

Gouvernance et fragilité financière

Michael Francis*

Après une période de turbulence financière durant la dernière moitié du XIX^e siècle et le début du XX^e siècle, le monde a connu une stabilité relative. Les marchés financiers internationaux étaient, à l'époque, sévèrement réglementés et contrôlés. Ainsi que le soulignent Allen et Gale (à paraître), l'interventionnisme marqué des autorités a nui à l'efficacité économique. Si elle a contribué à des gains à ce chapitre, la période subséquente de déréglementation a aussi exposé au grand jour des faiblesses dans nombre de marchés financiers et coïncidé avec une époque d'instabilité financière partout dans le monde. Les autorités s'efforcent donc maintenant de découvrir les sources de la fragilité financière, dans l'espoir de pouvoir éliminer les coûts associés aux crises sans devoir recourir à une réglementation excessive¹.

Le présent article porte sur la relation entre la gouvernance (les règles et les institutions qui régissent l'activité économique) et la fragilité financière (situation où la volonté des créanciers de financer les occasions d'investissement est très sensible aux chocs). En nous appuyant sur les résultats des travaux existants et de nouvelles recherches empiriques, nous nous intéressons plus particulièrement aux marchés financiers nationaux. Nous avançons qu'une bonne gouvernance peut jouer un rôle déterminant dans l'amélioration de la stabilité des systèmes financiers, en atténuant les fluctuations inutiles dans le financement des investissements

et en réduisant la probabilité d'une crise bancaire systémique².

Mentionnons que nous entendons ici par gouvernance beaucoup plus que la stricte régie interne d'entreprise; notre définition englobe en effet l'ensemble plus vaste des dispositions (règles et institutions) qui sous-tendent l'activité économique et financière.

La gouvernance des relations financières

La gouvernance est de plus en plus considérée comme un facteur important dans la détermination des résultats économiques³. La raison en est simple. L'ensemble des incitations qui se présente aux agents économiques est conditionné, outre les prix relatifs, par le régime de gouvernance. Malgré le fait que l'on pourrait s'attendre à ce que le mécanisme d'établissement des prix suffise à lui seul à orienter les agents vers un résultat économique positif lorsque les droits de propriété ont été bien définis et sont respectés, il existe de nombreux marchés pour lesquels ces critères peuvent ne pas être remplis. C'est notamment le cas des marchés financiers affligés de très graves problèmes d'asymétrie de l'information entre emprunteurs et prêteurs.

Ainsi, en l'absence d'information crédible au sujet du comportement des emprunteurs et de leur intention de rembourser, il est possible que les bailleurs de fonds ne disposent d'aucun élément leur prouvant que l'emprunteur est déterminé à rembourser. Le cas échéant, les prêteurs risquent de n'être pas disposés à consentir du crédit. Pour contrer les problèmes de cet ordre, les sociétés ont tendance à créer des règles et des institutions qui, entre autres fonctions, tendent à orienter les

1. Les coûts énormes que peuvent engendrer les crises financières ont été largement démontrés. Honohan (1997), par exemple, estime que les seuls coûts engagés par le secteur public pour surmonter les crises bancaires des pays en développement entre 1980 et 1995 se sont élevés à 250 milliards de dollars É.-U. Parmi les autres coûts économiques de ces crises absorbés par les autres agents économiques figurent les projets d'investissement non réalisés et les coûts sociaux.

* Le présent article s'inspire d'un document de travail publié récemment par la Banque du Canada (Francis, 2003).

2. La fragilité financière est l'objet du présent article. Bien que l'expression soit couramment employée, elle décrit ici la vulnérabilité du système bancaire à une crise (au sens où l'entend Mishkin, 1997) et l'ampleur des effets d'accélération décrits par Bernanke et Gertler (1989).
3. Voir, par exemple, FMI (2003).

incitatifs proposés aux emprunteurs, de manière à soutenir l'engagement de ces derniers à rembourser les crédits qu'on leur a accordés. Sans un ensemble bien structuré de règles et d'institutions, le développement du secteur financier d'une économie risque d'être déficient.

De toute évidence, les mécanismes de gouvernance, qui vont des mesures favorisant l'absence de corruption aux lois portant sur des sujets spécifiques comme les faillites, peuvent jouer un rôle considérable en encourageant la création d'un environnement qui incite fortement les emprunteurs à rembourser leurs créanciers (La Porta et coll., 1998). Cependant, de tels mécanismes de gouvernance présentent l'inconvénient de lier l'octroi du prêt à l'engagement de l'emprunteur à rembourser son créancier plutôt qu'au rendement du capital investi⁴. En conséquence, la valeur des actifs d'une entreprise et la qualité de sa gouvernance constituent des éléments clés dans les décisions de financement que prennent les entreprises et, par tant, dans le niveau global de l'offre de crédits et des investissements. Il n'est donc pas étonnant que l'on puisse également s'attendre à ce que la qualité de la gouvernance influe sur le degré de stabilité financière.

La fragilité financière

L'opinion selon laquelle une bonne gouvernance contribue grandement à la stabilité financière va de soi pour qui reconnaît que, dans les cas où la qualité de la gouvernance laisse à désirer, c'est la valeur des actifs servant de garanties qui déterminera la disponibilité de capital pour le financement du fonds de roulement et des investissements. En pareil cas, étant donné que la valeur des actifs d'une entreprise peut dépendre du niveau prévu des investissements, un choc qui réduit la volonté des prêteurs d'accorder des crédits peut être à l'origine d'un cercle vicieux, dans lequel la réduction des investissements entraîne une chute de la valeur des actifs, qui à son tour provoque une autre réduction de l'offre de crédits et des investissements⁵. Si l'opinion selon laquelle la gouvernance influe grandement sur l'ampleur de ces « effets d'accélé-

ration » est fondée, il s'ensuit donc que les systèmes financiers de même que le niveau des investissements sont moins stables dans les pays où le régime de gouvernance est relativement mauvais que dans ceux où il est relativement efficace.

Les constatations

La fragilité financière est difficile à quantifier. À un certain niveau, elle peut être assimilée à la probabilité d'une défaillance systémique du système financier, tandis qu'à un niveau moins lourd de conséquences, elle peut correspondre à la sensibilité du système financier à des chocs relativement faibles. Dans le premier cas, l'indicateur le plus évident de fragilité financière est une crise bancaire systémique. Les recherches les plus récentes sur ce sujet donnent à penser que des répercussions financières (comme l'effondrement des prix des actifs sur le marché, déclenché par l'incapacité d'un emprunteur de s'acquitter de ses obligations) expliquent en grande partie les crises bancaires systémiques (Allen et Gale, 2003). Ces répercussions, et l'effet d'accélération qui s'y rattache, fournissent le mécanisme par l'intermédiaire duquel un léger choc subi par une banque peut mener à une chute abrupte des prix des actifs et, en fin de compte, à l'effondrement du système. En règle générale, toutefois, d'autres variables, telles que la volatilité de l'investissement, permettent également de quantifier l'ampleur de ces effets d'accélération et, par conséquent, le degré de fragilité financière. Dans un cas comme dans l'autre, on peut s'attendre à ce qu'une bonne gouvernance, en réduisant l'ampleur des effets d'accélération, atténue la fragilité financière.

Le Graphique 1 vient conforter cette opinion. Il révèle qu'une proportion sensiblement plus élevée de pays ayant une piètre gouvernance que de pays où la gouvernance était meilleure ont connu une crise bancaire entre 1984 et 2001 — une observation qui se vérifie pour un vaste éventail d'indicateurs de gouvernance⁶. Ainsi, 86 % des pays dans lesquels le principe de la primauté du droit était peu reconnu ont subi des crises bancaires au cours de la période étudiée, alors que seulement 24 % des pays où ce principe était hautement respecté ont connu de telles crises. Fait intéressant, cette relation se vérifie non seulement pour les mesures susceptibles d'être étroitement liées à la protection des droits de propriété, mais également pour d'autres indicateurs, allant de l'absence de corruption à la qualité du service public (efficacité du

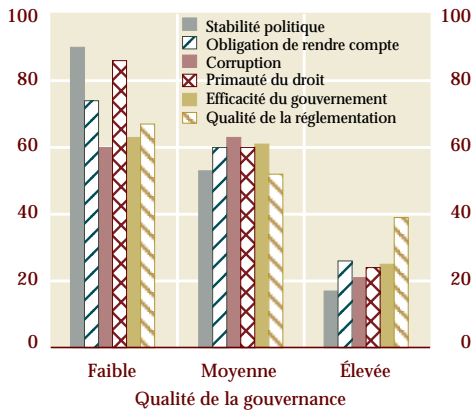
4. Il convient de souligner que la crédibilité de l'engagement de l'emprunteur à rembourser diffère, sur le plan conceptuel, du risque intrinsèque que comporte un projet d'investissement. La crédibilité réside au cœur du problème de risque moral et peut être améliorée (du moins en partie) grâce à une bonne gouvernance, mais celle-ci ne peut rien contre le risque associé à un investissement.

5. Pour une analyse théorique des effets d'accélération dans les marchés financiers, voir, entre autres, Bernanke et Gertler (1989) et Kiyotaki et Moore (1997).

6. L'ensemble de données porte sur 90 pays industrialisés et en développement, parmi lesquels 47 ont connu au moins une crise entre 1984 et 2001.

Graphique 1
Crises bancaires dans le monde et indicateurs de gouvernance

Proportion de pays ayant connu une crise systémique



Source : Caprio et Klingebiel (2003), Kaufmann et coll. (1999) et calculs de l'auteur

gouvernement) et à l'obligation du gouvernement de rendre des comptes à la population.

De la même façon, les indicateurs de la qualité de la gouvernance sont utiles pour expliquer la volatilité de l'investissement⁷. En utilisant les données sur la volatilité de l'investissement observée dans un très large éventail de pays industrialisés et en développement de 1980 à 2000, on constate qu'une piètre gouvernance est généralement associée à une plus grande volatilité de l'investissement que ne l'est une gouvernance efficace. Cela se vérifie pour une grande variété d'indicateurs de gouvernance et confirme les observations relatives aux crises bancaires exposées plus tôt. Ces résultats donnent à penser, comme nous l'avons vu précédemment, qu'une bonne gouvernance contribue à réduire l'ampleur des effets d'accélération.

Conclusion

Il ressort des constatations évoquées ci-dessus que la fragilité financière peut résulter, en partie, de lacunes dans la gouvernance qui rendent celle-ci inapte à soutenir un secteur financier bien développé. Si on comprend aisément que la gouvernance puisse influencer sur les résultats économiques, il est plus difficile de déterminer quelles formes de gouvernance favorisent la stabilité financière. Nos observations et celles du Fonds monétaire international (2003) suggèrent néanmoins ce qui suit : premièrement, les institutions qui protègent les droits de propriété et favorisent le respect de la loi et le maintien de l'ordre jouent un rôle de premier plan à cet égard. Deuxièmement, une réglementation appropriée, une bureaucratie efficace et un gouvernement stable sont tous associés à une diminution de la fragilité, ce qui laisse croire que la qualité de la fonction publique et une saine gestion du secteur public peuvent grandement favoriser la stabilité économique. Troisièmement, dans la mesure où nombre de ces institutions imposent des règles et des contraintes au comportement individuel (substituant les autorités aux marchés), il n'est pas étonnant que les institutions qui

7. Il convient de souligner que la volatilité dont il est question dans le présent article n'est pas celle qui découle des ajustements aux chocs tels que le progrès technologique ou les variations des prix relatifs. Dans une économie qui fonctionne bien, ce type de volatilité préside à une affectation efficiente des ressources. Les effets d'accélération dont nous parlons ici sont une source de volatilité qui provient des défaillances associées à des problèmes tels que l'asymétrie de l'information dans les marchés financiers. Une bonne gouvernance peut atténuer ces problèmes et mener à une réduction de la volatilité au sein de l'économie et à une amélioration de l'efficacité économique.

contribuent à réduire la corruption (la manipulation des marchés pour contourner les autorités) concourent aussi au bon fonctionnement et à la stabilité des marchés financiers. Quatrièmement, on ne saurait guère s'étonner non plus que, compte tenu du rôle prépondérant que jouent les gouvernements dans la réglementation des marchés financiers et de leur participation à ces derniers, les mécanismes qui renforcent la responsabilité des autorités sont un facteur important de la stabilité du système financier.

Sur le plan stratégique, nos constatations donnent à penser qu'une attention soutenue à l'amélioration de l'infrastructure institutionnelle dans laquelle évoluent les systèmes financiers nationaux pourrait accroître la stabilité financière dans le monde.

Bibliographie

- Allen, F., et D. Gale (2003). « Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices », document de travail n° 01-37-B, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.
- . *Understanding Financial Crises*, chapitre 1, Oxford University Press, à paraître.
- Bernanke, B., et M. Gertler (1989). « Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 79, p. 14-31.
- Caprio, G., et D. Klingebiel (2003). « Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises », Fichiers-données de recherche de la Banque mondiale.
- Fonds monétaire international (2003). « Croissance et institutions », *Perspectives de l'économie mondiale* (avril), FMI, p. 105-139.
- Francis, M. (2003). « Governance and Financial Fragility: Evidence from a Cross-Section of Countries », document de travail n° 2003-34, Banque du Canada.
- Honohan, P. (1997). « Banking System Failures in Developing and Transition Countries: Diagnosis and Prediction », document de travail n° 39, Banque des Règlements Internationaux.
- Kaufmann, D., A. Kraay et P. Zoido-Lobaton (1999). « Governance Matters », Policy Research Working Paper No. 2196, Institut de la Banque mondiale.
- Kiyotaki, N., et J. Moore (1997). « Credit Cycles », *The Journal of Political Economy*, vol. 105, p. 211-248.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer et R. W. Vishny (1998). « Law and Finance », *The Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113-1155.
- Mishkin, F. (1997). « The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers ». In : *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, actes d'un symposium tenu sous les auspices de la Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.