 des 7/8 juillet 2017 à Hambourg : « G20 reforms are building a safer, simpler, fairer financial system », tout en reconnaissant que certaines vulnérabilités perdurent.

Une nouvelle crise financière est donc possible. Questions : quand, de quelle ampleur et quels sont les facteurs de risque ?

Tout d'abord, le processus de concentration des acteurs financiers, assureurs, gérants d'actifs et, dans une moindre mesure, banques, se poursuit. Cette course au gigantisme fait perdurer l'existence d'institutions systémiques « too big too fail » : les plans de rétablissement et résolution sont élaborés dans le cadre de scénarios stressés mais seraient-ils réalisables en cas de crise globale ? Les 3 premiers gérants d'actifs gèrent plus de 10.000 milliards d'USD, les 10 premiers plus de 20.000 milliards d'USD. L'impact d'une décision de gestion telle que la vente d'un actif donné ou d'une dette publique dégradée peut être fortement déstabilisateur.

De plus, les interconnexions entre les différents acteurs de la sphère financière se substituent partiellement à la dimension « too interconnected too fail » des banques. La régulation financière, en particulier celle relative à l'obligation de compensation centralisée des produits dérivés, a certes réduit les interconnexions entre banques. Mais celles entre les différents acteurs se sont accrues : entre banques et assurances du fait de l'essor de leur activités non traditionnelles / non assurantielles et entre banques d'investissement et gérants d'actifs via, par exemple les ETF synthétiques. Et si la compensation des produits dérivés a permis de réduire l'interconnexion entre les grandes banques d'investissement, elle a engendré de nouveaux acteurs à dimension systémique (les organismes de compensation) dont le risque de liquidité, en cas de crise, ne peut être assuré que par les banques centrales.

Ce sont autant de canaux de propagation et d'amplification potentiels d'une crise bancaire.

Enfin, trois aspects de la régulation conduisent à s'interroger sur son efficacité : sa complexité, son instabilité et sa fragmentation - tant entre banques et non banques (« shadow banking »), qu'entre zones géographiques avec une coopération transatlantique affaiblie. Alors que les cinq plus grandes banques d'investissement sont américaines, que penser de JP Morgan et Citi annonçant le rachat de respectivement USD 19,4 et 15,6 milliards de leurs actions au cours de l'année à venir tout en augmentant substantiellement leur distribution de dividendes ? Anticipent-elles une réglementation moins contraignante en termes de fonds propres alors que la finalisation des accords de Bâle 3 semble pour l'instant bloquée ?

A plus court terme, la fin de l'assouplissement quantitatif de crédit et la remontée des taux d'intérêt suscitent des inquiétudes quant à l'impact sur la valorisation des actifs financiers et la résilience des acteurs. Les politiques monétaires de la dernière décennie ont probablement conduit à une allocation sous-optimale du capital et à des bulles sur certains marchés - dont le marché immobilier. Or, historiquement, l'immense majorité des crises bancaires ont été déclenchées par des crises immobilières. Les performances du passé ne préjugent pas celles de l'avenir, d'où la prochaine crise financière peut-elle venir : d'un problème opérationnel (une cyber attaque) encore mal maîtrisé ? Ou bien la prochaine crise se déclenchera en Chine étant donné l'ampleur du « shadow banking », celle de la dette des entreprises non financières (plus de 130% du PIB) conjuguée à celle des créances douteuses (Grèce, 47,8% ; Italie, 16,4%) ?

La survenance d'une crise à horizon rapproché serait d'autant plus problématique que les banques centrales portent encore dans leurs bilans les séquelles de la précédente. Il est donc indispensable qu'un excès d'optimisme quant à la solidité du système financier ne se traduise pas par une nouvelle vague de dérégulation.