

# Document

## Les effets nocifs des nouvelles régulations (3) (04.07)

**Slate.fr – 03.07**

Attention aux illusions d'optique!

*Les rencontres 2010 du Cercle des économistes qui se déroulent du 2 au 4 juillet ont pour thème les modèles de croissance après la crise. Nous publions à cette occasion une série d'articles des principaux intervenants. Celui-ci, d'André Cartapanis, est le troisième.*

Beaucoup craignent aujourd'hui les effets potentiellement nocifs, sur la croissance économique, des réglementations prudentielles qui s'appliqueront bientôt aux banques. Que l'on se réfère à la révision de Bâle II, à horizon fin 2012, ou à l'application des nouveaux principes macroprudentiels, l'objectif est de limiter la procyclicité du crédit et les effets de levier, et de mieux maîtriser, ainsi, le risque systémique en innovant sous différents volets: redéfinition des ratios de solvabilité dans le cadre du Pilier I du dispositif Bâle II, provisionnement dynamique avec prise en compte du cycle macroéconomique ou des bulles sur les marchés d'actifs, meilleur contrôle du risque de liquidité, introduction d'un ratio de levier d'endettement maximum...

Indépendamment des modalités techniques qui restent à affiner, toutes ces dispositions ont pour objet de limiter les prises de risque des banques en phase haute du cycle en augmentant les garanties en capitaux propres et en les rendant plus onéreuses. D'où la crainte d'une augmentation des taux et/ou d'un rationnement du crédit, susceptibles de limiter le financement de la R&D ou des investissements dans les nouveaux gisements de croissance.

Il y aurait donc un trade off entre les nouvelles exigences prudentielles et les besoins de financement de l'économie dans l'après-crise. Mais cette conclusion prête à contestation, tout au moins en ces termes.

limiter la procyclicité

En premier lieu, si les nouvelles régulations financières permettent de prévenir, dans l'avenir, le déclenchement des crises systémiques, on évitera alors les coûts très élevés, en terme de croissance, que ces crises provoquent, par le biais de tout un ensemble de canaux de transmission (dévalorisation du stock de capital, baisse de l'investissement productif, réduction immédiate des dépenses de R&D, baisse du niveau, voire du trend, de la productivité globale des facteurs...). Des estimations récentes montrent que les effets, non seulement sur le taux de croissance à court-terme, mais également sur le PIB potentiel, sont considérables: les pertes de PIB occasionnées par les crises bancaires majeures, sont de l'ordre de 9%, sur deux ans, et le PIB potentiel diminue de 1,5% à 2,5% en moyenne, dans un délai de cinq ans, avant de se stabiliser.

Si les nouvelles régulations prudentielles permettent de réduire la probabilité ou l'ampleur des crises, la croissance à long terme ne s'en portera que mieux. D'autant que les corrections prudentielles envisagées ont pour objectif de limiter la procyclicité et l'ampleur des ajustements, bien sûr en phase haute du cycle, mais aussi en phase de ralentissement ou de récession, et même au cours de la propagation des crises.

Or, il est avéré que la gravité de l'accident systémique de l'automne 2008 a été accentuée, non seulement par la panique qui s'est emparée des marchés, mais aussi par tout un ensemble de processus qui ont considérablement amplifié le choc, et que les nouvelles régulations financières ont justement pour fonction de maîtriser: augmentation des exigences en fonds propres en réponse à la dévalorisation comptable des collatéraux, propagation des situations d'illiquidité, deleveraging à vaste échelle, credit crunch, récession... Le provisionnement dynamique, les ratios de liquidité plus élevés et la mise en cause des normes comptables de type fair value ont justement pour fonction de prévenir ces mécanismes et, donc, d'en limiter les effets nocifs sur la croissance.

## L'après-crise

En second lieu, il convient de situer ces nouvelles régulations prudentielles dans le nouveau contexte de l'après-crise financière, lorsque devra nécessairement intervenir une redéfinition d'ensemble de la politique macroéconomique parmi les pays industriels. En la matière, rien ne sera plus comme avant. Nombre d'idées dominantes ont été balayées par la crise.

Tel est le cas de l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire ne devrait s'occuper que de la volatilité et du niveau de l'inflation, la politique budgétaire jouant quant à elle un rôle secondaire. Cela concerne également le postulat erroné selon lequel la réglementation prudentielle n'exerce aucun impact macroéconomique et doit être limitée aux fragilités individuelles. On voit se dessiner de nouvelles orientations, sans doute encore insuffisamment unifiées pour constituer un corpus académique, mais qui pèsent déjà sur les orientations de politique économique de l'après-crise financière.

Sont concernées les banques centrales, en acceptant, voire même en recherchant, des taux d'inflation allant au-delà des cibles de 2%, et en combinant de façon plus étroite la politique monétaire et la politique prudentielle, dans le sens d'une politique monétaire plus contracyclique qu'elle ne l'a été, surtout en Europe, associée à l'extension et à l'approfondissement des dispositifs prudentiels afin que ceux-ci puissent être activés de façon discrétionnaire (ratios de liquidité, ratios de levier) en présence de surs réactions ou de bulles sur les marchés d'actifs. Dans l'avenir, la politique monétaire pourrait devenir plus attentive au financement de la croissance, qu'elle ne pouvait l'être jusqu'ici, faute de dispositifs prudentiels permettant de maîtriser les spill overs du crédit vers les marchés d'actifs. C'est là une autre dimension positive des nouvelles régulations financières au regard de leurs effets potentiels sur la croissance.

En troisième lieu, rien ne prouve que le renforcement des exigences en fonds propres conduira mécaniquement à un renchérissement du crédit. Jean-Paul Pollin soulignait récemment que le durcissement des exigences prudentielles aura sans doute pour conséquence de faire baisser le risque de crédit porté par les banques et, donc, en théorie, de réduire les rendements exigés par leurs actionnaires. A taux directeurs inchangés, rien ne prouve, en conséquence, que les nouvelles régulations financières entraîneront une hausse du coût du crédit pour les emprunteurs, susceptible de brider la croissance.

*Enfin, contrairement à ce qu'affirment les lobbys bancaires, il n'est pas avéré que les modifications des ratios de capitaux propres ont induit un impact significatif sur le crédit dans le passé récent. Une étude de la Fed vient justement de le montrer sur le plan économétrique en soulignant, à l'inverse, le rôle déterminant de la perception qu'ont les banques du risque global, couplé à la réactivité de leur politique de crédit à la croissance de l'activité économique.*

En résumé, si elles ont toutes les chances de mieux prévenir les sources d'instabilité financière, ces régulations prudentielles ne créeront pas nécessairement de nouvelles contraintes sur le financement de la croissance d'après-crise.

Telle est d'ailleurs la position tout récemment défendue par Stephen Cecchetti, Conseiller économique et responsable du Département économique et monétaire à la BRI, dans une interview publiée dans le Financial Times. Selon les modélisations de la BRI, les effets nets des nouvelles réglementations financières sur la croissance seront négligeables et les banques exagèrent volontairement les effets nocifs des nouvelles réglementations car elles n'intègrent pas les conséquences que ces réformes vont impliquer sur leur business model, en les incitant à allonger la maturité de leurs engagements afin de mieux les adosser à leurs actifs, à des coûts plus faibles. Il considère lui aussi que les exigences de rentabilité de leurs actionnaires devront s'ajuster à la diminution de la prise de risque.

Tout cela ne signifie pas que le financement du long terme et des nouveaux gisements de croissance est d'ores et déjà assuré, surtout pour des investissements à coûts fixes élevés dont la rentabilité s'inscrit dans le très long terme. Plus que les financements bancaires, qui ne représentent, en France, qu'environ 20% du passif des entreprises, et qui resteront marqués par les contraintes de la transformation des maturités, ce sont sans doute les divers types de Fonds privés et les institutionnels publics qui devraient jouer un rôle clé.