

Bâle II va-t-il prévenir ou aggraver les crises?

Deux points de vue sur la question de savoir si Bâle II — un ensemble de directives sur le montant des fonds propres que les banques doivent détenir pour se prémunir contre des risques actuels et futurs — accentue les cycles économiques

LES TURBULENCES actuelles sur les marchés financiers — qui ont débuté avec la crise du marché hypothécaire à risque aux États-Unis pendant l'été 2007 et se sont propagées rapidement en Europe — ont révélé de graves lacunes dans le contrôle et la réglementation des institutions financières. Au cours des récentes réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale, les hauts responsables financiers ont adopté une série de mesures visant à renforcer les mécanismes de contrôle et de réglementation à l'échelle mondiale et, en particulier, une proposition du Forum de stabilité financière axée sur un contrôle plus vigilant des fonds propres et de la liquidité dans les institutions financières.



Actuellement, les autorités de réglementation bancaire du monde entier appliquent Bâle II — une norme internationale indiquant le montant de fonds propres que les banques doivent mettre de côté pour parer à des risques financiers et opérationnels actuels et potentiels. Au stade actuel, Bâle II exige que les banques mettent en réserve davantage de capitaux pour des expositions plus risquées. À la suite de l'examen en cours du Comité de Bâle, les exigences de fonds propres pourraient être accrues pour les produits structurés complexes et les instruments hors bilan, qui ont été les principales sources de tensions ces derniers mois. Selon une enquête de 2006 de l'Institut pour la stabilité financière, une centaine de pays envisagent d'appliquer Bâle II au cours des prochaines années, même si l'on prévoit que la mise en œuvre ne sera pas uniforme dans toutes les régions. Déjà, une grande partie de l'Europe applique la nouvelle norme et les États-Unis devraient en faire autant en 2008.

Cependant, d'aucuns préconisent de durcir davantage les règles. Après tout, pourquoi les règles n'ont-elles pas amorti l'impact de la crise actuelle? (Pour en savoir plus, lire l'article «Les exigences de fonds propres», page 24). La controverse, vieille de quelques années, sur la question de savoir si les règles constituent une panacée pour les crises financières ou les aggravent fait ainsi de nouveau rage.

La question cruciale est la suivante : les règles sur les exigences de fonds propres sont-elles trop procycliques — autrement dit, sont-elles trop laxistes pendant les périodes d'expansion et trop rigoureuses pendant les années de contraction, ce qui accentue les cycles conjoncturels? *F&D* a demandé l'opinion de deux experts.

1

Remettre les banques sur la bonne voie

Jesús Saurina

Directeur du Département de la stabilité financière à la Banque d'Espagne

RIEN n'est plus procyclique qu'une banque mal gérée. En période de croissance, même les banques mal gérées ayant des fonds propres et des provisions insuffisants peuvent développer leurs activités. Mais lorsque l'économie s'affaiblit, elles doivent immédiatement modifier leur politique de crédit pour éviter la faillite (Caruana, 2005).

En 1988, le premier accord international sur les fonds propres des banques (Bâle I) a été adopté par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Il représentait à l'époque un progrès considérable. Mais ses règles pour l'établissement des normes de fonds propres étaient très simples et les banques à dimension internationale finissaient par les contourner. Le problème majeur tenait au fait que, dans la pratique, ces exigences de fonds propres n'étaient pas sensibles aux risques. Ainsi, pour un prêt accordé à une société non financière, une banque devait détenir 8 % de fonds propres, indépendamment du risque présenté par l'entreprise (c'est-à-dire son endettement, ses bénéfices, sa solvabilité et l'environnement économique). Cela allait à l'encontre de la manière dont les banques géraient leur portefeuille de prêts et leur capital économique (en tenant compte d'indicateurs de risque beaucoup plus sophistiqués).

En juin 2004, le Comité de Bâle a adopté une nouvelle norme de fonds propres des établissements de crédit (Bâle II), qui a été finalement publiée en juin 2006. En résumé, Bâle II établit un lien plus étroit entre les exigences de fonds propres et les risques encourus par les banques : il s'agit donc d'une amélioration considérable et nécessaire par rapport à Bâle I.

La procyclicalité est-elle accentuée?

Pendant les discussions relatives à Bâle II, certains analystes ont exprimé leur préoccupation au sujet de la procyclicalité du nouveau dispositif (Taylor and Goodhart, 2006). En période d'expansion, le risque de crédit, mesuré par la probabilité de défaillance de l'emprunteur, serait faible, tout comme l'exigence de fonds propres (désormais étroitement lié au risque). Par contre, en période de contraction, les banques auraient besoin de bien plus de fonds propres. Cela pourrait avoir un effet néfaste sur l'économie dans son ensemble : les banques seraient limitées par leurs fonds propres en période de ralentissement et seraient donc obligées de réduire leurs prêts lorsque ceux-ci sont les plus nécessaires.

Pendant les périodes de contraction et de récession, les banques ont plus de mal à accroître leurs fonds propres parce que leurs bénéfices et, partant, leur capacité d'accumuler des réserves, diminuent. Elles pourraient aussi avoir plus de difficultés à accroître leurs fonds propres et à émettre des créances subordonnées à cause de la plus grande incertitude. Sous l'effet combiné des plus grandes exigences de fonds propres (en raison du risque accru) et de la difficulté de mobiliser de nouveaux capitaux, les institutions pourraient réduire

leur crédit aux entreprises et aux ménages, aggravant ainsi la récession ou entravant la reprise.

Mais pour que Bâle II — ou toute autre norme de fonds propres axée sur les risques — accentue notablement les cycles conjoncturels (c'est-à-dire la procyclicalité intrinsèque du système bancaire), il faudrait suivre au moins trois liens de causalité.

Premièrement, *les normes de fonds propres devraient augmenter en phase de ralentissement et baisser en phase d'expansion*. Mais Bâle II prévoit des mécanismes qui atténuent cet effet tout en rendant les normes plus sensibles aux risques que Bâle I. Bien que l'horizon temporel utilisé pour estimer la probabilité de défaillance soit d'un an, on s'attend à ce que les banques utilisent un horizon plus long pour attribuer des notations. Les normes de fonds propres obtenues avec une probabilité de défaillance à un moment donné (sur un horizon d'un an) sont nettement différentes de celles obtenues avec une probabilité de défaillance moyenne calculée sur tout un cycle économique.

«En définitive, on ignore si Bâle II accentuera les phases d'expansion et de contraction du crédit.»

D'après des données empiriques, les normes de fonds propres pour des portefeuilles de prêts hypothécaires (ou tout autre portefeuille de prêts) fluctuent beaucoup moins sur le cycle économique avec une probabilité de défaillance moyenne qu'avec une probabilité de défaillance à un moment précis (Saurina and Trucharte, 2007). Ainsi, si les banques utilisent des horizons plus longs pour leurs estimations, comme l'exige Bâle II, les normes de fonds propres fluctuent (car les fonds propres doivent être proportionnels aux risques et les risques évoluent avec le cycle), mais dans une bien moindre mesure : la variation relative des exigences de fonds propres du maximum au minimum est presque cinq fois moins forte.

La perte en cas de défaut (PCD), un indicateur de la gravité des pertes, est un autre facteur de risque qui pourrait faire preuve de procyclicalité : les pertes augmentent en période de récession alors que les taux de recouvrement des prêts chutent. Toutefois, Bâle II en tient compte aussi en exigeant une PCD appropriée à un ralentissement de l'activité à n'importe quel point du cycle. Ainsi, les PCD intègrent déjà le cycle économique de sorte qu'ils seront similaires pendant les expansions et les ralentissements.

Par ailleurs, les exigences de fonds propres pour le risque opérationnel (du moins dans les deux options moins sophistiquées) seront anticycliques, car les fonds propres sont directement proportionnels au revenu brut des banques. Le pilier 1 de Bâle II stipule aussi que la notation d'un emprunteur doit refléter l'évaluation par la banque de sa capacité de remboursement même dans une situation économique défavorable. Il exige explicitement que les banques procèdent à un test de résistance de leurs portefeuilles de prêt en cas de

légère récession (deux trimestres consécutifs de croissance zéro). Le pilier 2 exige que les dirigeants de banques soient conscients de la phase du cycle économique lorsqu'ils évaluent l'adéquation des fonds propres de leurs institutions. Par le processus d'examen du pilier 2, les autorités de contrôle doivent donc tenir compte de la procyclicalité potentielle des exigences du pilier 1 si les banques ne le font pas. En somme, compte tenu des mécanismes prévus par les piliers 1 et 2, il est loin d'être évident que les exigences de fonds propres seront procycliques.

Deuxièmement, **les fonds propres effectif des banques devraient se comporter de façon procyclique**. Peu de banques détiennent des fonds propres équivalant à leur minimum réglementaire. En fait, la plupart des banques détiennent des volants de sécurité qui leur permettent d'élargir leur bilan (par une croissance des prêts, de nouvelles possibilités d'affaires, etc.) sans devoir émettre de capital ou modifier leur politique de dividendes. Ces volants de sécurité englobent aussi les coûts de signalisation et de faillite, et réduisent au minimum l'interférence des autorités de contrôle.

Avec le pilier 3, Bâle II renforce la transparence des risques bancaires pour les investisseurs. Il est donc plus difficile pour les dirigeants de banques de réduire les fonds propres. Si les actionnaires ordinaires et privilégiés, les détenteurs de créances subordonnées et d'obligations, et les déposants se soucient des perspectives à moyen terme des banques, ils obligeront probablement leurs dirigeants à tenir compte des fonds propres durant tout le cycle économique. Le fait qu'il soit coûteux d'accroître les fonds propres de base et complémentaires en période de contraction limite aussi le comportement des banquiers. De plus, bien que les volants de sécurité des banques puissent baisser en période d'expansion, la baisse pourrait être mineure. Il n'est donc pas du tout évident que les banques réduiront sensiblement leurs fonds propres même si les fonds propres réglementaires diminuent en période faste.

Troisièmement, **il se peut que le comportement du crédit dépende de facteurs de la demande sans rapport avec les fonds propres des banques ou de facteurs de l'offre sans lien direct avec les volant de sécurité des banques**. Les données empiriques internationales ne sont pas concluantes. Pour l'Espagne, une étude des données de panel indique que les volants de sécurité des banques n'influent pas beaucoup sur le comportement du crédit bancaire (Banco de España, 2006). En revanche, deux autres facteurs de l'offre, à savoir la rentabilité et les profils de risque, ainsi que les facteurs de la demande, s'avèrent importants. Par ailleurs, les sociétés non financières pourraient compenser en partie une réduction des prêts bancaires en recourant au crédit commercial et aux marchés de capitaux à court et à long terme, voire à des placements privés.

En définitive, on ignore si Bâle II accentuera les phases d'expansion et de contraction du crédit. Un certain degré de procyclicalité est assurément inévitable et approprié si le capital bancaire doit être étroitement lié aux risques encourus, ce que préconise le contrôle prudentiel.

Envisager des règles comptables

Pour les lecteurs qui ne sont pas convaincus par mes arguments, la politique réglementaire offre une réponse, dans le cadre ou non du dispositif de Bâle II. Jiménez et Saurina (2006) présentent

les fondements empiriques d'une réglementation bancaire fondée sur une provision anticyclique pour pertes sur prêts ou d'une exigence de fonds propres anticyclique (par le pilier 2). L'idée est simple, mais puissante. Des erreurs de politique de crédit surviennent en période faste, quand l'excès d'optimisme est courant parmi les banques et les emprunteurs. C'est en période de redressement que le risque de crédit s'accroît dans les portefeuilles bancaires.

Par conséquent, les règles comptables et les autorités de contrôle devraient tenir compte de l'évolution de ces risques et, donc, renforcer les provisions pour prêts douteux et/ou les fonds propres. Elles contribueront ainsi à mieux aligner les incitations des dirigeants de banques sur celles des investisseurs bancaires (et des déposants en particulier). Elles favoriseront aussi la stabilité macroéconomique (en lissant les cycles économiques).

Malheureusement, les organismes de normalisation comptable ne semblent pas prendre en compte les questions prudentielles. Les normes internationales d'information financière (IFRS), adoptées par l'Union européenne en 2005 et maintenant par d'autres pays, sont fortement procycliques. Les pertes subies (soit constatées sur un prêt en particulier, soit cachées dans un ensemble de prêts homogènes) ne sont pas liées aux pertes escomptées — autrement dit, elles ne donnent pas d'éléments prospectifs. Donc, l'IAS 39, qui régit les provisions pour prêts douteux, n'est pas compatible avec les outils fondamentaux de mesure et de gestion du risque de crédit qu'utilisent les banques et les autorités de contrôle. En outre, les événements survenus depuis l'été 2007 montrent comment la juste valeur peut devenir extrêmement procyclique, surtout si la liquidité disparaît.

Il est assez surprenant de constater à quel point la procyclicalité de Bâle II a été largement exposée (bien que Bâle II prévoient les mécanismes pour y faire face) et la procyclicalité des règles comptables a été négligée en grande partie. Il est grand temps de poursuivre les travaux et d'engager le débat sur la capacité des IFRS à renforcer les cycles d'expansion et de contraction du crédit. ■

Bibliographie :

Banco de España, 2006, Financial Stability Report, 05/2006 (Madrid), Box III.1.

Caruana, Jaime, 2005, Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Occasional Paper 0507 (Madrid: Banco de España).

Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), p. 65–98.

Saurina, Jesús, and Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios," Journal of Financial Services Research, Vol. 32 (October), p. 81–101.

Taylor, Ashley, and Charles Goodhart, 2006, "Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39," in Procyclicality of Financial Systems in Asia, ed. by Stefán Gerlach and Paul Gruenwald (Houndsmill, Basingstoke: Palgrave Macmillan).

Les vues présentées dans le présent article ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque d'Espagne ou de l'Eurosystème.

2

Les moutons de Panurge sont toujours là

Avinash D. Persaud
Président, *Intelligence Capital Limited*;
administrateur, *Global Association of Risk Professionals*

NOUS sommes il y a 10 ans en mai 1998. La crise financière asiatique sévit encore. Je suis dans la salle des marchés de JPMorgan à Singapour. Mon voyage à Djakarta a été annulé à cause des émeutes. Les monnaies de la région sont en chute libre. Les marchés locaux d'actions imposent. Les agences de notation réagissent «obligamment» en abaissant fortement leurs notes. La stabilité politique et économique si vantée de la région s'écroule sous mes yeux. Dans la salle de Morgan, nous ne pouvons pas nous arracher des écrans où nous voyons les cotations s'effondrer l'une après l'autre. Je ressens l'attrance et la culpabilité du passant qui se faufile pour voir de plus près un horrible accident de circulation.

Le plus étonnant pour un économiste professionnel comme moi était que les traders épuisés avec qui je buvais des bières le soir sur le Boat Quay ne vendaient pas à cause d'une dépréciation spectaculaire de la valeur à long terme de leurs actifs. Ils vendaient parce que leurs modèles de risque étaient au rouge, que leurs programmes de vente automatiques fermaient leur position ou que l'abaissement des notations les empêchait de garder leurs titres.

Quand je suis revenu à Londres, des investisseurs m'ont raconté la même histoire : «Je voulais tenir puisque les prix étaient tombés si bas, mais mon système de risque m'a fait sortir et m'a empêché de rentrer». En résumé, comme les systèmes de risque étaient alimentés par les prix et que les notes étaient corrélées aux prix, les baisses déclenchaient les baisses. Le marché était pris dans un cercle vicieux, comme aujourd'hui. J'allais plus tard appeler ce comportement du marché un «trou noir de liquidité», dans lequel les baisses de cours ne déclenchent pas une recherche des bonnes affaires, comme aux époques plus normales, mais un accroissement des ventes. Le plus surprenant était que les mécanismes mêmes que les institutions financières utilisaient pour réduire le risque transformaient les baisses de cours en ventes paniques.

L'apparition de la sensibilité au risque

JPMorgan avait été le premier à élaborer des modèles sensibles au risque pour les banques. Essentiellement, nous appliquons les données de prix à court terme à un modèle de moyenne variance de Markowitz et, en inversant le modèle, nous produisons des estimations du risque de marché que la banque courait avec un niveau de confiance considérable. Nous faisons ressortir ce processus dans notre publicité. Elle insistait sur la puissance de calcul, d'information et d'intelligence de Morgan et impressionnait les autorités. En avril 1995, ces modèles étaient devenus une pratique courante pour la gestion du capital exposé au risque de marché dans les banques.

Toutefois, ces modèles supposaient une indépendance au niveau statistique. Ils ne fonctionnaient pas si tout le monde les utilisait. Les banques et les autres institutions ont réagi à ces

modèles de sensibilité au risque en se portant sur les secteurs favorisés qui leur offraient les meilleurs arbitrages risque-rendement dans le passé et en délaissant les autres. Pourtant, quand le modèle d'une banque détectait une montée de la volatilité du cours à court terme dans son portefeuille favori et essayait de diminuer son exposition, beaucoup d'autres cherchaient à faire la même chose en même temps, augmentant ainsi la volatilité et la corrélation et déclenchant de nouvelles ventes imposées par le modèle. La liquidité disparaissait dans un trou noir. L'observation des secteurs sûrs par les modèles les transformait en secteurs risqués, de plus en plus surévalués, fortement corrélés et sujets à volatilité. Le contraire était vrai aussi : l'observation du risque créait la sécurité. C'est pourquoi le défaut de l'Argentine n'a provoqué qu'une contagion limitée. Les investisseurs avaient déjà fui le secteur des pays émergents. Les spécialistes de la physique quantique verront ici un parallèle avec le principe d'incertitude d'Heisenberg. L'influence que l'observation de la sécurité exerce sur le risque et vice versa n'est pas due aux instruments ou aux secteurs, mais à la diversité des informations utilisées dans les modèles de risque.

Le risque et la crise asiatique

Beaucoup de réactions à la crise financière asiatique étaient bizarres : elles semblaient chercher à marquer des points politiques ou culturels. (Certes, sous l'angle de la crise actuelle, il paraît bizarre que des responsables étrangers aient invité les gouvernements asiatiques à augmenter les taux d'intérêt et à laisser les banques fragiles faire faillite.) La réaction des autorités de réglementation était semblable puisqu'elle ignorait ce qui se passait «sur le terrain» et réclamait une utilisation encore plus intensive des modèles de risque fondés sur les prix et un recours accru aux informations communes par l'utilisation des notations et des prix accessibles au public.

J'avais appris de première main que, si les systèmes sensibles au risque peuvent aider les banques à gérer leur exposition pendant les époques tranquilles, ils sont comme des ceintures de sécurité qui ne fonctionnent pas quand on conduit vite. Ils n'empêchent pas les crises, ils les aggravent. Cette leçon m'a incité à écrire en 1999 l'essai qui a obtenu le prix Jacques de Larosière «Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices». Les gestionnaires de risque avisés ont perçu un écho dans ce texte, mais les autorités de réglementation se sont empressées d'écarter les critiques des modèles sensibles au risque de marché comme étant trop théoriques ou extrémistes.

Les défenseurs de Bâle II trouvent judicieux que, contrairement à Bâle I, il inclut les mesures du risque de marché que les banques utilisent. Or, je considère que c'est un abandon du devoir de réglementation. Si l'objet de celle-ci consiste à aligner plus étroitement les contrôles internes des banques sur la réglementation, pourquoi élaborer des règlements extrêmement coûteux? Laissons faire les contrôles des banques. Si l'on a ajouté la réglementation des marchés à la législation sur les sociétés, c'est parce qu'ils connaissent parfois des défaillances, avec des conséquences systémiques désastreuses. Si le but de la réglementation consiste à éviter ces défaillances, on ne peut pas utiliser des modèles de risque fondés sur les prix de marché comme instruments de contrôle financier. Les prix de

marché ne peuvent nous protéger des défaillances du marché. Les prix de marché ne prédisent pas les krachs du marché; s'ils le faisaient, il n'y aurait pas de krachs. La sensibilité au risque comme principe de réglementation paraît raisonnable tant qu'on n'y réfléchit pas.

L'histoire nous enseigne que la plus grave défaillance du marché est due aux estimations du risque par le marché sur l'ensemble du cycle économique. Pour de nombreuses raisons, les banques et les marchés sous-estiment les risques dans la phase montante et les surestiment dans la phase descendante. Les agences de notation et leurs notes sont un élément de ce cycle comme les autres, ainsi que nous le montre encore la crise actuelle. Donc, les cycles économiques sont accentués par les cycles du crédit, qui sont soumis à un cycle de perceptions du risque et d'appétits pour lui. C'est vrai depuis que les banques et les marchés existent. Dans une phase montante, les intervenants voient toujours apparaître un paradigme selon lequel le cycle est fini ou est «différent» cette fois. Souvenons-nous qu'il y a seulement dix-huit mois, les écarts de rémunération battaient presque des records de baisse.

La crise du crédit actuelle est le type même de défaillance systémique que la réglementation devrait essayer d'éviter. On pourra à une autre occasion se demander comment, mais il est utile de remarquer que, au moment où les autorités de réglementation se plaignent de ne pas pouvoir suivre le cycle, nous attendons déjà de nos banques centrales tenues par une cible d'inflation qu'elles fassent quelque chose d'encore plus difficile. Aujourd'hui, les banques centrales ayant un objectif d'inflation sont censées agir contre une montée prévue de l'inflation, au lieu de s'opposer au cycle actuel. Il est évident que si l'on intègre dans les fonds propres réglementaires des mesures du risque fondées sur les prix de marché, les fonds propres obéiront au cycle au lieu de le contrer.

Au sommet du cycle, les modèles de risque prescrits dans le pilier 1 de Bâle II, qu'ils utilisent les prix de marché ou les notations des agences spécialisées, diront aux banques qu'elles courent moins de risques et sont mieux capitalisées qu'elles s'avéreront l'être quand le cycle du crédit chutera. Les institutions qui se battent aujourd'hui pour obtenir des capitaux et les paient si cher qu'elles minent leur rentabilité future, comme Citibank, UBS, Merrill Lynch et d'autres, avaient suffisamment de capital il y a douze mois selon leurs modèles internes de risque.

La discipline de marché, intégrée dans le pilier 3 de Bâle II, punit les banques qui restent trop longtemps surcapitalisées. Au sommet d'une expansion, les banques seront contraintes de trouver de nouvelles sources de revenu au lieu de profiter de la période faste pour augmenter leurs réserves. Les pratiques de gestion du risque de la Northern Rock étaient louées par les marchés financiers moins de six mois avant qu'on les trouve mauvaises. Selon les paroles immortelles prononcées en juillet 2007 par Charles Prince, Président de Citigroup, en décrivant les effets des modèles de risque de marché et de la discipline de marché sur le comportement des banques : «Tant qu'on entend la musique, il faut se lever et danser».

Une prime aux mauvaises banques

Si l'approche habituelle du risque n'était pas déjà suffisamment procyclique, l'approche spécifique du pilier 1 aggrave cette tendance et la concentration du risque, et de plus favorise la

mauvaise gestion des banques. La bonne banque est celle qui prête à des emprunteurs à qui personne d'autre ne prête parce qu'elle les connaît bien. Pour la même raison, elle ne prête pas aux mêmes emprunteurs que les autres. Dans le cadre de Bâle II, les banques ne sont pas incitées à adopter cette approche. Au lieu de s'appuyer sur des spécialistes chevronnés du risque de crédit, Bâle II considère comme plus évoluée l'utilisation de modèles informatiques employant des informations accessibles au public. C'est encore de la pseudo-science. Tout système dans lequel les intervenants du marché ont les mêmes désirs (réduire le risque et les fonds propres réglementaires) et utilisent les mêmes informations accessibles au public (notations, prix et modèles fondés sur les prix) amènera les banques à entrer sur le marché et à en sortir toutes ensemble et finira par provoquer un effondrement systémique.

«En résumé, Bâle II est de la mauvaise économie. Il essaie d'utiliser les prix de marché pour prédire les défaillances du marché et détruit la diversité naturelle des évaluations du risque qui favorise la liquidité.»

En résumé, Bâle II est de la mauvaise économie. Il essaie d'utiliser les prix de marché pour prédire les défaillances du marché et détruit la diversité naturelle des évaluations du risque qui favorise la liquidité. Il aboutit exactement à ce que la réglementation devrait éviter : une action procyclique. Selon le philosophe Karl Popper, la véritable science porte sur la réfutabilité et la prévisibilité. Ceux qui critiquent la tendance à utiliser des mesures de risque sensibles aux prix, des bases de données à défaut commun et des notations, ceux pour qui le risque ne change pas quand il est transféré à d'autres, prédisaient que cette homogénéité transférerait les risques à un endroit où ils deviendraient invisibles, qu'elle ne ferait rien pour modérer les phases d'expansion et aboutirait à un effondrement systémique quand le boom se terminerait. Ne l'oublions pas, les défenseurs de Bâle II, système qui accentue ces tendances, disaient que ces critiques étaient fantaisistes et que le système était plus sûr que jamais. ■

Bibliographie :

Nugée, John, and Avinash D. Persaud, 2004, "The Dangers of Being Risk-Averse," *Financial Times*, September 16.

———, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, p. 66–77.

Persaud, Avinash D., 1999, "Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices"; disponible sur : <http://www.erisk.com/ResourceCentre/ERM/persaud.pdf>.