



Réparer le système

Après une vague d'initiatives pour réformer une réglementation financière jugée par beaucoup comme cause de la crise mondiale, l'élan réformateur est retombé

*Laura Kodres
et Aditya Narain*

LES CARENANCES de la réglementation financière dans les pays avancés — défauts de conception, pesanteur et manque de cohérence entre institutions, segments de marché voire pays — ont largement contribué à la pire crise économique que le monde ait connue depuis la Grande Dépression.

La réglementation a aussi été jugée trop laxiste, les pouvoirs publics ayant laissé trop de latitude au secteur privé pour réduire le coût de la stricte application des règles. Il n'est donc pas surprenant qu'au début de 2009, les dirigeants du Groupe des 20 pays avancés et émergents (G-20) aient décidé de centrer leurs efforts sur la réglementation financière pour remédier aux types de risques systémiques et vecteurs de contagions (menaçant les établissements, les pays et l'économie réelle) que la crise a fait apparaître.

De profonds changements ont eu lieu depuis 2009 du fait de la pression exercée sur le Conseil de stabilité financière pour coordonner plus efficacement la réglementation financière mondiale, et d'importants réaménagements aux États-Unis et en Europe.

Mais cinq ans après l'apparition des premiers signes de crise sur le marché hypothécaire

américain, il semblerait que l'élan initial se soit essoufflé, en partie du fait de la lassitude des réformateurs et de l'indifférence croissante d'une société davantage préoccupée par les retombées économiques de l'atonie de la croissance et la montée du chômage que par la réglementation financière. Le secteur financier mondial a en outre résisté, calquant sa position sur les études mettant l'accent sur le coût de la surréglementation et les conséquences perverses des réformes réglementaires. Les autorités nationales subissent l'offensive des établissements financiers locaux qui craignent les retombées intérieures des mesures prises dans d'autres pays. Les décideurs redoutent que les gains de la mondialisation financière s'évanouissent à cause de divergences entre certains pays dans la mise en œuvre des réformes. Sur cette toile de fond, nous entendons dans cet article dresser le bilan de ce qui a été accompli et de ce qui reste à faire.

Les progrès

Ce qui a été réalisé jusqu'ici est loin d'être négligeable. Les dirigeants du G-20 se sont impliqués directement dans la réforme financière au cours de cette crise, d'où un élan de réglementation sans précédent. L'architecture internationale a

été renforcée grâce à la mission confiée au Conseil de stabilité financière pour qu'il coordonne les réformes au niveau mondial. Les règles du jeu ont été réécrites au point que l'on peut parler aujourd'hui de «reréglementation».

Une des avancées majeures est l'accord dit de Bâle III, qui vise à améliorer les fonds propres, qualitativement et quantitativement. Il crée en outre un ratio de liquidité (encaisses et titres pouvant être rapidement et facilement convertis) agréé au plan international. Lorsqu'il prendra pleinement effet à la fin de 2017, les banques auront de plus gros volants de liquidités pour faire face aux tensions semblables à celles de 2008, qui ont quasiment stoppé toute activité de prêt entre les banques et fait exploser les coûts de financement. Les nouvelles exigences de fonds propres complémentaires appliquées aux institutions financières dites d'importance systémique sont un début de réponse internatio-

Le système parallèle a fortement contribué à l'offre et à la demande de produits titrisés exotiques et risqués, qui ont provoqué la débâcle financière aux États-Unis. Les titriseurs constituent des fonds de créances (hypothèques, soldes débiteurs de cartes de crédit, prêts automobiles, par exemple) auxquels sont adossés les titres qu'ils vendent aux investisseurs. Le principal et les intérêts des prêts servent à rémunérer les détenteurs des titres — en général par un système de tranches qui donne aux différentes classes d'investisseurs un ordre de priorité différent au regard des paiements. Les faibles taux d'intérêt incitaient les investisseurs à se prévaloir du modeste rendement supplémentaire qu'offraient ces titres.

La réglementation visant à sécuriser la titrisation s'attaque à beaucoup des faiblesses décelées. Par exemple, les émetteurs doivent désormais détenir une plus grosse proportion de produits

Les autorités nationales subissent l'offensive des établissements financiers locaux qui craignent les retombées intérieures des mesures prises dans d'autres pays.

nale aux risques d'interconnexion — c'est-à-dire les effets qu'un établissement peut avoir sur les autres du fait de l'écheveau de leurs relations et positions financières respectives.

L'idée avancée dans la loi américaine Dodd-Frank que les banques «trop importantes pour faire faillite» devraient planifier leur propre décès est le signe que l'on prend au sérieux leur complexité interne et les effets secondaires de leur interconnexion. Ces plans — l'équivalent d'un testament de l'établissement financier — visent à faire en sorte que l'établissement en faillite puisse dénouer ses opérations sans perturber le système financier. Il y a aussi eu des progrès sur ce qui était jadis considéré comme la dernière frontière : des normes internationales de règlement des faillites, qui permettent de fermer plus facilement des institutions financières opérant dans plus d'un pays.

Le cœur de la crise

La reréglementation vise aussi directement certaines activités qui étaient au cœur de la crise.

Ce qu'il est convenu d'appeler le système bancaire parallèle — les établissements financiers assurant des activités généralement rattachées aux banques, mais qui échappent au cadre de la réglementation bancaire — occupe une place de choix dans le réexamen général des activités et institutions qui devraient sans doute entrer dans le «périmètre réglementaire». Une bonne partie des activités au cœur de la crise mondiale se déroulait entre le système parallèle et le système bancaire plus officiel. Aux États-Unis, l'interaction des intermédiaires, des structures et agents de placement spéciaux générés par les banques, des fonds communs de placement monétaires, des fonds spéculatifs et d'une série d'autres institutions financières a créé une asymétrie systémique grandissante entre les actifs à long terme et les passifs à court terme qui les finançaient. Certains établissements dépendaient de manière excessive des emprunts à court terme négociés sur le marché monétaire et assimilables à des dépôts, au lieu des dépôts classiques (voir «La fonction des marchés monétaires» dans ce numéro de *F&D*).

et donc assumer une part de risque, ce qui les force à vérifier plus attentivement le degré de risque des créances sous-jacentes. Grâce aux nouvelles normes comptables internationales, il est plus difficile pour les institutions financières de détenir des actifs titrisés par le biais d'entités hors-bilan ne disposant pas de suffisamment de fonds propres pour les provisionner. La loi Dodd-Frank exige des émetteurs une plus grande transparence quant aux actifs que ces produits contiennent. Les réglementations maintenant en vigueur aux États-Unis et dans l'Union européenne obligent les agences de notation à prêter plus d'attention à la façon dont les produits sont notés.

Le Conseil de stabilité financière et d'autres instances passent aussi au crible d'autres aspects des banques parallèles pour déterminer s'ils présentent les mêmes risques d'effet de levier, entre autres, qui pourraient nuire au système financier.

Les autres activités

Même les activités bancaires sans rapport direct avec la crise — par exemple les transactions sur titres pour compte propre (et non pour les clients) ou les fonds spéculatifs encadrés par les banques — sont considérées comme trop risquées pour les établissements qui reçoivent le soutien de l'État (en fait, des contribuables). La règle dite de Volcker aux États-Unis et le rapport Vickers au Royaume-Uni prônent la séparation des activités bancaires traditionnelles — collecte de dépôts et prêts à la clientèle — de celles qui sont plus risquées et pourraient exiger l'appui des contribuables. La plupart des banques ont combattu ces initiatives, qui risquent, si elles aboutissent, de faire baisser les dividendes des actionnaires. Les réglementations visent pour la plupart à assurer la bonne santé des institutions, mais d'autres ont pour but de remédier aux dysfonctionnements du marché financier dans son ensemble. C'est ainsi que l'on s'efforce de confier à des contreparties centrales le règlement des contrats sur dérivés négociés bilatéralement de gré à gré. Lorsque suffisamment de contrats de ce type sont réglés via une contrepartie centrale, les risques diminuent, car elle peut

compenser les multiples flux financiers entre acheteurs et vendeurs. Bien entendu, si les contreparties centrales prolifèrent (ce qui est le cas), les avantages de la compensation multilatérale diminuent et il faut plus de ressources pour préserver le bon fonctionnement de cet élément essentiel de l'infrastructure financière.

Également en ligne de mire, le marché des prises en pension, qui permet aux institutions de vendre des titres en leur possession en échange de liquidités à court terme, titres qu'elles s'engagent à racheter rapidement. Si ce mécanisme de financement se bloquait soudainement ou si son coût devenait prohibitif, la pénurie de liquidités pourrait mettre à mal certains établissements qui en sont tributaires. La collecte et la publication d'informations sur le coût des pensions (la marge appliquée à la valeur nominale de l'instrument donné en nantissement) et les types de garanties acceptables devraient contribuer à asseoir ce marché. Malgré toute l'attention qu'on leur porte, les récents groupes de travail (dont celui qui est coordonné par la Banque des règlements internationaux et la Banque de réserve fédérale de New York) n'ont pas réussi à faire progresser les réformes.

Il y a eu des avancées sur le front des risques systémiques, grâce à une approche macroprudentielle basée sur l'idée qu'il ne suffit pas de veiller à la santé de chacun des établissements pour préserver la solidité du système dans son ensemble (voir «Une protection globale» dans l'édition de mars 2012 de *F&D*). Les démarches macroprudentielles plus globales visent les phénomènes sous-jacents qui font que le crédit et l'effet de levier amplifient les hauts et les bas conjoncturels. Elles prennent en compte l'interconnexion des établissements et des marchés pour expliquer pourquoi un problème chez l'un peut rapidement s'étendre aux autres. Les premiers efforts pour remédier aux problèmes plus systémiques concernent par exemple les volants de fonds propres anticycliques dans le cadre de Bâle III — les banques doivent accroître leurs fonds propres en période faste pour être mieux armées face aux conjonctures défavorables — et les fonds propres complémentaires récemment imposés aux institutions financières d'importance systémique.

Loin du compte

Même si la réflexion sur ce qu'il faut faire va bon train, on est encore loin du compte. Dans certains domaines, par exemple la fusion des normes comptables transatlantiques en une norme mondiale, les choses évoluent lentement. Et alors qu'il y a déjà trois ans que les dirigeants mondiaux se sont engagés sur un programme de réforme, leurs pays n'ont pas encore commencé à en mettre en place certains pans essentiels — par exemple des mesures pour remédier au risque de liquidité systémique.

Jusqu'à un certain point cela est délibéré, car la mise en œuvre devait être progressive pour amortir l'impact sur le secteur financier et l'économie dans son ensemble. Cependant, ces retards signifient que le monde reste exposé à la résurgence des mêmes risques qui avaient paralysé les marchés financiers il y a seulement trois ans.

De plus, les réformes se heurtent à deux obstacles : la résistance aux mesures déjà décidées et leur mauvaise application.

La résistance est venue à l'origine des cercles financiers, en raison du reflux de la première phase de la crise, mais certaines

autorités nationales font maintenant barrage aux réformes, car elles se débattent avec une reprise molle dans la deuxième phase. Les ratios plus élevés de fonds propres et de liquidités acceptés par un comité de régulateurs du monde entier — Bâle III — ne sont pas encore entrés en vigueur, encore qu'il y ait eu quelques progrès sous la forme de Bâle 2.5. Cependant, on tient les règles de Bâle III pour responsables de l'inversion en cours du levier financier des banques (délestage d'actifs) et du ralentissement de l'expansion du crédit. Les pays ont aussi commencé à se blâmer les uns les autres, criant à la manipulation concurrentielle, par exemple en ne respectant pas les calendriers.

La mauvaise application des mesures se ressent dans plusieurs domaines. On ne s'est guère soucié de mettre en place les ressources requises pour renforcer la supervision de l'application de la réglementation appropriée. L'arbitrage réglementaire fait son apparition (les investisseurs tirent parti des écarts de prix entre marchés du fait de différences de réglementation). On commence tout juste à définir les moyens de renforcer la capacité de supervision en général, et d'en développer en particulier l'autonomie, les responsabilités, les ressources, les pouvoirs et les techniques pour qu'elle s'étende uniformément à l'ensemble des institutions, marchés et pays. Il y a peu de chances cependant que les instances de supervision acquièrent de sitôt une autonomie comparable à l'indépendance de la banque centrale, et elles continuent à subir la pression des lobbies financiers et des États, alors qu'elles s'efforcent d'agir sur les incitations qui animent les institutions dites trop grosses pour faire faillite — qui ne semblent guère enclines à réduire leur taille ou leur champ d'opération.

Un chemin semé d'obstacles

Les efforts de réformes de la réglementation ont certes ralenti, mais il y a eu des avancées. Les tâches relativement aisées ont été accomplies, et il reste maintenant à résoudre les problèmes plus épineux. Les dossiers à boucler sont les suivants :

- définir et fabriquer des outils — encore à un stade de développement peu avancé — pour circonscrire les risques systémiques;
- donner aux autorités les moyens de mieux gérer les conséquences si les outils censés éviter les crises systémiques ne fonctionnent pas;
- établir un cadre d'intermédiation financière (transformation de l'épargne en investissement) pour promouvoir une croissance économique vigoureuse et stable, sans réglementation exagérément prescriptive.

Les difficultés financières qui continuent à sévir dans certaines parties du monde, notamment en Europe, entravent les progrès, en raison surtout des problèmes supplémentaires qui grèvent le régime réglementaire lorsqu'un État souverain risque de ne plus être capable de soutenir le secteur financier.

L'élan ne saurait cependant se dissiper, car il en va de la stabilité financière mondiale future. Il faut définir clairement l'objectif final pour construire la confiance dans l'avenir — une confiance qui fait singulièrement défaut à l'heure actuelle. ■

Laura Kodres est Sous-directrice du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI et Aditya Narain est Chef de division au sein de ce département.