



« La procyclicité : ce qu'elle signifie et comment la limiter »

Jean-Pierre Landau
Sous-gouverneur de la Banque de France

Remarques prononcées par Jean-Pierre Landau lors de la conférence organisée par la Banque d'Espagne,
le 4 mai 2009 à Madrid, sur le thème : « La procyclicité et le rôle de la régulation financière »

C'est pour moi un grand plaisir et un grand privilège de participer à cette conférence organisée à Madrid par la Banque d'Espagne et par l'Institut pour la Stabilité financière. J'aimerais faire part de quelques remarques concernant la procyclicité, ce qu'elle signifie, le rôle qu'elle a joué dans la crise actuelle et les possibilités qui s'offrent aux décideurs pour en atténuer l'ampleur et l'impact sur les systèmes financiers.

Qu'est-ce que la procyclicité ?

Au sens strict, la procyclicité correspond à la propension des variables financières à évoluer autour d'une tendance au cours du cycle économique. Son augmentation correspond donc simplement à des fluctuations de plus grande ampleur.

Une description aussi simple retrace rarement le comportement réel des systèmes financiers. Le plus souvent, à la suite d'un choc, l'évolution des prix des actifs et des agrégats financiers affiche des formes de volatilité diverses et extrêmement irrégulières, pouvant s'accompagner de non-linéarités et de discontinuités (l'exemple type est celui du gel de la liquidité). Ce sont les caractéristiques des systèmes complexes. « Lorsqu'un tel système est déstabilisé, il s'écarte du régime linéaire et adopte un comportement non linéaire caractérisé par une dépendance de trajectoire, des oscillations persistantes et des changements de régime. »¹

¹ Extrait du numéro consacré au risque systémique, *Economic Policy Review*, Banque fédérale de réserve de New York (novembre 2007)

Les systèmes financiers peuvent effectivement être considérés comme des systèmes complexes². Ils sont fondés sur l'interdépendance entre des acteurs et des contreparties multiples. Les transmissions s'effectuent au travers de réseaux dont la structure et l'architecture évoluent constamment sous l'effet de l'innovation financière et de l'arbitrage réglementaire. Les systèmes financiers sont également des systèmes « humains » : leur dynamique est conditionnée par la façon dont les êtres humains réagissent aux chocs sur leur environnement. Le comportement grégaire est depuis longtemps considéré comme une caractéristique essentielle des marchés de capitaux. Plus précisément, les réactions individuelles, qui sont par elles-mêmes rationnelles, peuvent provoquer des effets d'amplification importants, en raison de leurs interactions réciproques³.

Dans une définition plus large, la procyclicité comporterait ainsi trois composantes, qu'il n'est pas aisé de distinguer dans la réalité : (1) les fluctuations autour de la tendance, (2) les modifications de la tendance elle-même et (3) de possibles écarts cumulés par rapport à la valeur d'équilibre. Cela nous amène aux défis qui se présentent aux autorités de régulation : elles doivent essayer d'identifier le moment où les fluctuations purement conjoncturelles changent de nature pour aboutir à une modification de la tendance elle-même ou au début d'un processus cumulatif.

Une bonne approche opérationnelle de la procyclicité consisterait à examiner tous les mécanismes d'amplification qui poussent le système financier à dévier de façon durable ou permanente de sa trajectoire prédéterminée (ou le lui permettent), de sorte que la tendance elle-même risque d'être affectée à court ou à moyen terme.

Quels sont les mécanismes à l'œuvre ?

Il est utile, dans le cadre de l'analyse, de distinguer la procyclicité du capital de celle de l'endettement.

La procyclicité du capital est facile à comprendre. Lorsque la conjoncture est favorable, les institutions financières sont rentables et leur solide assise en leurs fonds propres leur permet de prendre des positions plus importantes sur les marchés. Ce mécanisme a été amplifié par la comptabilisation en valeur de marché⁴. Avec cette méthode, une hausse des prix des actifs, par exemple, se traduit rapidement par une augmentation des fonds propres des institutions financières, laquelle entraîne une demande supplémentaire d'actifs et une nouvelle hausse de leurs prix. Cette sorte de « courbe de demande inversée », où la demande augmente parallèlement aux prix, peut créer de puissantes réactions en boucle.

² Cf. Haldane (2009)

³ Cette théorie a été brillamment démontrée par Danielsson et Shin dans leur article majeur sur le « risque endogène », fondé sur la désormais fameuse parabole du Millennium Bridge.

⁴ Il convient de noter qu'il n'existe pas de consensus sur l'importance des règles comptables. Certains pensent que la comptabilisation est « neutre » et que la procyclicité des variables financières est le reflet fidèle d'une réalité exogène. D'autres estiment en revanche que la comptabilisation crée des incitations, influence le comportement et que les règles comptables ont ainsi une influence sensible sur la dynamique des systèmes financiers. Les opinions formulées ici n'engagent que moi.

La procyclicité de l'endettement est plus subtile. Des études ont montré que les bilans des institutions financières augmentent et diminuent en fonction du cycle économique⁵. De nombreux mécanismes différents sont à l'œuvre :

- en premier lieu, les techniques de gestion du risque : les outils utilisés pour mesurer et valoriser le risque (tels que la VaR) sont, par nature, fortement procycliques, notamment lorsqu'ils sont élaborés à partir de séries de données très courtes. Les pratiques de gestion du risque intimement liées aux valorisations (comme les appels de marge) amplifient fortement les fluctuations de l'endettement et risquent de conduire à des liquidations en catastrophe et à des marchés « à sens unique » ;
- un autre mécanisme⁶ est lié à la dynamique des marchés monétaires de court terme : lorsque la liquidité est considérée comme abondante, les intermédiaires sont fortement incités à effectuer des transformations d'échéances en prenant des positions à fort effet de levier ;
- enfin, l'appétit pour le risque lui-même évolue au long du cycle économique. L'instinct joue évidemment un rôle important. Les plus-values et les moins-values peuvent également encourager la prise de risque ou entraîner des retraits massifs.

La procyclicité doit-elle être évitée ?

Pas nécessairement :

- la stabilité financière n'est pas une fin en soi. Elle n'est utile que si elle favorise de meilleures performances macroéconomiques. La volatilité peut résulter de l'évolution des fondamentaux. Les mouvements prononcés des prix d'actifs peuvent permettre au système financier d'agir comme coussin de sécurité, pour « absorber » les chocs économiques exogènes. Cela accroît le bien-être, dans la mesure où cela évite, ou du moins limite, la nécessité d'ajustements sur des pans plus rigides des marchés des biens ou du travail ;
- de la même manière, la procyclicité n'est pas toujours mauvaise. Tout dépend du rapport de causalité : le système financier est-il le point de départ ou encore l'amplificateur d'une dynamique déstabilisante ? Ou réagit-il simplement aux évolutions conjoncturelles de l'économie réelle ? Nous devons nous préoccuper uniquement de la « procyclicité intrinsèque », qui est générée *à travers* et *par* le système financier ;

⁵ Cf. Adrian et Shin (2007)

⁶ Cf. Adrian et Shin (2008)

- enfin, le caractère cyclique de l'économie réelle peut être bénéfique pour la croissance à long terme car il s'agit d'un mécanisme qui permet la « destruction créative » au sein de l'appareil productif.

Des dommages réels et importants se produisent si on laisse les déséquilibres financiers s'accumuler pendant longtemps, ce qui a deux conséquences : premièrement, les prix d'actifs s'écartent de façon significative de leur valeur fondamentale, ce qui crée des distorsions dans l'allocation des ressources et, deuxièmement, ces déséquilibres se résorbent de façon soudaine et brutale, ce qui entraîne des perturbations majeures pour la croissance et le cycle économique. C'est ce qui se passe actuellement. Et cela ressemble beaucoup à la définition d'une bulle.

Nous voyons donc clairement apparaître une mission possible pour la surveillance macroprudentielle, à savoir éviter les bulles, qui, si elle était réalisable, serait à la fois pragmatique et légitime. Les bulles n'apparaissent pas toujours au sein du système financier. Elles peuvent naître de chocs de productivité, par exemple. Cependant, les fluctuations conjoncturelles ne peuvent se transformer en bulles, sauf si on laisse des mécanismes d'amplification fonctionner librement dans un contexte financier globalement permissif.

Quel rôle la procyclicité a-t-elle joué dans la crise actuelle ?

Lors de la première phase de la crise, il était possible d'avoir une « vue à court terme » de la procyclicité. Il pouvait sembler que la comptabilisation en valeur de marché ainsi que l'extrême illiquidité des marchés avaient entraîné des spirales baissières des prix des actifs et créé des pertes « excessives », déconnectées de la réalité économique sous-jacente. De telles spirales de liquidité ont pu se produire à des moments critiques ⁷.

Or, il semble aujourd'hui que la disproportion entre les pertes des banques, d'une part, et les mouvements des prix des actifs sous-jacents, d'autre part, s'explique (presque) toujours par le niveau exceptionnel d'endettement qui s'est accumulé dans le système financier au cours de la décennie écoulée. La procyclicité était à l'œuvre, mais sur un horizon temporel beaucoup plus long et pendant la phase ascendante du cycle du crédit.

Les faits stylisés suivants décrivent ce qui s'est passé ⁸ :

- l'endettement global a fortement augmenté au cours de la décennie écoulée ;
- une rupture à la hausse de la croissance tendancielle s'est produite vers 2003-2004 ;

⁷ Les indices relatifs aux *swaps* de défaut (CDS) ont parfois fait l'objet d'une mauvaise valorisation, avec des probabilités implicites de défaillance manifestement sans rapport avec l'état vraisemblable de l'économie mondiale.

⁸ Cf. CGFS (avril 2009)

- l'endettement « interne » (entre les institutions financières) a progressé plus vite que l'endettement « externe » (au sein de l'économie réelle) ;
- la hausse de l'endettement a été étroitement associée à une augmentation sensible de la transformation d'échéances ;
- les méthodologies de mesure du risque ont joué un rôle en minimisant l'incidence de l'endettement dans l'information financière et le *reporting* des risques ;
- les méthodes de comptabilisation ont également joué un rôle central. L'enregistrement immédiat des bénéfices a entraîné une déconnexion temporelle entre la mesure du rendement d'un actif et l'identification du risque ; cette situation a créé de puissantes incitations à prendre des risques et fortement amplifié le cycle du crédit.

Les mesures envisageables

De nombreuses mesures sont évidemment nécessaires en vue de traiter la procyclicité. Elles doivent faire partie d'un dispositif intégré de surveillance macroprudentielle. J'évoquerai brièvement l'approche générale, avant d'examiner les instruments permettant de réduire la procyclicité.

L'approche générale

Comme c'est souvent le cas en matière de politiques publiques, le traitement de la procyclicité implique un choix entre l'application de règles et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire.

L'approche fondée sur les règles peut s'appuyer sur des « stabilisateurs automatiques » imposant des limites au comportement des institutions sans tenir compte des situations particulières. On donnera pour exemple d'une telle approche les exigences en fonds propres contracycliques, ainsi que le provisionnement dynamique.

De son côté, l'action discrétionnaire pourrait consister en interventions, dirigées « du haut vers le bas » (*top-down*), des autorités de surveillance macroprudentielle. Celles-ci interviendraient pour imposer (ou assouplir) les contraintes chaque fois qu'elles estimeraient assister à la constitution (ou à la diminution) de dangereux déséquilibres.

Il est peu probable que l'on puisse se passer de cette seconde approche. Les cycles étant difficiles à dater, il est dangereux de s'appuyer uniquement sur des mécanismes automatiques qui ne peuvent être calibrés avec précision. Les cycles financiers, en particulier, résultent de modifications de l'appétit pour le risque qu'il est

impossible de prévoir. En fait, l'un des principaux objectifs de la surveillance macroprudentielle est peut-être de « réguler » (non pas au sens juridique, mais au plan économique) le niveau global d'appétit pour le risque au sein du système financier, ce qui implique inévitablement un certain degré de jugement discrétionnaire. La façon dont ce jugement sera porté déterminera la pertinence et l'efficacité de la surveillance macroprudentielle.

Dans le passé, le dispositif prudentiel a fonctionné sur l'hypothèse que tous les mouvements de prix des actifs étaient liés aux valeurs fondamentales. Cette approche risque d'empêcher les autorités de surveillance de traiter une procyclicité excessive avant qu'il ne soit trop tard. Il est impossible, par exemple, de prouver l'existence d'une bulle avant qu'elle n'éclate. Et, au moins dans la phase initiale du processus, les explications « de fond » ne manquent pas pour justifier les mouvements des prix d'actifs observés.

Afin d'être mieux armés à l'avenir face à la procyclicité, il conviendrait d'envisager un certain rééquilibrage de la charge de la preuve. Des écarts importants et durables par rapport aux niveaux ou aux tendances passés des prix d'actifs importants, des primes de risque ou des agrégats de crédit devraient provoquer une analyse macroprudentielle, afin de détecter les mécanismes d'amplification à l'œuvre. Cela semble justifié au regard des coûts actuels, en termes sociaux, des hésitations passées sur ce sujet.

Il s'agit également d'un comportement rationnel. La prise de risque excessive constitue une source majeure de procyclicité. En effet, les bulles se développent parce que les investisseurs sont incités à ignorer le « risque de perte extrême » lié à leur éclatement. Les bulles étant financées principalement par le crédit, la majeure partie du risque est transférée aux prêteurs. Cette asymétrie des incitations est extrêmement difficile à éliminer *ex ante*. Il est donc nécessaire que les autorités de surveillance suivent attentivement les évolutions du système financier en se laissant la possibilité d'intervenir en formulant une hypothèse comparable à celle que je viens d'évoquer.

Les instruments

L'instrument le plus important dans notre arsenal actuel est constitué par les exigences de fonds propres imposées à certains intermédiaires financiers. Ces exigences agissent essentiellement comme des volants de sécurité obligatoires imposés aux banques et à leurs actionnaires. Elles ont également une fonction incitative : contrôler et limiter la prise de risque des dirigeants de banque. Il semble donc naturel, pour traiter la procyclicité, d'envisager l'introduction d'exigences en fonds propres contracycliques.

Cependant, les exigences de fonds propres peuvent ne pas être contraignantes quant il faudrait qu'elles le soient. Si les marchés d'actifs sont en plein essor et si les rendements apparents sont élevés, les banques se procureront toujours les capitaux nécessaires, quelles que soient les exigences réglementaires. Elles seront

capables à la fois de répondre à ces exigences et de distribuer des bénéfices⁹. Inversement, en période de ralentissement, les capitaux propres se tarissent alors que c'est là qu'ils sont le plus nécessaires. Il existe à l'évidence une asymétrie entre les flux sortant de la base des fonds propres en période de croissance et l'absence de flux entrants en période de crise. Il n'est pas sûr que l'introduction d'exigences en fonds propres contracycliques sera suffisante pour contrecarrer cette dynamique très puissante, notamment en période de crise.

Il faut sans doute envisager d'autres instruments pour traiter la procyclicité et empêcher la constitution de déséquilibres. Ces instruments doivent agir de façon plus directe sur les incitations individuelles et collectives. C'est ici que la comptabilité peut jouer un rôle essentiel. Sur le plan économique, il restera toujours difficile, quand on regarde les revenus retirés d'un investissement financier, de distinguer entre l'accroissement de bénéfices et la prise de risque supplémentaire. Une telle distinction pourrait néanmoins être introduite prudemment dans une information financière conçue à cet effet. Il n'existe pas d'alternative raisonnable ou pratique à la comptabilisation en juste valeur pour les titres négociables. Cela ne signifie pas, toutefois, qu'une plus-value ou une moins-value latente doive être comptabilisée en temps réel en bénéfice ou en perte, et traitée comme telle sur le plan financier. La valorisation peut être dissociée de la comptabilisation des revenus et des bénéfices. Il faudra introduire une certaine déconnexion entre le processus de valorisation (qui doit continuer à se fonder sur les prix de marché) et la reconnaissance du revenu et du bénéfice, ne serait-ce que pour tenir compte de risques qui existent mais ne se sont pas encore concrétisés. Le provisionnement dynamique est une technique qui le permet, lorsque les risques sont étroitement liés au cycle économique. Il est également possible d'utiliser les réserves de valorisation lorsque la complexité ou l'illiquidité créent un risque supplémentaire lié à la valorisation. Si ces ajustements se fondent sur des règles et s'effectuent selon un processus entièrement transparent, ils ne diminueront pas la quantité ou la qualité des informations fournies aux investisseurs quant à la santé réelle des institutions financières.

Une autre piste de recherche serait que le système réglementaire « impose » l'évaluation du risque dans ses différentes dimensions. On observe une analogie évidente avec la théorie fiscale : l'internalisation des risques supprime les risques de défaillance du marché. Cette approche trouverait sa meilleure application dans le risque de liquidité lié à la transformation des échéances. Un certain nombre de juridictions envisagent actuellement d'imposer des ratios de liquidité quantitatifs aux institutions financières. Toutefois, ces ratios ne mettent pas nécessairement le système à l'abri d'un choc global de liquidité alors que, par définition, la demande de liquidité devient illimitée et que les volants de précaution s'avèrent insuffisants. L'évaluation *ex ante* du risque de liquidité systémique réduirait la probabilité d'un tel choc et créerait des incitations évitant de trop s'appuyer sur la transformation des échéances.

⁹ Pour une analyse de cette question, cf. Kashyap *et al.* (2008)

Certes, les difficultés conceptuelles associées, par exemple, à la mesure du risque de liquidité sont très importantes. Mais nous vivons dans un monde de « *second best* », et même des mesures très approximatives seraient préférables à une absence de mesures.

Je vous remercie de votre attention.

Références

Adrian (T.) et Shin (H. S.) (2007)

Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation*, à paraître, disponible sur le site internet de la Banque fédérale de réserve de NewYork sous la rubrique *Staff Report* n° 328

Adrian (T.) et Shin (H. S.) (2009)

Money, Liquidity and Monetary Policy, à paraître dans *American Economic Review, Papers and Proceedings*, disponible sur le site internet de la Banque fédérale de réserve de NewYork sous la rubrique *Staff Report* n° 360

Comité sur le système financier mondial (2009)

CGFS Papers n° 34, The role of valuation and leverage in procyclicality, avril, disponible sur le site internet de la Banque des règlements internationaux – BRI

Danielsson (J.) et Shin (H. S.) (2002)

Endogenous Risk, *London School of Economics*, septembre

Kashyap (A. K.), Rajan (R. G.) et Stein (J. C.) (2008)

Rethinking Capital Regulation, étude présentée au colloque de la Banque fédérale de réserve de Kansas City