

Quelle régulation financière pour l'après-crise ?

CHRISTIAN NOYER
Gouverneur
Banque de France

Toute explication de la crise actuelle doit prendre en compte le mode de régulation ou l'absence de régulation de la sphère financière avant cette période. De fait, il ne faut pas oublier que c'est d'abord l'insuffisance des règles applicables à certains acteurs et à certains produits qui est à l'origine de la crise.

Réformer la façon dont la sphère financière est régulée implique des arbitrages, notamment entre l'accroissement de la capacité de résistance aux chocs des systèmes financiers et le maintien de leur sensibilité au risque. En d'autres termes, nous devons clarifier quel est notre appétit pour le risque. Il existe un autre arbitrage, entre concurrence et innovation financière, d'une part, harmonisation de la régulation, d'autre part. Nous devons avoir une idée du degré de diversité du secteur financier qui soit optimal pour la stabilité financière.

Pour l'avenir, trois questions importantes et étroitement liées entre elles méritent de retenir l'attention des autorités. Comment concevoir un cadre susceptible de limiter la procyclicité des systèmes financiers ? Comment promouvoir la capacité de résistance aux chocs des infrastructures et des institutions financières ? Où doit se situer le juste milieu entre règles et action discrétionnaire en termes de régulation ? Dans cette problématique, deux points s'avèrent particulièrement importants : la nécessité de mettre en œuvre une surveillance macroprudentielle et la question de savoir si des activités ou des acteurs spécifiques (ceux présentant une importance systémique) justifieraient des règles particulières.

Toute explication de la phase d'instabilité que nous connaissons actuellement doit prendre en compte la façon dont la sphère financière était régulée avant la crise. Il est à présent largement admis que les choix en matière de régulation ont joué un rôle déterminant dans la crise financière que nous avons connue¹.

Le sommet du G 20 début avril à Londres a clairement affirmé la volonté d'une réforme de la régulation financière pour en éliminer toutes les zones d'ombre – régulation des agences de notation et des fonds spéculatifs – et pour limiter les effets procycliques des normes comptables et prudentielles actuelles.

La régulation financière constitue le thème central de la présente édition de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France. C'est également le point de départ de cet article qui traite de deux questions : Quels sont les principes de la régulation financière ? Quels sont les principaux défis que les autorités devront relever ?

1 | PRINCIPES DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Les chefs d'État et de gouvernement du G 20 ont décidé de réformer la régulation de la sphère financière. Le principe général est de trouver un nouvel équilibre entre, d'une part, la discipline de marché, la concurrence, le dynamisme et l'innovation financière et, d'autre part, la nécessité de limiter les risques et leur répercussion au niveau mondial et d'éviter l'arbitrage réglementaire. Le G 20 attache une grande importance à l'extension de la régulation et de la surveillance des établissements financiers, des instruments et des marchés.

La traduction de ces principes généraux en réformes concrètes implique certains arbitrages, parmi lesquels deux sont particulièrement importants. Le premier consiste à arbitrer entre l'augmentation de la résistance aux chocs du système financier et l'assurance qu'il demeure réactif aux risques. En d'autres termes, il s'agit de clarifier notre appétit pour le risque. Il faut également arbitrer entre la

concurrence et l'innovation financière, d'une part, et l'harmonisation de la réglementation financière, d'autre part. Cela signifie que nous devons avoir une idée de la diversité du secteur financier qui soit optimale pour la stabilité financière.

1|1 Tolérance aux risques et résistance aux chocs

L'objectif de la régulation financière est de tenir compte de tous les risques et d'en atténuer les conséquences. En même temps, elle doit garantir que les intermédiaires financiers réagissent aux signaux de prix et de risques. Atteindre les deux objectifs constitue une tâche difficile. Les risques sont évolutifs, multifformes et corrélés et ils sont également, au sein du système financier, à la fois endogènes et dépendants des choix effectués en matière de régulation². Cela rend très difficile une prise en compte appropriée du risque par la régulation.

Comme la crise l'a montré, le risque systémique est **LE** risque que la régulation financière n'a pas réussi à prendre en compte. Il est désormais bien établi que la surveillance et la régulation de chaque établissement ne constituent pas une garantie de la résistance aux chocs de l'ensemble du système financier. La régulation prudentielle au niveau individuel ne peut remplacer une politique de surveillance globale dite « macroprudentielle ».

Du point de vue de la régulation, le risque systémique comporte au moins deux dimensions. Il doit tout d'abord être évalué soit spécifiquement en mesurant l'exposition à ce risque, soit à travers les évaluations internes des intermédiaires financiers, ceux-ci étant incités à mieux le prendre en compte. Il existe des modèles mathématiques pour tenter de mesurer le risque de marché et le risque de crédit au niveau de chaque institution, en dépit de leur manque de fiabilité et de leurs performances médiocres dans la crise actuelle. En revanche, il n'existe pour l'instant aucune mesure claire, largement acceptée, du risque systémique si tant est qu'il soit possible de mesurer ce risque. Des efforts sont entrepris pour développer des outils à cet effet³. Certains

1 Cf. FSF (2008), G 20 (2009)

2 Cf. sur cette question Danielsson (2009)

3 Borio (2009) analyse les différents travaux menés dans ce domaine.

ont recours à des techniques standard, comme celle de la CoVaR⁴. D'autres cherchent à importer dans la finance des outils développés dans d'autres domaines, tels que la physique, l'épidémiologie ou la création de réseaux sociaux⁵. C'est un domaine à explorer, avec comme objectif de réussir à évaluer et à intégrer dans le suivi global du secteur financier la contribution marginale de chaque institution au risque systémique.

Deuxièmement, le risque systémique détermine implicitement la portée de la régulation financière. Il y a un consensus grandissant autour du principe que les agents dont la défaillance est susceptible de déstabiliser l'ensemble du système financier devraient faire l'objet d'une surveillance et d'une régulation renforcées. Ce point soulève plusieurs questions majeures. Qui doit-on considérer comme étant d'importance systémique ? Dans quelles circonstances ? Selon quels critères ? Cette crise nous a enseigné trois leçons utiles : L'importance systémique d'une institution ne dépend pas nécessairement de sa forme juridique. Par ailleurs, la taille d'une institution, qu'elle soit absolue ou relative (rapportée, par exemple, à la taille du marché ou au revenu national), a son importance et demeure un critère pertinent pour identifier son rôle systémique, mais ne suffit pas. Toutefois, lorsque le bilan d'une seule institution excède largement le PIB annuel d'un pays, il est très probable que sa défaillance cause des dégâts au sein de l'économie. Mais surtout, la crise a démontré que l'interconnexion était un élément caractéristique des institutions d'importance systémique, d'autant plus lorsqu'elle est accentuée par un effet de taille.

Outre les questions liées au risque systémique, des interrogations se sont fait jour également concernant les modalités de prise en compte des risques « traditionnels » dans la régulation financière. Certaines questions fondamentales sont apparues. Elles comprennent notamment la nécessité d'harmoniser la définition des fonds propres et de déterminer dans quelle mesure la régulation doit s'appuyer sur les notations privées, et, de manière générale, les techniques de gestion du risque du secteur privé. Le Comité de Bâle s'emploie déjà activement à améliorer le cadre de Bâle II⁶ et a formulé des propositions destinées,

par exemple, à mieux tenir compte des risques relatifs au portefeuille de négociation. Ces efforts contribueront à renforcer le cadre prudentiel.

1|2 Incitations et diversité

La prise de risque découle non seulement de la recherche de la maximisation du profit mais, de façon plus large, des incitations des intermédiaires financiers.

En exagérant un peu, on pourrait interpréter la crise comme étant le résultat d'une inadéquation entre les différentes incitations. Trois sortes d'éléments retiennent l'attention.

Une inadéquation entre les différentes incitations a été observée à la fois entre les intermédiaires financiers et au sein de chacun d'eux. Celle qui existe entre les intermédiaires est la conséquence de l'innovation financière et du développement de la titrisation. En effet, dans ce domaine, la multiplication des intermédiaires et la complexité des opérations ont altéré la discipline de marché tout au long du processus de titrisation. À tel point que plus personne tout au long de cette chaîne d'intermédiaires n'était capable de suivre réellement les risques sous-jacents. Pour y remédier, les autorités de régulation doivent améliorer leur surveillance de la gestion du risque et modifier les contraintes en fonds propres. Il est important également qu'elles examinent et évaluent les modèles d'activité des institutions financières et des autres intervenants, notamment des agences de notation. Les divergences de motivations constatées *au sein* des institutions nécessitent elles aussi une grande attention. La crise a clairement montré que les motivations des gestionnaires de risques, des opérateurs de marché, des hauts responsables ou des actionnaires différaient. Le secteur a déjà produit diverses recommandations. Il faut prendre appui sur celles-ci. Il ne fait aucun doute que la gouvernance d'entreprise et les dispositifs d'indemnisation doivent désormais faire partie de la liste des contrôles effectués par les autorités de supervision.

Par ailleurs, les incitations des acteurs du secteur privé et celles du secteur public étaient également

⁴ Cf. Adrian et Brunnermeier (2008) et Brunnermeier et al. (2009)

⁵ Cf. Haldane (2009), Allen et Babus (2008)

⁶ Cf. Wellink (2009)

en contradiction. Cela est naturel en période d'expansion. Il est plus difficile pour les autorités de régulation et de surveillance de limiter la prise de risque lorsque les menaces pesant apparemment sur la stabilité financière ne sont pas claires et que la concurrence est vive. Les notions de maximisation du profit et d'égalité de traitement font naturellement obstacle à la prudence et à la prévention des risques.

Enfin, les motivations des différentes autorités publiques ne convergeaient pas non plus totalement. Cela s'est vérifié notamment entre les différents pays et au sein des forums internationaux. La robustesse des cadres existant en matière de résolution des difficultés des établissements financiers a été mise à l'épreuve. La mondialisation et l'interconnexion financières nécessitent des canaux de coopération robustes à l'échelle internationale. La responsabilité de la régulation incombe avant tout aux autorités de régulation nationales, qui constituent la première ligne de défense face à l'instabilité du marché ; cependant, les mesures destinées à prévenir et à résoudre les crises doivent être mondiales. En Europe, une avancée vers une architecture financière renforcée est clairement nécessaire. Sur le plan international, une meilleure coordination des instances de normalisation est également nécessaire pour veiller à ce que l'ensemble des normes pertinentes tiennent véritablement compte des préoccupations liées à la stabilité financière. Cela est particulièrement vrai pour les règles comptables, qui se sont révélées ne pas être neutres et avoir un impact considérable sur les dynamiques de marché.

La crise met également en lumière ce qui arrive lorsque les comportements financiers deviennent trop homogènes. Dans une certaine mesure, l'évolution rapide de la finance structurée et des actifs titrisés complexes, et la chute qui s'en est suivie, présentent certaines caractéristiques communes avec le cycle d'innovation classique, notamment l'effet de concentration. Une innovation financière, la titrisation par exemple, a déclenché ultérieurement une vague d'innovations connexes (*collateralised debt obligations d'asset-backed securities* – CDO d'ABS ou de CDO, voire de CDO de CDO). Puis, une fois que l'innovation s'est révélée être rentable, de plus en plus d'investisseurs ont souhaité accéder à cette activité, un nombre croissant d'entre eux ne présentant pas une sophistication suffisante pour

gérer de façon appropriée ces produits. La régulation a contribué à promouvoir de plus en plus des modèles d'activité clairement convergents, voire homogènes. Les règles de comptabilisation des bénéfices et la consommation de capital liée à certaines stratégies d'investissement ont effectivement joué un rôle. La nécessité pour la régulation financière de préserver la diversité au sein du système financier demeure une question fondamentale.

2| QUELLE RÉGULATION POUR L'AVENIR ?

La crise a mis en évidence la nécessité d'une meilleure régulation. Le libre jeu de la discipline de marché n'a pas fonctionné comme espéré. De même, les événements des derniers mois ont montré que, lorsqu'elles mettent en balance les préoccupations liées au risque systémique et celles concernant l'aléa moral, les autorités publiques tendent à accorder la priorité aux premières. D'importants fonds publics ont été à juste titre consacrés à la stabilisation des institutions financières. Ces interventions publiques destinées à prévenir les défaillances systémiques doivent avoir des contreparties, que ce soit sous la forme d'une surveillance renforcée/élargie des institutions ou d'un éventail plus large de contraintes réglementaires.

Pour l'avenir, trois points importants méritent une attention particulière : Comment concevoir un cadre qui limite la procyclicité des systèmes financiers ? Comment renforcer la résistance aux chocs des infrastructures et des institutions financières ? Comment trouver le juste équilibre entre règles et mesures discrétionnaires en matière de régulation ?

2|1 Nécessité de mettre en œuvre une approche macroprudentielle

La possibilité d'une amplification des cycles économiques par la réglementation (comptable, prudentielle ou de marché) est désormais un sujet de préoccupation largement partagé. Le dispositif de Bâle II, qui apporte une amélioration majeure en matière de limitation de l'arbitrage

réglementaire et de mesure des risques, présente certaines caractéristiques procycliques. Il est possible de les atténuer et le Comité de Bâle s'y emploie. La modification de certains paramètres à l'aide de moyennes de cycles rendrait les mesures du risque moins cycliques. De plus, le dispositif de Bâle II pourrait être complété par des mesures contracycliques permettant de constituer, en période favorable, des volants de liquidité pouvant être utilisés en période de crise. Dans le même esprit, les règles comptables devraient mieux prendre en compte la nécessité de provisionner tout au long du cycle et de développer une vision à plus long terme en limitant l'utilisation de la juste valeur.

Toutefois, ces ajustements ne constituent qu'un premier pas vers le traitement des causes premières des risques pesant sur la stabilité financière. Il est nécessaire de mettre en œuvre des réformes de plus grande envergure pour prévenir l'augmentation parallèle et dangereuse du levier d'endettement et du risque de transformation, qui sont deux facteurs essentiels à l'origine de la procyclicité et de son syndrome, les bulles de prix d'actifs. Parallèlement, il est nécessaire d'étendre le champ de la régulation pour englober tous les acteurs, les produits et les marchés.

Dans ce contexte, il convient de créer un cadre macroprudentiel complétant la perspective microprudentielle et atténuant ses externalités négatives potentielles au niveau du système financier. Le suivi des risques systémiques pour limiter les effets de contagion permettrait de répondre à deux objectifs. Le premier est d'alerter les autorités et le secteur financier en cas d'apparition de déséquilibres entre institutions et entre marchés. Le deuxième consiste à évaluer les conséquences sur la stabilité financière de la faillite d'une institution spécifique. À cette fin, il n'est pas certain qu'une définition explicite des entités d'importance systémique, reposant sur des critères prédéfinis, soit strictement nécessaire ni même opportune. Un cadre macroprudentiel devrait plutôt permettre aux autorités politiques d'être informées des implications du sauvetage (ou d'une absence de sauvetage) d'un établissement donné. Des efforts considérables devront être déployés pour développer des outils appropriés, assez souples pour s'adapter aux circonstances particulières, et pour collecter des données suffisamment exhaustives et

pertinentes pour porter de tels jugements. Le Conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Council*) proposé par le rapport Larosière et le Conseil de Stabilité financière (*Financial Stability Board*) constituent des illustrations concrètes et opportunes de ce besoin.

2|2 Un suivi particulier des acteurs et des marchés systémiques

Dans cette crise, un des facteurs essentiels d'instabilité a été l'incertitude associée au fonctionnement de certains marchés financiers. Les conséquences de la faillite de Lehman Brothers ont montré que la stabilité financière mondiale est menacée quand des marchés de capitaux spécifiques n'ont pas la capacité d'absorption des chocs susceptible d'être fournie par une contrepartie centrale⁷. Ce type de contrepartie permet au système de surmonter la faillite de participants importants et son rôle est comparable à celui d'un assureur. Il est donc nécessaire de mettre en place une telle institution pour le marché des CDS. Je suis heureux de noter que des efforts en ce sens sont bien engagés, aux États-Unis comme en Europe.

Plus généralement, certaines des propositions visant à renforcer les politiques de stabilité financière suggèrent de s'appuyer sur une logique comparable. Plusieurs plaident pour l'application d'un système d'assurance⁸ pour le capital ou la liquidité. D'une certaine manière, ces propositions considèrent que lors d'une crise financière majeure, il est très probable que les autorités prendront des mesures pour soutenir les fonds propres ou procéderont à des injections de liquidité. Elles partent du principe que les pénuries de fonds propres ou de liquidité sont des externalités négatives liées aux pratiques en matière de gestion du risque, de la liquidité et des fonds propres au niveau de certaines entreprises. Dans cette perspective, une prime d'assurance constituerait une taxe, c'est-à-dire un coût explicite représentant pour chaque entreprise, sa contribution marginale au risque systémique. Dans un tel système, le régulateur pourrait se fonder non pas sur les risques portés par chaque institution, mais sur les risques que cette dernière fait porter à l'ensemble du système financier.

⁷ Cf. Banziger (2009)

⁸ Cf. Kashyap et al. (2008), Perotti et Suarez (2009), et Acharya et al. (2009)

Une des leçons de cette crise est certainement la nécessité d'examiner si des activités spécifiques ou des entités spécifiques (d'importance systémique) devraient être réglementées différemment ou de manière additionnelle à la réglementation prudentielle « classique ». Je crois cette voie plus prometteuse que celle prônée par certains économistes et qui consisterait à revenir en quelque sorte à un système de séparation de *Glass-Steagall Act* où les activités bancaires classiques (intermédiation) seraient séparées des activités de banque de financement et d'investissement. Au contraire, le système de banque universelle a montré sa résilience pendant la crise.

2|3 Observation de règles et exercice d'un pouvoir discrétionnaire

La mise en œuvre des politiques macroprudentielles et microprudentielles doit faire face à des problèmes d'incitation.

Pour surmonter ces difficultés et agir efficacement, les autorités chargées de la surveillance prudentielle et de la mise en œuvre de mesures appropriées doivent être indépendantes, crédibles et transparentes. En ce qui concerne la surveillance macroprudentielle, c'est la banque centrale, parmi toutes les institutions existantes, qui répond le mieux à cette description. Telle est la conclusion qui se dégage du rapport Larosière, qui propose un programme de réformes innovant et pragmatique des dispositifs de surveillance en Europe.

Au-delà, il faut que les autorités trouvent un juste équilibre entre l'observation de règles d'action prédéterminées et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire en vue de prévenir et de gérer l'instabilité financière au niveau de l'entreprise ou du système. Le cadre de « prompte action corrective » (*prompt corrective action* – PCA) appliqué aux États-Unis s'oriente vers un dispositif de surveillance des banques reposant sur l'observation de règles⁹. Il reste à examiner si une approche similaire pourrait être reproduite pour l'ensemble du système financier. À un niveau très abstrait, on pourrait penser qu'un dispositif de surveillance macroprudentielle devrait comporter deux strates. L'une s'appuierait sur la réglementation existante au niveau microprudentiel et viserait à limiter la cyclicité des activités financières. Elle pourrait comporter des aspects automatiques, comme une forme de provisionnement dynamique ou des pertes attendues pour les activités du portefeuille bancaire et une réserve de valorisation pour les actifs du portefeuille de négociation. D'autres aspects pourraient s'appuyer davantage sur une approche dite de « Pilier 2 » comme dans le dispositif de Bâle II. La deuxième strate de mesures pourrait ne pas être (et, probablement, ne devrait pas être) automatique ou obligatoire pour les entités financières. Comme la politique monétaire, les politiques macroprudentielles doivent faire face à l'incertitude et associer savoir-faire et théorie. Pour l'une comme pour l'autre, la crédibilité tient à l'assignation d'un objectif clair aux autorités responsables. Toutefois, dans les deux cas, la mise en place de règles excessivement strictes ou contraignantes pour la conduite de la politique au quotidien comporterait des coûts importants.

La crise nous rappelle qu'après une phase d'expansion, un événement dont ni l'ampleur ni la durée ne sont inhabituelles, par exemple l'augmentation des défauts de paiement sur les crédits hypothécaires aux États-Unis (subprime), peut provoquer une réaction financière brutale. En effet, les caractéristiques structurelles des systèmes financiers évoluent en période d'expansion prolongée. Au fil de ces évolutions, "le domaine de stabilité du système"¹⁰ se restreint.

Réglementer un système financier en évolution constitue un défi. La réussite de la régulation financière qui émergera après la crise actuelle tiendra à la réalisation de trois objectifs. Il lui faudra établir des incitations appropriées pour les intermédiaires financiers privés comme pour les autorités publiques. Elle devra être d'une portée et d'une flexibilité suffisantes pour englober toutes les sources de risques et les réglementer en fonction des besoins¹¹. Par dessus tout, elle devra adopter une approche à l'échelle du système pour la stabilité financière, ce qui signifie qu'il est nécessaire de compléter l'approche microprudentielle par une perspective macroprudentielle incluant éventuellement le traitement spécifique d'entités particulières.

⁹ Cf. Bair (2009)

¹⁰ Cf. Minsky (1982)

¹¹ Cf. G 20 (2009)

BIBLIOGRAPHIE

Acharya (V.), Pedersen (L. H.), Philippon (T.) et Richardson (M.) (2009)

"Regulating systemic risk, in 'restoring financial stability'", Acharya and Richardson Eds, Wiley

Adrian (T.) et Brunnermeier (M. K.) (2008)

"CoVar", Federal Reserve Bank of New York Staff Report 348

Allen (F.) et Babus (A.) (2008)

"Networks in finance", Wharton Financial Institutions Center Working Paper n° 08-07

Bair (S.) (2009)

« Gérer la transition vers un système financier plus sûr », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

Banziger (H.) (2009)

« Réforme de l'architecture financière globale : un nouveau contrat social entre la société et la finance », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

Borio (C.) (2009)

« L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

Brunnermeier (M. K.), Crockett (A.), Goodhart (C.), Persaud (A.) et Shin (H. S.) (2009)

"The fundamental principles of financial regulation", Rapport de Genève

Danielsson (J.) (2009)

« Réflexions sur l'efficacité de la régulation financière », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

Haldane (A.) (2009)

"Rethinking financial networks", Discours prononcé à la Financial Student Association, Amsterdam, 28 avril

Financial Services Authority (2009)

"The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis"

Forum de Stabilité financière (2008)

"Report on enhancing market and institutional resilience"

G 20 (2009)

Communiqué du 2 avril

G 20 (2009)

Working group 1 : "Enhancing sound regulation and strengthening transparency" and Working group 2 : "Reinforcing international cooperation and promoting integrity in financial markets"

G 30 (2009)

"Financial reform. A framework for financial stability", Washington DC

Kashyap (A.) et Banque de France (2009)

« L'avenir de la régulation financière : échange de vues », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

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

"Rethinking capital regulation", projet de conférence préparé pour le symposium de la Banque fédérale de réserve de Kansas City sur le maintien de la stabilité dans un système financier en évolution (*Maintaining stability in a changing financial system*), Jackson Hole, Wyoming, 21-23 août

Larosière (J. de) (2009)

"The high-level group report on financial supervision in the EU"

Mandelbrot (B.) et Hudson (R.) (2004)

"The (mis)behavior of markets. A fractal view of financial turbulence", Basic Books

Minsky (H.) (1982)

"Financial instability revisited, in 'Can it happen again?', M.E. Sharpe

Pauget (G.) (2009)

« Régulation-supervision : quelles perspectives pour vérifier l'après-crise ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre

Perotti (E.) et Suarez (J.) (2009)

"Liquidity insurance for systemic crises", CEPR, *Policy Insight 3*

Schumpeter (J.) (1934)

"The theory of economic development", réimpression par Transaction Publishers

Wellink (A.) (2009)

« Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13, septembre