

Réforme de l'architecture financière globale : un nouveau contrat social entre la société et la finance

HUGO BANZIGER

*Directeur de la Gestion des Risques et membre du Directoire
Deutsche Bank*

La crise mondiale actuelle met à rude épreuve notre système financier, nos économies et nos sociétés. Surmonter les défis actuels nécessitera un nouveau « contrat social » entre la société et la finance. Ce contrat devra comporter une amélioration de la gouvernance d'entreprise, une réforme des exigences de fonds propres, un cadre comptable plus transparent et moins procyclique, une législation bancaire adaptée aux marchés financiers modernes, de meilleures infrastructures ainsi qu'une surveillance renforcée. Compte tenu de la nature mondiale des marchés de capitaux aujourd'hui, cela demandera également une coordination des efforts, voire leur harmonisation à l'échelle internationale afin d'éviter toute nouvelle fragmentation ou toute renationalisation du système financier. Il est indispensable de relever ces défis pour créer un cadre financier propice à une croissance prospère dans les décennies à venir.

1 | LES LEÇONS DU PASSÉ

Il y a 75 ans exactement, une nouvelle administration américaine adoptait une réforme réglementaire de fond des marchés de capitaux américains. Lorsque le président Franklin Delano Roosevelt déclara dans son discours d'investiture, « la seule chose que nous ayons à craindre est la crainte elle-même », il ne donnait pas seulement le ton de la première année de son mandat mais il marquait également le tournant de la crise économique et financière.

Roosevelt avait compris que le retour à la stabilité économique, financière et politique nécessitait une action coordonnée sur plusieurs fronts. Premièrement, le système bancaire devait être stabilisé, conformément aux règles établies dans l'*Emergency Banking Act*. La loi imposait la fermeture des banques insolubles et permettait la réouverture des banques saines après une évaluation approfondie de leur santé financière. Deuxièmement, le Système fédéral de réserve (Fed) a inversé l'orientation de sa politique monétaire en augmentant la base monétaire. Troisièmement, à la demande de l'administration Roosevelt, le Congrès américain a engagé une politique budgétaire expansionniste. Quatrièmement, et plus important encore, l'administration Roosevelt a admis que toutes ces mesures seraient vaines si la confiance dans le système financier n'était pas restaurée. Comme le secteur financier privé avait perdu la crédibilité nécessaire pour rétablir lui-même cette confiance, il n'y avait d'autre alternative que d'entamer une action politique.

Les efforts pour restaurer la confiance avaient en fait débuté dès l'année précédente, par un examen approfondi des causes de l'effondrement boursier de 1929. Les auditions, qui ont révélé des pratiques de marché abusives, ont préparé l'adoption de la loi sur les valeurs mobilières de 1933 (*Securities Act*). La loi de 1934 (*Securities Exchange Act*), à l'origine de la création de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), a permis de restaurer la confiance du marché en fournissant aux investisseurs et aux places financières des informations plus fiables et des règles claires pour une négociation transparente et juste des titres. De même, le *Banking Act* de juin 1933, adopté sous l'impulsion des sénateurs Glass et Steagall n'a pas seulement ancré la séparation entre les métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement mais a également créé le Système fédéral de garantie des dépôts bancaires

(*Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC) afin de restaurer la confiance des déposants dans le système bancaire. La structure institutionnelle de supervision a également changé, la Fed assumant pour la première fois des pouvoirs de supervision. Ainsi, le *Banking Act* constituait, pour l'essentiel, le renforcement institutionnel des mesures prises par Roosevelt dès le début de son mandat en mars 1933. L'héritage institutionnel de l'administration Roosevelt a façonné les marchés financiers américains pour des décennies et mis en place les fondements d'une croissance solide après la seconde guerre mondiale.

2 | RESTAURER LA CONFIANCE ET RÉTABLIR LES FLUX DE CAPITAUX PRIVÉS

Pourquoi cette incursion dans l'histoire économique ? Essentiellement parce qu'elle démontre que la confiance est d'une importance primordiale pour restaurer la stabilité du système financier et des institutions financières. La stabilisation des banques, l'assouplissement de la politique monétaire et l'utilisation de l'argent public sont des éléments nécessaires pour surmonter une crise bancaire systémique. Mais ils ne sont pas suffisants. Les réformes de Roosevelt ont instauré un nouveau « contrat social » entre la société et les banquiers. Les banques en tant qu'institutions privées ont été autorisées à gérer l'argent et le patrimoine des citoyens à condition qu'elles acceptent de se soumettre à la surveillance et à la supervision de l'État. Ce nouveau « contrat social » a rétabli la confiance nécessaire pour que les dépôts retrouvent le chemin des banques et que les investisseurs recommencent à acheter des actions.

Aujourd'hui, le défi que nous devons relever n'est pas très différent. Un bref aperçu de l'ampleur du problème le montre. Si, comme certains le craignent, les pertes du système financier résultant de la crise actuelle s'élèvent au final à 4 000 milliards de dollars, ce montant dépasserait nettement la capacité des budgets publics à recapitaliser le système bancaire. En d'autres termes, pour stabiliser le système financier, il faut retrouver un niveau de confiance qui permette le retour des capitaux privés dans le système financier. Ce n'est que si ceux qui détiennent plus de 100 000 milliards de dollars d'actifs financiers dans le

monde acceptent de nouveau de prendre des risques (au lieu de conserver des liquidités ou d'investir dans des titres publics) que les flux financiers seront normalisés et que la stabilité sera restaurée.

Telle est la philosophie qui, je le crois, sous-tend les dernières mesures américaines prises pour traiter les actifs illiquides et difficiles à valoriser contenus dans les bilans des banques américaines. Étant donné que l'État à lui seul ne peut racheter tous ces actifs, il paraît logique de renforcer l'action des fonds publics par des fonds privés pour résoudre ce problème.

Toutefois, tirer des enseignements de la Grande crise ne signifie pas que nous devons reproduire aveuglément la législation des années trente. À mon sens, ce serait une erreur de rétablir la séparation entre banque d'investissement et banque de dépôt – même si certains observateurs (tels que le prix Nobel Edmund Phelps) proposent actuellement de le faire. En effet, les banques d'investissement indépendantes ont été les premières victimes de cette crise. Ce ne sont pas les banques d'investissement en elles-mêmes qui ont été à l'origine des turbulences financières actuelles. Le monde a besoin de leur capacité d'émission de titres et d'actions ainsi que de leur expertise dans les opérations sur les instruments financiers. La crise a été causée par d'importantes prises de positions pour compte propre, des arbitrages réglementaires, d'importants décalages d'échéances en matière de financement et un échec complet de la gouvernance d'entreprise dans plusieurs banques.

Par conséquent, les appels au retour à une séparation des activités du système bancaire ou à l'introduction d'un système de *narrow banking* (restrictions du domaine de compétences des banques) ne sont pas recevables. Ces concepts créeraient des pertes de richesse significatives sans résoudre les causes sous-jacentes de la crise. De même, transformer le secteur bancaire en un service collectif (*utilities*) – soumis à une régulation stricte et au respect de plafonds en matière de produits et de valorisation – entraînerait une renationalisation des marchés bancaires, et anéantirait des décennies d'avancées en matière d'efficacité et d'intégration des marchés. Aussi, dans notre recherche de structures plus stables et plus résistantes pour les marchés

financiers globaux, devons-nous non seulement trouver des solutions adaptées aux réalités de notre époque, mais également rétablir le contrat social qui a été rompu par le secteur financier au cours des deux dernières années.

3 | LES EFFORTS POUR REDÉFINIR LE CADRE RÉGLEMENTAIRE PEUVENT S'APPUYER SUR DES BASES SOLIDES

Fort heureusement, les projets ne manquent pas pour réformer le système financier international. Plusieurs rapports ont été publiés par des institutions publiques au cours des derniers mois ¹. Ils fournissent un large éventail de mesures considérées comme appropriées pour prévenir la réapparition de tels problèmes à l'avenir. Le secteur privé accueille favorablement et soutient pour l'essentiel les recommandations présentées dans ces rapports. Ces mesures sont de nature à rétablir la confiance et le fonctionnement des marchés. Dans le même temps, le secteur privé a lui aussi présenté un grand nombre de propositions ².

Fait intéressant et très positif, ces rapports se recoupent en partie et un large consensus existe entre les autorités publiques et le secteur privé sur les domaines où des changements sont nécessaires. Tous les rapports reconnaissent la nécessité de réformes dans les domaines de la gestion du risque et de la liquidité, de la transparence, des infrastructures de marché, des exigences en fonds propres et des rémunérations. Cela reflète non seulement un large consensus sur les causes de la crise, mais représente aussi le fruit des efforts réalisés ces dernières années pour intensifier le dialogue entre le secteur privé et les régulateurs. À partir de ce dialogue, un large consensus s'est formé autour d'une approche de la régulation reposant sur les fondements d'une supervision ancrée sur les risques et sur les principes.

¹ Les documents les plus importants sont le plan d'action publié par le Forum de Stabilité financière (avril 2008), le communiqué du G 20 (novembre 2008), le rapport Larosière (mars 2009) et le rapport Turner (avril 2009).

² Notamment, le rapport du Comité de l'Institute of International Finance sur les bonnes pratiques du marché (juillet 2008), le troisième rapport du Groupe de gestion du risque de contrepartie (août 2008) ainsi que le rapport du G 30 (janvier 2009).

4 | LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET LA GESTION DU RISQUE DES BANQUES DOIVENT ÊTRE AMÉLIORÉS

Les structures de la gouvernance interne et la gestion du risque des banques sont, à juste titre, au cœur des recommandations énumérées dans les rapports mentionnés ci-dessus. La crise a révélé la nécessité de réaliser des améliorations dans ces domaines, notamment l'indépendance de la gestion du risque dans tous les domaines d'activité de la banque et l'accroissement des responsabilités des directeurs. Ces derniers doivent décider de l'appétence pour le risque, qui doit se fonder sur la tolérance de l'entreprise en matière de pertes et ils doivent être impliqués dans le suivi continu des positions risquées. Cela implique que le processus de sélection des dirigeants (*senior managers*) soit plus rigoureux et que ceux-ci disposent d'informations régulières et transparentes sur les positions risquées de leur banque.

Cela n'est possible que si les banques disposent de systèmes informatiques robustes permettant une agrégation des positions de risque en temps réel et à l'échelle du groupe. À la Deutsche Bank, par exemple, l'infrastructure informatique que nous avons mise en place ces dernières années (y compris une source d'information pour l'ensemble des positions et des paramètres de risque) s'est avérée extrêmement précieuse lors de la crise actuelle, car elle nous a permis d'agréger, de rendre compte et de gérer en permanence nos positions. L'ensemble du secteur a besoin de systèmes informatiques beaucoup plus performants, incluant, à l'échelle de l'entreprise, des entrepôts de données de dimension mondiale permettant d'appréhender tous les risques. L'exactitude et l'exhaustivité des données doivent être vérifiées ; les modèles de risque et les simulations de crises doivent tous être régulièrement contrôlés *ex post*. Les banques doivent également investir dans leurs systèmes de simulation de crises (*stress tests*) : ces simulations doivent être systématiques et standardisées et doivent intégrer tous les tests, comme c'est déjà le cas dans les calculs de capital économique.

La nécessité de procéder à des simulations de crise en continu et de meilleure qualité s'applique également à la gestion de la liquidité, dont les

scénarios de crise sont apparus insuffisamment sévères. Une amélioration des *stress tests* permettra de limiter les déficiences en matière de gestion de liquidité dans de nombreuses banques : la crise a également mis en évidence la nécessité de constituer des réserves stratégiques de liquidité. Ces réserves doivent couvrir les besoins de financement inscrits au bilan comme au hors-bilan pour une durée de deux mois au minimum. C'est ainsi que, depuis le début de la crise, la Deutsche Bank a accompli des efforts importants en vue de constituer de façon systématique une réserve stratégique de liquidité. À fin 2008, cette réserve s'élevait à plus de 57 milliards d'euros, ce qui couvre globalement l'ensemble des engagements à court terme.

Cependant, l'amélioration de la gouvernance et de la gestion des risques ne dépend pas seulement de l'infrastructure technique et de l'optimisation des processus. Une bonne gestion des risques n'est possible qu'avec un personnel expérimenté et bien formé ce qui, je pense, est une autre leçon importante à tirer de la crise actuelle. Outre une parfaite compréhension des risques qu'il prend et qu'il gère, le personnel doit également bien connaître les règles comptables et la réglementation. Il est par conséquent nécessaire d'envisager des programmes de formation obligatoires pour tous les responsables de la gestion des risques. À la Deutsche Bank, nous avons mis en place à cet effet, entre autres initiatives, un programme de formation complet comprenant des séminaires de comptabilité pour tous les gestionnaires de risque. Il est également fondamental de faciliter les mutations des salariés, entre le *front office* et le *back office*. Cela doit aller de pair avec une harmonisation des niveaux de rémunération entre ces deux types d'activité.

L'exigence d'une réforme des politiques de rémunération du secteur financier a déjà été largement débattue. Comme l'a souligné récemment l'*Institute of International Finance (IIF Principles)*, la rémunération doit être guidée par les performances et rester cohérente sur le long terme avec les intérêts des actionnaires, prenant en compte les risques induits tout en offrant des possibilités de rattrapage et restant transparente pour l'ensemble des parties prenantes afin d'éviter les prises de risques excessives.

Il convient également de réfléchir à la mise en œuvre de ces propositions dans les institutions financières et à leur suivi ultérieur. Une solution

serait peut-être que le processus d'évaluation interne en matière d'adéquation des fonds propres (ou *Internal Capital Adequacy Assessment Process*, ICAAP) certifie formellement tous les processus de gestion des risques. Étant donné l'importance des banques pour l'ensemble de l'économie, ces certifications se justifieraient tout autant qu'en matière de sécurité des médicaments, alimentaire et nucléaire.

5 | RÉFORMER LES EXIGENCES EN FONDS PROPRES

Outre la gestion des risques, le niveau des fonds propres du secteur bancaire constitue un aspect essentiel du débat. La crise a révélé que les fonds propres de nombreuses banques n'étaient pas proportionnés au niveau de risques. Cela signifie clairement que chaque banque, mais aussi le système financier dans son ensemble, doit détenir des fonds propres plus importants et de meilleure qualité. Les banques doivent également s'assurer qu'elles disposent d'importantes réserves de capital (fonds propres contingents) susceptibles d'être transformées en phase de ralentissement ³.

Il est également nécessaire de modifier le dispositif d'adéquation des fonds propres applicable au risque de marché. À la Deutsche Bank, nous disposons pour ces risques de quatre à cinq fois plus de capital économique que de fonds propres réglementaires. L'insuffisance des fonds propres est pénalisante lors d'une crise, mais elle l'est encore plus en période favorable car elle rend possible des prises de risques excessives. Les propositions du Comité de Bâle (*Basel Committee for Banking Supervision*) d'augmenter de façon substantielle les fonds propres requis pour la vente et la négociation vont dans la bonne direction. Elles éviteront également l'arbitrage des fonds propres entre le portefeuille de négociation et le portefeuille bancaire, car elles se traduiraient par des exigences en fonds propres accrues pour les activités de titrisation et pour le risque de crédit au sein des portefeuilles de négociation. J'estime que ces ajustements sont tout à fait appropriés.

Au cours des derniers mois, le concept de ratio de levier minimum a suscité un intérêt accru. Même

s'il n'est qu'un instrument rudimentaire de mesure des risques, il peut inciter les banques à être plus attentives à la croissance de leurs bilans. Si cette exigence minimale avait existé avant le début de la crise, les défaillances des banques suscitées en partie par la taille même du bilan auraient pu être évitées.

6 | REMÉDIER À LA PROCYCLICITÉ

Étant donné la nature intrinsèquement cyclique des marchés financiers, il est nécessaire de résoudre une question conceptuelle fondamentale : celle de la procyclicité qui résulte mécaniquement de tout dispositif d'encadrement des fonds propres, sensible aux risques. La mesure de la sensibilité au risque constitue un bon outil de contrôle des risques au niveau de chaque banque, mais elle entraîne, si elle est mal conçue, des conséquences systémiques indésirables, notamment lorsque toutes les institutions soumises à ces règles cherchent simultanément à lever des fonds propres, à réduire leurs actifs risqués pondérés et à dénouer les positions du portefeuille de négociation.

Le dispositif réglementaire actuel comporte quatre importants éléments procycliques :

- pour le risque de marché, les exigences en fonds propres fondées sur le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk*, VaR) ;
- pour le risque de crédit, les exigences en fonds propres fondées sur la notation (Bâle II) ;
- la comptabilisation à la juste valeur des produits illiquides, selon les normes GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* (États-Unis) et IFRS – *International Financial Reporting Standards* ;
- les réserves obligatoires à caractère procyclique, selon les normes GAAP (États-Unis) et IFRS.

L'interaction de ces quatre composantes a largement contribué à la spirale baissière du prix des actifs que nous avons connue depuis le début de la crise. Même si la correction de ces dysfonctionnements nécessite un travail plus approfondi, ces questions sont relativement simples à traiter sur le plan conceptuel.

³ *Fonds propres conditionnels = dette bancaire senior assortie d'une option de conversion en dette subordonnée*

6|1 Les exigences en fonds propres fondées sur la VaR pour les risques de marché

Au lieu de considérer la moyenne des 250 derniers jours ouvrés, ce qui rend la VaR volatile et sous-estime le risque après de longues périodes de conditions de marché favorables, la VaR pourrait être calibrée d'après les variations de prix les plus extrêmes sur les vingt dernières années, par exemple.

6|2 Les exigences en fonds propres fondées sur la notation

De la même façon, au lieu de calibrer la charge du risque de crédit, au sens de Bâle II, d'après la moyenne des données relatives au crédit des cinq dernières années, elle pourrait être calculée à partir des taux de défaut et de recouvrement des trois dernières récessions.

6|3 La comptabilisation en juste valeur des produits illiquides

Si le traitement comptable de la détention d'actifs était fondé sur la « capacité à détenir » plutôt que sur « l'intention de détenir », les portefeuilles d'investissement ne pourraient plus être détenus dans les portefeuilles de négociation et devraient être financés jusqu'à l'échéance finale. Ainsi non seulement les décalages d'échéances seraient limités, mais la contrainte de vendre sous pression serait également atténuée en cas de pénurie du financement à court terme.

6|4 Les réserves obligatoires procycliques

Les réserves obligatoires actuelles, fondées sur des événements observables, pourraient être remplacées par un provisionnement dynamique fondé sur des événements attendus ; ces réserves dynamiques devraient également être déductibles des impôts.

À l'heure actuelle, seuls la VaR fondée sur les simulations de crise et le provisionnement dynamique du crédit font l'objet de discussions de la part des autorités de régulation et de surveillance. Un important travail reste à accomplir pour traiter tous les facteurs procycliques dans notre système comptable et réglementaire. Il est clair que des instruments tels que le provisionnement dynamique devraient s'accompagner d'exigences strictes en matière de diffusion des informations afin d'éviter qu'ils soient utilisés pour manipuler les états financiers. Enfin et surtout, même si tous les problèmes ci-dessus sont traités de façon simultanée, le système financier demeurera cyclique. Afin d'atténuer les cycles, il est nécessaire d'adopter une politique monétaire plus orientée sur la stabilité en vue de limiter la formation de déséquilibres financiers et de bulles d'actifs.

7| ÉTABLIR UNE SURVEILLANCE MACROPRUDENTIELLE

Pour répondre aux préoccupations relatives à la procyclicité lors de la conception des systèmes de régulation et de gestion du risque, il convient d'assurer un suivi méthodique et exhaustif du risque systémique. Au cours des dernières années, la surveillance financière a porté essentiellement sur la surveillance microprudentielle, relative à la santé de chaque institution financière, mais elle a négligé l'aspect de la surveillance macroprudentielle, c'est-à-dire le suivi de la santé du système financier dans son ensemble et l'identification des menaces pesant sur la stabilité financière.

Enfin et surtout, les menaces pesant sur la stabilité financière mondiale, qui ne pouvaient manquer de résulter de l'accumulation d'importants déséquilibres macroéconomiques et financiers, ont été perçues et largement commentées, mais n'ont entraîné aucune mesure concrète visant à réduire ces déséquilibres.

Il existe maintenant un large consensus pour reconnaître que la surveillance macroprudentielle doit jouer un rôle plus important dans la mise en place des systèmes de surveillance financière. De fait, aux États-Unis comme dans l'Union européenne, des propositions ont été formulées en vue d'établir

des « autorités de régulation du risque systémique ». Aux États-Unis, de nombreux spécialistes estiment que la Fed devrait jouer ce rôle. Au sein de l'Union européenne, le rapport du groupe Larosière propose la création d'un Conseil européen de surveillance du risque systémique (*European Systemic Risk Council, ESRC*) placé sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE).

La crise actuelle a montré que, dans un marché mondialement intégré, l'instabilité financière se propage rapidement d'un marché à l'autre. Il est par conséquent nécessaire de compléter les nouvelles structures de surveillance macroprudentielles aux États-Unis et en Union européenne par des structures de coordination appropriées au niveau international. Le Conseil de Stabilité financière (*Financial Stability Board*) est l'instance naturelle pour remplir ces fonctions.

8 | AFFINER LA SURVEILLANCE MICROPRUDENTIELLE

Il est indéniablement nécessaire de mettre en place une surveillance macroprudentielle, mais celle-ci sera efficace uniquement si elle se traduit par des mesures concrètes aux niveaux politique et microprudentiel.

Premièrement, la surveillance doit revêtir un caractère global et concerner l'ensemble des intervenants et des infrastructures de marché. Les intervenants de marché qui n'étaient pas régulés auparavant, tels que les émetteurs de papier commercial adossés à des actifs (*asset-backed commercial paper – ABCP*), les véhicules d'investissement structurés (*structured investment vehicles – SIV*), les fonds monétaires, les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les fonds de capital investissement (*private equity*), les émetteurs de prêts hypothécaires et les sociétés de financement doivent être intégrés au système régulé.

Deuxièmement, la surveillance doit être pondérée en fonction des risques. Elle doit suivre une approche fondée sur les risques, dans laquelle les ressources en matière de surveillance, qui sont une denrée rare, sont concentrées sur les risques les plus importants. Cela signifie que les grandes institutions financières, telles que la Deutsche Bank, doivent faire l'objet

d'une surveillance plus intensive que les intervenants de plus petite taille. Nous sommes favorables à ce renforcement de la surveillance car nous avons tout intérêt à ce que les autres intervenants d'importance systémique fassent l'objet d'un contrôle approprié.

À l'autre extrémité, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) qui, contrairement à un sentiment général, ne sont pas à l'origine de la crise, pourraient faire l'objet d'une régulation allégée. La FSA (*Financial Services Authority*) a adopté une approche très raisonnable, recommandée à juste titre par le rapport Larosière, qui consiste à exiger l'enregistrement des gestionnaires de fonds spéculatifs, à leur imposer des obligations en matière d'information et à soumettre leurs liens avec les *prime brokers* à une surveillance intensive.

Troisièmement, la surveillance microprudentielle ne peut être efficace que si les régulateurs disposent des bons outils pour sa mise en œuvre. Ces outils doivent être raisonnablement différenciés et inciter les institutions financières à respecter automatiquement les règles et la réglementation. Par exemple, la correction volontaire d'un manquement à une obligation, identifié et notifié par l'institution elle-même, doit être récompensée, alors que les manquements non signalés doivent être sanctionnés. Cette gamme d'outils permettrait aux banques de développer une culture d'auto-régulation, plus efficace qu'un simple système de vérifications et de contrôles.

Quatrièmement, la prudence en matière de surveillance microprudentielle requiert également une approche coordonnée et de meilleurs échanges d'informations entre superviseurs (collèges). Là encore, le rapport Larosière va dans le bon sens en proposant la création d'un système européen de surveillance financière (*European System of Financial Supervision – ESFS*).

9 | RENFORCER LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Le renforcement des infrastructures de marché est un autre élément susceptible d'accroître la résilience des systèmes financiers mondiaux. L'enjeu n'est pas seulement l'amélioration de l'efficacité, mais de la stabilité financière elle-même. L'infrastructure

financière pour le règlement et la compensation des paiements, des titres et des dérivés doit être capable d'absorber les chocs. Elle doit permettre au système de faire face à la défaillance des principaux intervenants de marché. Malheureusement, cependant, la plupart de nos infrastructures de marché datent de l'époque où les marchés étaient fragmentés au niveau national, peu sophistiqués et où ils traitaient de faibles volumes. Ces structures ne sont, à l'évidence, plus adaptées.

Heureusement, nous ne partons pas de zéro. De grands progrès ont déjà été accomplis dans ce domaine en ce qui concerne la compensation des *credit default swaps* (CDS). L'initiative en revient à la Fed de New York, mais la mise en œuvre résulte des efforts du secteur privé, auxquels la Deutsche Bank a largement contribué.

Des efforts comparables seraient utiles sur d'autres segments de marché, tels que les activités de change (*FX trading*) et les services de paiement. En effet, on peut faire valoir la nécessité pour ces infrastructures clés d'être structurées de manière à être préservées des difficultés qu'un seul intervenant de marché pourrait rencontrer, en particulier lorsqu'il est d'importance systémique. À cet effet, les systèmes conçus sur le modèle des structures de contrepartie centrale sont utiles. En outre, isoler la défaillance des structures en réseau des intervenants de marché peut servir le même objectif. Cela ne signifie pas pour autant qu'il faille gérer ces infrastructures comme des services publics, mais plutôt qu'elles doivent être organisées de manière à éviter que les infrastructures vitales et partagées du système financier ne subissent les retombées négatives des événements affectant d'autres segments de marché avec lesquels elles n'ont pas de lien. Dans de nombreuses sociétés, les réseaux ferroviaires ou les réseaux d'électricité sont déjà gérés ainsi.

Bien que cet aspect soit souvent négligé, la nécessité d'améliorer l'infrastructure des marchés de capitaux s'étend au-delà des réseaux de compensation, de règlement et de paiement : la crise financière a

montré que les infrastructures de marché pour la négociation et la valorisation d'instruments financiers complexes n'ont pas suivi le rythme des évolutions du marché. Des produits structurés innovants ont été introduits alors que de nombreux intervenants étaient incapables de les valoriser correctement et d'assurer le suivi du risque inhérent à ces instruments. Cette incapacité les a amenés à faire appel à des avis extérieurs, notamment celui des agences de notation, plutôt qu'à se fier à leur propre jugement. Ce faisant, ils ont ignoré la règle simple selon laquelle les notations ne peuvent que compléter leur propre évaluation du risque, et non s'y substituer.

Les marchés sur lesquels se négocient ces produits ne se réactiveront que si les investisseurs reprennent confiance dans leurs décisions d'investissement. Les marchés et leurs intervenants ont besoin de signaux de prix fiables et d'une infrastructure robuste en matière de valorisation. Pour cela, nous devons mettre en commun les informations relatives aux volumes de transactions et aux prix. La transparence s'impose également en ce qui concerne les actifs sous-jacents des produits structurés, afin que les investisseurs et les superviseurs soient en mesure de procéder à leur propre évaluation du risque. Les informations pertinentes devraient être rendues publiques, avec des mises à jour obligatoires. Aujourd'hui, grâce à internet, ces informations pourraient être rapidement disponibles.

Outre une meilleure diffusion de l'information, une normalisation plus poussée est nécessaire. Elle contribuera à réduire la complexité des marchés du crédit structuré et à accroître la transparence et la stabilité. La normalisation favorise également une plus grande liquidité du marché, ce qui augmenterait les chances que l'on puisse disposer de prix de marché même dans un contexte difficile. La comparaison avec le marché des *Pfandbriefe* (*covered bonds*) est instructive : ce segment du marché s'est globalement mieux comporté que celui de la titrisation grâce à la plus grande transparence, liquidité et homogénéité des produits ainsi qu'au recul plus important dont on dispose à leur égard.

Nous sommes encore au cœur d'une crise mondiale qui, de l'avis général, est la plus grave depuis celle des années trente. Elle met à rude épreuve notre système financier, nos économies et nos sociétés.

Pour surmonter cette crise, nous avons besoin d'un nouveau « contrat social » entre la société et la finance. Ce contrat doit être simple et facile à comprendre, il doit fournir des certitudes aux marchés financiers et garantir la sécurité des fonds que nos citoyens placent dans nos institutions financières. Il doit remédier aux causes profondes de la crise actuelle et constituer la base d'une réforme de fond des modalités d'exercice des activités financières.

Ce contrat doit comporter des mesures de grande ampleur, visant notamment : l'amélioration de la gouvernance des banques, le renforcement de la transparence et de la cohérence du cadre comptable ainsi que l'atténuation de sa procyclicité, l'ajustement de la législation bancaire aux réalités des marchés de capitaux modernes, et la mise en place d'une surveillance qui soit à la fois efficace et efficiente. En garantissant la solidité des infrastructures de marché, nous disposerons d'un élément de plus pour absorber les chocs.

Tous ces domaines doivent être abordés simultanément et nous devons rappeler très fermement notre intention de remettre de l'ordre dans les marchés pour le bénéfice de nos concitoyens et des intervenants de marché. Compte tenu de l'envergure mondiale des marchés aujourd'hui, ces efforts doivent être coordonnés, voire harmonisés, à l'échelle internationale afin d'éviter toute nouvelle fragmentation ou renationalisation du système financier.

Tout comme l'administration Roosevelt y est finalement parvenue il y a plus de soixante-dix ans, il ne fait aucun doute que la génération actuelle est capable de développer un nouveau cadre financier propice à une croissance prospère dans les décennies à venir.