

Minimiser l'impact des crises financières à venir : six points incontournables pour réformer la régulation

JAIME CARUANA

Directeur général

Banque des Règlements Internationaux

Pour se préparer, autant que possible, à la prochaine crise financière, il ne faut pas s'engager dans la mise en œuvre d'une longue liste de mesures détaillées dont on pense qu'elles auraient pu empêcher la crise précédente. Il faut plutôt renforcer les cadres de régulation en vigueur et améliorer leurs principaux points faibles mis en lumière par la récente crise. Cette amélioration doit se concentrer sur les aspects essentiels et reposer sur quelques principes simples qui permettront de résister à des événements imprévus. Ces points clés sont absolument incontournables si l'on veut que le prochain épisode de tension sur les marchés financiers induise des perturbations et des coûts moindres que celui que nous traversons.

NB : L'auteur souhaite remercier Aditya Narain, directeur adjoint du département des Marchés monétaires et de capitaux du FMI, pour sa précieuse contribution. Les points de vue exprimés ici sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

La plupart des observateurs s'accordent sur le fait que les origines de la crise financière actuelle sont nombreuses et complexes¹. Tout a commencé par un dysfonctionnement du marché caractérisé par une gestion déficiente des risques, un assouplissement inapproprié des critères d'octroi des prêts (en particulier sur les marchés du crédit hypothécaire aux États-Unis), une innovation financière débridée, un manque de vigilance de la part des investisseurs et des abus divers dans le secteur financier. Ensuite, une longue période de taux d'intérêts inhabituellement bas, conjuguée à d'importants déséquilibres mondiaux, a donné lieu à un levier et à un goût pour le risque excessifs. Enfin, diverses carences des dispositifs de régulation et de supervision ont également joué un rôle dans la crise, essentiellement parce qu'elles n'ont pas empêché de résoudre en temps opportun les dysfonctionnements du marché. Ce numéro spécial de la *Revue de la stabilité financière* étant consacré à l'avenir de la régulation financière, l'auteur limitera ses réflexions à ce dernier aspect.

Répondant à une convergence de vues grandissante des opérateurs du secteur privé, des universitaires, des autorités nationales et des organismes internationaux, le renforcement du cadre de la régulation constitue l'axe principal des travaux en cours tirant les enseignements de la crise actuelle. Le 2 avril 2009, par exemple, les représentants du G 20 se sont engagés à « renforcer la régulation financière pour maintenir la confiance ». La communauté internationale souhaite promouvoir une meilleure régulation afin d'atténuer l'impact des crises financières à venir, objectif des plus louables.

Le renforcement de la régulation financière nécessitera des efforts substantiels à moyen terme. Il se peut que cet aspect reçoive une attention moindre que les mesures plus immédiates de sortie de crise, puisque la priorité absolue va à la restauration de la stabilité, de la confiance et d'un fonctionnement adéquat des marchés. Néanmoins, ces efforts de longue haleine auront aussi des effets positifs immédiats. Cette crise présente des caractéristiques qui lui sont propres et sa résolution risque d'être longue. Il faudra du temps pour assainir les bilans, résorber le levier, redéfinir les modèles productifs des différents établissements financiers et permettre

aux prix des actifs de trouver un nouvel équilibre. À cet égard, la clarification des orientations à moyen terme du cadre de la régulation peut se révéler très utile : elle permettra de restaurer durablement la confiance, et ainsi l'ajustement pourra s'opérer plus en douceur à court terme.

Si un enseignement peut être tiré de l'histoire, c'est que les comportements mimétiques sont légion, et que les individus sont généralement aveugles et euphoriques lorsque tout va bien. On peut en déduire qu'une fois que le dégonflement de bulle actuel sera fini, et même si cela prendra un certain temps, il sera vraisemblablement suivi par une nouvelle phase d'expansion, caractérisée par un goût pour le risque accru, un optimisme inconditionnel et une trop grande focalisation sur les gains à court terme, surtout dans le secteur financier. C'est pourquoi il est important de commencer à réfléchir dès maintenant aux mesures nécessaires au renforcement de la régulation à la fois pour réduire la probabilité de futurs événements systémiques néfastes et pour atténuer leur éventuel impact, le cas échéant.

Dans ce contexte, les actuelles propositions de réformes visent à atteindre les objectifs suivants :

- une meilleure régulation reposant sur l'amélioration et la promotion d'une approche macroprudentielle qui, adoptant une perspective d'ensemble du système, réponde mieux aux effets procycliques et étende le périmètre de la réglementation et de la surveillance ;
- une meilleure information financière grâce à un renforcement de la discipline de marché et à la mise en place d'un suivi mieux informé des risques dans le système financier ;
- une meilleure architecture grâce à un renforcement de la coopération sur la régulation, via des évaluations conjointes des risques systémiques, des exercices d'alertes avancées, du contrôle et du règlement des défaillances des entreprises transfrontières ;
- une meilleure infrastructure de marché, grâce à la création de plateformes pour les systèmes de compensation par contrepartie pour les produits dérivés de gré à gré ;

¹ Cf. FMI, "Initial lessons of the crisis", rédigé conjointement par le département des Études, le département des Marchés monétaires et de Capitaux et le département de la Stratégie, des Politiques et de l'Évaluation, 6 février 2009, et Hervé Hannoun, "Policy lessons from the recent financial market turmoil", discours prononcé lors de la XLVe réunion des gouverneurs de banque centrale du continent américain, Ottawa, 8-9 mai 2008

- de meilleures procédures pour la gestion de crise, par exemple la conduite d'exercices d'alerte avancée et la planification d'une gestion de crise transfrontière.

Si ces mesures avaient été en vigueur avant la crise actuelle, le système financier mondial se trouverait très vraisemblablement dans un bien meilleur état. C'est pourquoi apporter un soutien plein et entier aux travaux actuellement entrepris par les instances de normalisation, le G 20, le Fonds monétaire international (FMI), le Forum de Stabilité financière (FSF, aujourd'hui transformé en Conseil de Stabilité financière – *Financial Stability Board*), est important. Mais nous devons nous demander quel sera le véritable test de l'efficacité de ces réformes dans l'avenir. En d'autres termes, parmi les différents points énumérés ci-dessus, quelles sont les réformes clés qui doivent impérativement être adoptées si l'on veut éviter que ne se déclare à nouveau une coûteuse crise systémique telle que celle que nous connaissons actuellement ?

Si cette question ne peut recevoir aucune réponse simple, le renforcement de la régulation financière dans la direction indiquée ci-dessus fait l'objet d'un consensus. Cependant, il faut aussi éviter le risque de *surrégulation*, qui nuirait au bien-être mondial. En phase d'expansion, on observe une augmentation naturelle et inévitable de la prise de risque, nécessaire à la croissance et à l'innovation. L'appel à une *meilleure* régulation peut rapidement donner lieu à *davantage* de régulation. Il est souhaitable d'atteindre un équilibre raisonnable entre les objectifs d'innovation et de stabilité.

Enfin, si l'on accorde une trop grande importance à modifier la régulation, on risque de perdre de vue l'objectif global qui est de prévenir une accumulation de risques *excessive* susceptible d'avoir des conséquences coûteuses. Ainsi, pour se préparer, autant que possible, à la *prochaine* crise financière, il ne faut pas s'engager dans la mise en œuvre d'une longue liste de mesures détaillées dont on pense qu'elles auraient pu empêcher la crise *précédente*. Il faut plutôt renforcer les cadres de la régulation en vigueur et améliorer leurs principaux points faibles mis en lumière par la récente crise. Cette amélioration doit concerner les aspects essentiels et reposer sur quelques principes simples qui permettront de résister à des événements imprévus. Dans cet esprit,

l'auteur examinera, dans la suite de son exposé, les six points clés incontournables pour que le prochain épisode de tension sur les marchés financiers induise des perturbations et des coûts moindres que celui que nous traversons.

1| UNE BONNE RÉGLEMENTATION NE SUFFIT PAS

À lui seul, le renforcement de la réglementation et de la supervision ne suffira pas à empêcher la prochaine crise systémique. L'environnement de politique macroéconomique, en particulier, doit lui aussi contribuer à modérer l'accumulation d'un risque excessif lorsque l'économie se porte bien. En effet, les politiques macroéconomiques ne doivent pas uniquement servir à gérer les répercussions de l'éclatement de la bulle des prix des actifs ; elles peuvent jouer un rôle crucial pour freiner au préalable l'accumulation d'excès financiers ².

Le rôle des politiques monétaire et budgétaire est manifeste à cet égard, même si la mise en œuvre de ces politiques rencontre d'importantes limites. Avant la crise actuelle, les banques centrales étaient focalisées sur le maintien de la stabilité des prix. Dans le contexte de faibles taux d'intérêt, c'est aux autorités de supervision qu'il est *de facto* revenu de traiter les conséquences de la brusque envolée des prix des actifs et du levier. Mais la régulation ne peut, à elle seule, freiner les surchauffes. On devrait également s'intéresser à la manière dont la politique monétaire pourrait permettre de « résister à la tempête ». Du côté budgétaire, il nous faut redoubler d'efforts pour que la prudence reste de mise en période faste. Comme nous l'ont une fois de plus rappelé les turbulences actuelles, les pays qui ne profitent pas de ces phases d'expansion pour réduire leur déficit sont en mauvaise posture pour secourir leur système financier et stabiliser la croissance lorsque le besoin s'en fait sentir. En outre, l'outil budgétaire pourrait s'avérer assez efficace pour modérer la demande et éviter les excès de la finance en période d'essor économique.

En outre, il ne faut pas non plus surestimer la capacité de la réglementation et de la supervision à empêcher

2 Cf. William White (2006) : "Is price stability enough?", Document de travail de la BRI n° 205

une crise financière. Nous ne vivons pas dans un monde de probabilité zéro, et la réglementation ne pourra jamais éliminer intégralement tout risque de crise financière. Ce qu'une réglementation bien conçue peut faire, et ce qui doit constituer son objectif, c'est abaisser la probabilité d'un tel événement de queue de distribution et, le cas échéant, renforcer la capacité du système financier à y faire face.

Le premier point clé est donc que l'adoption d'une régulation appropriée contribuera à la réalisation de son objectif, qui est de minimiser la probabilité de survenue de crises et d'en réduire le coût, à la condition qu'elle soit accompagnée de « meilleures mesures » : meilleures politiques macroéconomiques, meilleure gestion des risques dans le secteur financier, meilleurs cadres de gestion des crises, meilleure gestion de la liquidité sur l'ensemble du système, meilleure infrastructure de marché, etc.³ Tous ces éléments doivent se renforcer mutuellement afin de consolider la stabilité financière.

2 | RENDRE LE CADRE MACROPRUDENTIEL OPÉRATIONNEL

Le deuxième point clé est également défendu par la Banque des règlements internationaux (BRI) depuis de nombreuses années : il faut adopter des cadres de régulation et de supervision qui soient orientés sur le système dans son ensemble. Une telle approche macroprudentielle, qui bénéficie aujourd'hui d'un vaste soutien, doit s'efforcer d'appréhender les risques systémiques et leur interaction avec la macroéconomie. Cette approche comporte deux dimensions : une « dimension transversale », qui concerne la distribution du risque sur l'ensemble du système financier à un moment donné, et la « dimension temporelle », qui a trait à la manière dont le risque agrégé du système financier évolue au fil du temps⁴. La première s'intéresse à l'existence d'expositions communes et d'interdépendances au

sein du système financier, quel que soit le statut juridique de l'établissement financier concerné. La seconde correspond aux mécanismes par lesquels le système financier et la macroéconomie amplifient les fluctuations de l'activité et peuvent générer de l'instabilité financière (« procyclicité »).

La principale question pour l'action publique est de savoir comment ajuster la régulation et la supervision de manière à instaurer les garde-fous appropriés dans ces deux domaines, afin de rendre ces concepts opérationnels et de développer les outils nécessaires. Je vais, à présent, traiter séparément chacune de ces dimensions, également importantes, de l'approche macroprudentielle.

2|1 La dimension transversale : agrandir le périmètre de la régulation

Historiquement, la réglementation financière repose sur deux principes de base. Premièrement, seules (ou presque seules) les banques peuvent être de nature systémique et doivent donc être soumises à une réglementation. Deuxièmement, on peut se faire une idée assez juste de ce qui se passe dans le secteur financier en s'intéressant à ces établissements. En conséquence, seuls les établissements censés présenter une importance significative pour la politique publique (par exemple en tant qu'établissement collecteur de dépôts) ont fait l'objet d'une réglementation prudentielle bien définie à l'exclusion d'autres institutions financières qui exerçaient des activités du même type ou qui représentaient d'importantes contreparties. La réglementation fonctionnait en silos, en fonction du statut juridique d'une institution plutôt que de son activité. Le secteur a répondu à cette situation en créant des véhicules, instruments et entités en parallèle du système financier formel. Le système de « banque parallèle » (*shadow banking*) aux États-Unis est un exemple significatif : on estime qu'il a sensiblement la même taille que le système bancaire réglementé.

³ S'il est une leçon que l'on peut tirer de la crise actuelle, c'est qu'une mauvaise réglementation de la protection des consommateurs/investisseurs peut avoir d'importantes implications systémiques. En conséquence, et bien que le présent article soit consacré à la réglementation prudentielle, des cadres sains de protection des consommateurs/investisseurs peuvent également apporter une contribution décisive à la stabilité financière.

⁴ Cf. la contribution de Claudio Borio "L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières" dans ce numéro de la Revue de la stabilité financière

La crise actuelle montre qu'il faut impérativement revoir cette approche de la réglementation, de façon à :

(i) se concentrer sur les fonctions/objectifs (par exemple la stabilité financière, la protection des consommateurs) plutôt que sur les établissements, et

(ii) évaluer les risques pour le système dans son entier et pas seulement pour chaque établissement. Une telle réorientation doit s'appuyer sur des techniques et processus nouveaux permettant une évaluation macroprudentielle du risque systémique.

Un des principaux enjeux est de réajuster le champ de la régulation. Élargir sa cible, pour passer du niveau de l'établissement à celui du système, nécessite d'étendre le périmètre de la régulation existante afin que les risques qui se développent parallèlement au système bancaire réglementé puissent être perçus et traités. Une approche hiérarchisée a été proposée⁵. Premièrement, recueillir des données qui rendent compte d'informations communiquées périodiquement par un ensemble plus large d'établissements, d'instruments et de marchés en dehors du cœur même du périmètre de régulation actuel. Deuxièmement, sélectionner les établissements jugés importants en termes de contribution au risque systémique, sur la base d'un certain nombre de critères (taille, interconnexions, modèle de financement, etc.). Troisièmement, appliquer à cette sélection d'établissements un dispositif prudentiel du même type (mais pas nécessairement la même) que celui en vigueur pour les entreprises appartenant au périmètre intérieur plus étroit.

L'idée est simple, mais peut être difficile à mettre en œuvre. Il faudrait notamment que les superviseurs soient habilités à identifier les établissements pouvant relever de l'un ou plusieurs des objectifs ci-dessus et disposent de règles plus claires concernant la consolidation des risques hors-bilan, ce qui permettrait de mieux évaluer la contribution de tel ou tel établissement aux risques systémiques. Il faudrait en outre que les superviseurs puissent étendre leur capacité de décision ou force d'action. En particulier, il faudrait instituer des procédures spécifiques pour démanteler, afin d'éviter le problème des entités « *too big to fail* » et les problèmes d'aléa moral qui y sont liés. Enfin, il faudrait élaborer des outils et des

normes cohérents pour l'ensemble des pays et des secteurs afin d'éviter les arbitrages réglementaires, ce qui nécessite une meilleure coordination du contrôle. En particulier, il est indispensable qu'un cadre de supervision renforcé soit appliqué à tous les établissements financiers considérés comme systémiques.

Bien sûr, le cadre présenté ci-dessus doit être complété par des dispositifs permettant de traiter le cas des établissements qui ne sont pas considérés comme contribuant au risque systémique, et en particulier couvrir l'assurance-dépôt pour les banques commerciales de taille modeste.

2|2 La dimension temporelle : gérer la procyclicité tout en préservant la sensibilité au risque

En ce qui concerne la dimension temporelle de l'approche macroprudentielle, la crise actuelle a mis en évidence le fait que le traitement de la procyclicité dans le système financier doit être une priorité absolue. À cet égard, certains observateurs ont souligné la plus grande sensibilité au risque des exigences de fonds propres issus de la réglementation bancaire récente, et estiment qu'elle pourrait conduire à une procyclicité non souhaitable. C'est bien sûr une possibilité. En même temps, on ne se rend pas suffisamment compte qu'une plus grande sensibilité au risque est nécessaire. D'autant que si elle est structurée de manière appropriée, elle peut permettre de repérer plus tôt des risques émergents et de les atténuer, contribuant à prévenir le besoin en capital soudain et inattendu. En effet, l'incapacité des systèmes de gestion des risques et d'exigences de fonds propres à bien cerner les principaux risques a été l'un des facteurs les plus procycliques de la crise financière actuelle. Lorsque les banques et les acteurs du marché ont compris quels étaient les véritables risques, ils se sont désengagés au pire moment possible, amplifiant l'impact sur l'économie réelle.

Outre la sensibilité au risque, il faut préserver une autre caractéristique importante de la régulation bancaire récente si l'on veut atténuer la procyclicité : l'indépendance du processus de supervision. Les expériences passées conduisent à penser qu'un

⁵ Cf. FMI, "Lessons of the financial crisis for future regulation of financial institutions and markets and for liquidity management", rédigé par le département des Marchés monétaires et de capitaux, 4 février 2009

manque d'indépendance des autorités de supervision peut en effet contribuer fortement à la procyclicité, en période faste aussi bien que difficile.

Afin d'atténuer un éventuel biais procyclique, et en particulier les effets de rétroaction entre la sphère financière et l'économie réelle, les dispositifs de régulation proposent un certain nombre de moyens, dont les normes de fonds propres et de provisionnement. Si elles sont conçues correctement, ces normes doivent éviter les pertes aussi bien attendues qu'inattendues en tenant pleinement compte de l'évolution du risque au cours des cycles économiques et financiers. Une régulation contracyclique supposerait que les fonds propres et les provisions soient relevés au-delà du minimum en période faste, quand les prises de risques se multiplient. Cette méthode faciliterait la constitution de volants de précaution pouvant être utilisés en phase de contraction (lorsque les conséquences des prises de risques préalables se concrétisent), ce qui améliorerait la gestion du risque au niveau de l'établissement. Si cette approche repose nécessairement sur l'anticipation, elle doit aussi se fonder sur des données historiques et être supervisée par des autorités prudentielles (afin de limiter le risque de manipulation).

Il existe un large consensus sur les mérites du provisionnement et des niveaux de fonds propres contracycliques. En particulier, il est admis que le risque pourrait être atténué par plusieurs canaux :

(i) *le canal de la capacité d'absorption*, dans la mesure où une approche davantage en amont permettrait d'absorber les pertes plus facilement lorsqu'elles surviennent ;

(ii) *le canal des incitations*, dans la mesure où les bénéfices seraient mieux corrélés aux risques à long terme. Durant une phase d'expansion, avec une approche contracyclique, les bénéfices déclarés risqueraient moins d'être exagérés et seraient donc moindres, d'où la distribution de primes moins généreuses et de dividendes moins élevés, ce qui résulterait très vraisemblablement en une valorisation plus juste du cours des actions. Avec cette solution, les bénéfices distribués en phase d'expansion n'intègrent pas de prime de risque, comme cela semble avoir été le cas dans la période qui a précédé la crise actuelle⁶, et

(iii) *le canal du remaniement des portefeuilles*, dans la mesure où les banques pourraient ajuster leurs portefeuilles avec davantage de souplesse si les risques étaient identifiés plus tôt dans le cycle économique. Les banques seraient alors moins enclines à vendre leurs actifs dans l'urgence à prix bradé, et à réduire les crédits en période de repli : soit que la pression sur les fonds propres serait moindre, soit que des mesures correctives auraient été prises précocement grâce à une sensibilité accrue au risque. Tous ces éléments auraient à leur tour des effets positifs sur la croissance économique à long terme.

Il ne fait aucun doute qu'il faudra beaucoup de travail pour concevoir les méthodologies faisant évoluer les provisions et les fonds propres en fonction du cycle économique, dégager un consensus sur ces méthodologies et les appliquer. Néanmoins, un travail sérieux est déjà en cours. Le rapport d'avril 2009 du FSF, *Addressing procyclicality in the financial system*, est un jalon important, dans la mesure où dans ses recommandations, il propose notamment des méthodes visant à atténuer les effets procycliques des pratiques réglementaires actuelles. Ces travaux bénéficient de l'appui du FMI, du Comité sur le système financier mondial et du Comité de Bâle, en particulier sur les questions de levier et de fonds propres. Les instances de normalisation ont elles aussi adopté un programme de travail et œuvrent à la définition de méthodologies adéquates pour le concrétiser. On peut raisonnablement s'attendre à ce que, lorsque la prochaine phase d'expansion débutera, des règles conformes à ces lignes auront été adoptées sur les fonds propres, la liquidité et les provisions.

3 | LA RÉGLEMENTATION DOIT GÉRER L'INCERTITUDE

Troisième point clé : la réglementation doit trouver des moyens de gérer l'incertitude. En effet, la crise a révélé que les outils existants ne permettaient pas de faire correctement face aux événements inattendus, en particulier à ceux qui sont peu fréquents, et par conséquent peu probables. Finalement, nous en savons beaucoup moins que nous ne le pensions avant la crise.

⁶ Certes, cette solution n'empêcherait pas une prise de risque excessive en période faste, mais elle en atténuerait certainement les effets.

Les hypothèses fondamentales qui sous-tendent les modèles de gestion du risque ont été passées au crible, par exemple la forme supposée normale de la distribution du risque, les horizons excessivement courts des données recueillies, l'aveuglement face à l'éventualité d'un comportement mimétique, l'incapacité à comprendre les corrélations ou la confiance excessive placée dans les prix du marché ou les relations statistiques passées. Cependant, même s'ils utilisaient des modèles analogues, tous les établissements financiers n'ont pas fait les mêmes choix, ce qui laisse penser que la question est plus large. Le processus de gouvernance censé étayer des décisions et un jugement sains a échoué, tout autant que les modèles auxquels se fiaient les personnes. Les conseils d'administration et la direction des établissements financiers ne posaient pas toujours les bonnes questions, et se souciaient souvent davantage du volume d'affaires que de la gestion des risques, les bénéfiques n'étaient pas toujours analysés en fonction du risque, la rétribution de la réalisation de ces bénéfiques ne tenait pas toujours compte des risques, et il existait des incitations à mettre au point des structures et de nouveaux instruments permettant de contourner la réglementation et d'abaisser les coûts liés à la réglementation à court terme.

C'est pourquoi la récente crise a montré qu'il était essentiel à la fois d'améliorer les techniques de modélisation du risque de manière à y intégrer les interactions et les événements de queue de distribution et de se fier au bon sens et à l'expérience, qui doivent compléter l'analyse mathématique (cette idée n'est pas nouvelle, mais on a tendance à la perdre de vue).

Mais en quoi la réglementation peut-elle être utile si les modèles sont inadéquats, surtout en période de tensions, où ils sont le plus nécessaires, si l'incertitude est difficile à gérer et si les dispositifs de gouvernance ne favorisent pas une culture du risque appropriée dans les établissements financiers ? En bref, la réglementation doit reconnaître l'inadéquation des dispositifs de gestion du risque afin de faire face à l'incertitude et avoir pour fonction de combler ces lacunes. On peut concevoir de renforcer la réglementation sur ce plan par plusieurs moyens :

- la constitution de volants de précaution plus importants au niveau des fonds propres, provisions et liquidités, de façon à pouvoir parer d'éventuels événements contraires ;

- la multiplication des lignes de défense contre des risques inattendus grâce à l'analyse d'une vaste gamme d'indicateurs concernant à la fois la gestion des risques (par exemple positions brutes et nettes) et les exigences de fonds propres (par exemple les mesures simples et brutes du risque, comme le ratio de capitalisation) ;

- des stabilisateurs automatiques visant à atténuer la prise de risque excessive : compte tenu de la difficulté à identifier certains événements et à éviter les retards dans la prise de décisions ainsi que l'excès d'optimisme, il convient de constituer autant que possible des volants de précaution tout au long du cycle, lesquels serviront de stabilisateurs automatiques, ce qui limiterait le besoin de prendre des décisions discrétionnaires. Il faut toutefois ménager un équilibre approprié entre les stabilisateurs automatiques et le jugement des superviseurs. Si l'on s'appuie exclusivement sur des règles automatiques simples, on risque d'acquiescer un sentiment de confort trompeur en cas d'évolution brusque de l'environnement (par exemple avec l'innovation financière) ;

- l'accès à une meilleure information, afin d'améliorer la surveillance du marché.

4| FAVORISER LES INCITATIONS À UNE BONNE GESTION DU RISQUE PROPICE À LA STABILITÉ

Quatrièmement, la réglementation doit favoriser des incitations utiles à une bonne gestion du risque. Cela contribuera également à la réalisation du point clé précédent, parce que, dans les établissements financiers, les incitations utiles à une gestion saine du risque, à une bonne gouvernance, à des contre-pouvoirs adaptés, à la discipline de marché et à l'internalisation des interactions et du risque systémique dans les décisions peuvent revêtir une importance particulière dans des situations inattendues.

Une première étape, déjà accomplie par le Comité de Bâle, consiste à renforcer les aspects de la réglementation bancaire qui augmentent la résilience

du système bancaire, notamment en rehaussant le niveau et la qualité des fonds propres et en consolidant le cadre mondial de gestion du risque de liquidité.

Point peut-être plus fondamental, la nécessité de réformer la régulation afin de mieux aligner les incitations du secteur privé sur le besoin de préserver les biens publics, comme la stabilité financière, constitue en soi un objectif fondamental, au moins aussi important que la nécessité de renforcer les fonds propres. À l'évidence, la prise de mauvaises décisions d'investissement ne signifie pas nécessairement que le marché est déficient, si les marchés peuvent auto-corriger leurs excès pour un coût certes parfois douloureux mais néanmoins tolérable. Toutefois, lors de la récente crise, la discipline de marché n'a pas été à la hauteur, et une intervention à grande échelle des pouvoirs publics s'est révélée nécessaire, car les problèmes n'auraient pu être résolus simplement en imposant davantage de fonds propres réglementaires.

L'attention des pouvoirs publics s'est notamment portée sur les incitations au sein des établissements financiers. Alors que l'on a confié aux conseils d'administration de ces établissements la surveillance du processus de gestion des risques (ils définissent en particulier l'appétit pour le risque, approuvent les stratégies de gestion du risque et veillent à ce que la direction prenne des mesures proportionnées aux stratégies), nombre d'entre eux ont fermé les yeux sur l'accumulation effrénée des risques et, dans certains cas, autorisé des dispositifs irresponsables de rémunération des cadres. Certes, le secteur financier doit toujours être à même d'attirer les talents dont il a besoin, mais il est unanimement admis que les dispositifs de rémunération doivent cesser de procurer des incitations biaisées, lesquelles ont contribué à amplifier la récente crise. En particulier, le Comité de Bâle travaille sur les moyens de renforcer la gestion du risque *via* le Pilier 2 du nouvel Accord de Bâle sur les fonds propres. Le FSF a proposé que les pratiques en matière de rémunération soient ajustées en fonction du risque et cohérentes avec les objectifs de long terme des établissements financiers. Les superviseurs financiers devront également, dans l'exercice régulier de leurs fonctions, examiner les règles de rémunération.

Une autre déficience de la discipline de marché apparue durant la crise tient au rôle des agences de notation. Leur incapacité à résoudre le conflit

d'intérêts issu de leur double fonction de conseil et de notation a mis en question l'utilisation de leurs notes dans le processus de régulation. La mesure du risque et la modélisation ont également connu des dysfonctionnements, par exemple dans le cas de la notation de produits structurés qui intégraient des titres de créances hypothécaires à risque. Là encore, plusieurs forums ont engagé des actions pour améliorer la surveillance de ces agences. L'Organisation internationale des Commissions de Valeurs (OICV) a élaboré un code de bonne conduite qui pourrait constituer la base de dispositifs nationaux, tout en soulignant la nécessité d'améliorer l'information financière sur les produits complexes, afin de faciliter les décisions d'investissement éclairées. Le Comité de Bâle a formulé des propositions importantes afin de renforcer la discipline de marché dans ce domaine (renforcement du Pilier 3 de Bâle II).

Pourtant, malgré les déficiences des agences de notation, de nombreux investisseurs institutionnels disposaient des ressources et instruments adéquats pour effectuer leurs propres contrôles, mais ne s'en sont pas servi et ont paru agir aveuglement dans leur quête de rendement. Les conseils d'administration de ces institutions ne se sont pas inquiétés de l'accumulation de risques dans leur portefeuille, signe qu'il reste beaucoup à faire pour renforcer la gouvernance dans ce secteur également.

Il est également important de veiller à la cohérence de la réglementation prudentielle et comptable et des bonnes pratiques de gestion du risque, pour l'essentiel parce que ces règles influencent fortement le comportement des établissements financiers. On a longtemps affirmé que les règles comptables visaient à décrire le bilan d'un établissement tandis que l'approche prudentielle était davantage tournée vers l'avenir. Cette conception a conduit à des tensions structurelles entre le modèle des « pertes effectives » (*incurred loss*) de la sphère comptable et le modèle des « pertes attendues » (*expected loss*) utilisé dans la réglementation prudentielle et la gestion des risques. Du point de vue comptable, on craint qu'une approche prospective ne procure à la direction des établissements une marge de manœuvre lui permettant de manipuler les bénéfices, et de léser les investisseurs. Du point de vue de la supervision, on redoute notamment que les règles comptables tournées vers le passé ne permettent pas, lorsque les risques s'amoncellent, d'étoffer les volants de précaution afin de faire face aux pertes

à venir, ce qui mine la solidité de l'établissement et exacerbe la procyclicité. Cette crise aura au moins eu une conséquence positive : la volonté apparente de s'accorder sur un socle commun qui permettrait de répondre à ces deux craintes. Sous les auspices du FSF, comptables et superviseurs ont analysé en profondeur les questions de valorisation des instruments financiers et de provisionnement. L'*International Accounting Standards Board* (IASB) et le *Financial Accounting Standards Board* (FSAB) ont été invités à reconsidérer le modèle de pertes effectives afin d'autoriser la constatation et la mesure de la dépréciation des prêts, en prenant en compte un éventail plus vaste d'informations disponibles sur le crédit. Cette solution réduirait clairement l'écart avec les calculs des pertes attendues, qui incorporent des données passées lesquelles peuvent être bien plus riches en informations que celles qui ressortent de l'approche actuelle, plus étroite, des pertes effectives.

5| VEILLER À UNE COOPÉRATION SIGNIFICATIVE POUR LA SURVEILLANCE ET LA SUPERVISION TRANSFRONTIÈRES

Cinquième point clé : la coopération transfrontière est essentielle. Les solutions nationales aux problèmes du système financier ont peu de chances d'être efficaces à l'ère de la mondialisation financière où de grands établissements financiers opèrent sur toute la planète. Il n'est pas non plus envisageable de revenir à un monde où les flux de capitaux seraient entravés. La solution consiste à trouver de meilleurs moyens de coordonner la supervision, la surveillance et les mesures prises par les différents pays, atténuant par là même les tensions entre les pays d'origine et d'accueil. La crise actuelle a mis en exergue l'importance de cet aspect. La non-coordination des actions politiques au niveau national a conduit à des réactions défensives de la part d'autres pays, qui ont peut-être aggravé les turbulences à leurs débuts. En conséquence, des propositions d'actions ont été formulées, tendant à assurer une coordination accrue à l'avenir. Le FSF a avancé dans l'élaboration de principes régissant le champ d'intervention, le rôle et les activités des collègues des autorités de

supervision, prochainement étendus à la plupart des grands établissements financiers. Le Comité de Bâle a en outre élargi le mandat de son groupe relatif à la mise en œuvre des standards, qui doit désormais s'attacher au déploiement des recommandations du Comité de Bâle, et de toutes les normes de contrôle en général.

Cependant, il sera difficile de progresser, notamment parce que certaines questions importantes sont hors du champ de compétence des superviseurs, et ne sont toujours pas traitées. Il s'agit de sujets épineux relevant de la souveraineté nationale, ce qui signifie que seul un fort engagement politique peut véritablement permettre de réduire les différences d'un pays à l'autre. Ainsi, les cadres législatifs régissant les interventions de sauvetage des banques et l'insolvabilité doivent présenter une plus grande compatibilité entre les juridictions si l'on veut s'assurer de la convergence des principales politiques, comme les actions correctives précoces et l'intervention en cas de défaillances de multinationales.

Comme l'a montré la récente crise, la coordination ne pourra être efficace que si elle repose sur un dispositif institutionnel à définir et sur un soutien politique franc et massif en faveur de la convergence des dispositifs nationaux entre les secteurs. Ce point est également crucial si l'on veut instaurer des conditions équitables dans le secteur financier.

6| METTRE EN ŒUVRE LA RÉGULATION DE FAÇON DYNAMIQUE ET Y CONSACRER DAVANTAGE DE RESSOURCES

Sixième et dernier point clé : définir une réglementation adéquate ne suffit pas si l'on ne veille pas à ce qu'elle soit mise en œuvre correctement. Les règles du jeu importent peu s'il n'y a pas la volonté et/ou la capacité de les faire respecter. Il aurait certes mieux valu disposer d'une réglementation plus claire avant la crise, mais même avec le dispositif réglementaire en vigueur, on aurait pu faire mieux, et les superviseurs n'ont pas utilisé toute la marge de manœuvre dont ils

disposaient. Ainsi, il est aujourd'hui généralement admis que l'assouplissement des critères d'octroi de crédit ou l'accroissement des positions hors-bilan durant la période qui a précédé la crise n'ont pas suscité les réponses souhaitables de la part des superviseurs.

Le G 20 s'est déjà saisi de la question de l'application de la réglementation, et a demandé aux autorités nationales de veiller à l'indépendance et à l'efficacité de leurs activités de supervision. Ce point doit être complété par un examen plus général de ce qu'il faut faire pour renforcer l'efficacité de la surveillance des systèmes financiers. Il faut prendre des mesures spécifiques pour que la fonction de supervision dispose du mandat, des ressources et de l'indépendance opérationnelle dont elle a besoin, avec le niveau de responsabilité correspondant, de sorte que les règles fixées soient respectées.

Une bonne régulation doit être épaulée par une supervision tout aussi satisfaisante, capable de prendre des décisions rapides et crédibles. Les autorités de contrôle doivent donc disposer des ressources adéquates, et en particulier avoir la possibilité de recruter, de former et de retenir des spécialistes

qualifiés. Tel n'est pas encore le cas dans un certain nombre de juridictions ⁷.

Ce dernier point est d'autant plus crucial que le rôle des superviseurs évolue rapidement. Durant la décennie qui vient de s'écouler, leurs fonctions ont changé : ils sont passés du simple contrôle du respect de la réglementation par les établissements financiers à une approche davantage axée sur le risque. La prochaine décennie devrait voir s'élargir encore le champ de la supervision, qui évoluera de la réglementation prudentielle et de l'évaluation du risque au niveau des établissements vers une supervision macroprudentielle et l'appréciation du risque systémique. Ces évolutions nécessiteront, à n'en pas douter, d'importantes ressources et compétences supplémentaires, ne serait-ce que pour veiller à ce que la supervision présente le degré d'indépendance requis pour être crédible et menée en temps voulu, ainsi que des réformes institutionnelles d'envergure dans certains cas. Même si elle n'est pas encore très présente dans les divers rapports et débats suscités par la crise, la question des ressources pourrait bien être critique lorsque l'on voudra déterminer si les réformes peuvent effectivement permettre de faire face à la prochaine crise financière.

Il est rassurant de constater que des travaux sont engagés sur quasiment tous les fronts de la régulation financière. Sous réserve d'une application adéquate, l'auteur estime que la feuille de route présentée ici peut apporter l'assurance que les choses se dérouleront mieux la prochaine fois que la sphère financière connaîtra des tensions. Cependant, la cyclicité est un aspect inéluctable de l'économie. L'adoption de politiques visant à atténuer la procyclicité et à modérer une prise de risques excessive pourrait avoir un effet modérateur sur la croissance dans des périodes spécifiques. Les décideurs politiques doivent avoir conscience de ces effets et prendre en considération la compensation que représente une croissance plus soutenable et plus stable sur le long terme, et la minimisation du coût des crises financières à venir.

⁷ Ainsi, le document du FMI intitulé "Implementation of the Basel core principles for effective banking supervision: experience with assessments and implications for future work", élaboré par l'équipe du département des Marchés monétaires et de capitaux (2 septembre 2008), fait apparaître que plus d'un tiers des 137 pays de l'échantillon évalués ne respectaient pas le principe d'indépendance opérationnelle et d'adéquation des ressources, et souligne plusieurs carences : manque de superviseurs expérimentés, de budgets de formation, incapacité à retenir le personnel qualifié en raison de la lenteur de la progression des salaires et concurrence de la part des entreprises.