

Pour éviter de nouvelles crises

Les priorités de la réforme réglementaire après le désastre

Noel Sacasa

LA CRISE financière a montré les carences du système actuel de réglementation et de contrôle. Au vu de l'évolution récente, il est nécessaire d'agir au moins sur quatre fronts pour réduire le risque de crises et y remédier quand elles se produisent. Il faudrait *a)* trouver un meilleur moyen d'évaluer le risque systémique et d'empêcher qu'il se développe en période favorable; *b)* améliorer la transparence et la divulgation des risques pris par les divers acteurs du marché; *c)* rendre la réglementation plus interinstitutionnelle et internationale tout en préservant une diversité constructive; *d)* mettre en place les moyens d'une action plus efficace et coordonnée.

Une réglementation efficace est nécessaire pour exploiter le potentiel de marchés financiers ouverts. En novembre, les modalités d'amélioration des règles ont été au centre des débats du sommet du G-20 sur les marchés financiers et l'économie mondiale. L'innovation et l'intégration financières ont accéléré et amplifié la transmission des chocs dans les catégories d'actifs et les pays, brouillant ainsi la distinction entre les institutions d'importance systémique et les autres. Mais la réglementation et le contrôle restent axés sur chaque institution. Les mécanismes réglementaires ne tiennent pas assez compte des conséquences systémiques et internationales de l'action des institutions nationales.

Cet article analyse les grands enjeux de la réforme du système financier. Il cerne d'abord les principales lacunes visées par la réforme, puis énonce les mesures cruciales à prendre.

Les causes de la crise

Les propositions de réformes devraient remédier aux échecs des marchés et de la régulation. Bien qu'il soit trop tôt pour épiloguer sur la crise, on peut arguer que trois catégories de facteurs qui se renforcent mutuellement et auxquels les régulateurs et les autorités monétaires n'ont pas prêté assez attention, ont accru le risque systémique. D'abord, pendant la décennie écoulée, les déséquilibres macroéconomiques ont fait baisser les taux d'intérêt, favorisant la prise de risques et l'apparition de bulles des prix des actifs dans le monde. Ensuite, l'évolution structurelle du système financier et l'incapacité des gestionnaires de risques d'adopter les in-

novations financières au cours des vingt dernières années ont engendré une instabilité accrue. Enfin, les institutions financières à effet de levier ont une inclination naturelle à prendre des risques excessifs sans internaliser l'aléa systémique, d'où la nécessité de les réglementer.

Déséquilibres mondiaux et bulles immobilières

Les régulateurs et les banques centrales n'ont pas pris la juste mesure des risques systémiques du vif essor du crédit et des bulles des prix des actifs. Au cours de cette décennie, certaines économies ont enregistré de gros excédents courants qui ont dopé la demande d'actifs financiers émis dans les pays déficitaires, notamment aux États-Unis. Conjugué à une politique monétaire américaine accommodante, cela a accentué la faiblesse générale des taux d'intérêt réels, stimulant fortement la prise de risques et l'expansion rapide du crédit. Aux États-Unis, la dette des ménages et des entreprises non financières est passée de 118 à 173 % du PIB entre 1994 et 2007 (graphique). Depuis 2000, celle des ménages a grimpé, passant de 98 à 136 % du revenu disponible en sept ans. Parallèlement, ces ratios sont passés de 120 à 180 % au Royaume-Uni et de 72 à 91 % dans la zone euro. La hausse record des prix de l'immobilier aux États-Unis s'est accompagnée de boums similaires dans bien des économies développées.

Innovation et changements structurels

Dans leur analyse d'avril 2008 sur les causes de la crise actuelle, le FMI et le Forum de stabilité financière (FSF) ont souligné les lacunes manifestes de la gestion des risques ainsi que l'incapacité collective d'évaluer et de circonscrire l'effet de levier — ratio d'endettement — dans de nombreuses institutions et les risques d'un dénouement désordonné (FMI, 2008; FSF, 2008). La gestion des risques, l'information, la régulation et le contrôle n'ont pas suivi le rythme de l'innovation, favorisant la prise de risques excessifs et l'inflation des actifs.

Quatre types d'innovations et de changements structurels ont notamment fragilisé la gestion des risques et exposé le système à l'instabilité : le modèle fondé sur le transfert des risques et le financement sur les marchés de gros; les règles de



La Réserve fédérale américaine à Washington.

fonds propres et les pratiques comptables procycliques; l'usage abusif de modèles rétrospectifs de gestion des risques; la complexité et l'opacité croissantes des acteurs.

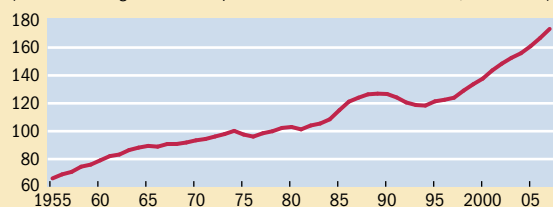
Modèle fondé sur le transfert des risques et financement de gros. Si la titrisation et les instruments complexes de crédit structuré ont indéniablement facilité l'accès au crédit, ils ont aussi fait prendre plus de risques globalement; au lieu d'une dispersion efficace, on a assisté à un transfert déstabilisant des risques vers des institutions incapables de bien les gérer, à une inversion de certains risques vers des banques qui étaient censées s'en défaire, et à beaucoup plus d'incertitude quant à leur répartition entre les acteurs du marché. De plus, les banques et les structures spéciales hors bilan issues de la titrisation se sont trop financées sur les marchés de gros, s'exposant à des asymétries d'échéances sans tenir assez compte du risque d'arrêt des financements. Même si les initiateurs des crédits n'étaient pas enclins à les contrôler et les suivre, bien des investisseurs n'ont pas suffisamment vérifié les incitations ou la qualité des prêts sous-jacents aux produits structurés. Ils se sont trop fiés à la réputation des institutions concernées et à la notation des instruments (FSF, 2008).

Les agences de notation ont attribué une note élevée à des produits structurés complexes et à haut risque faute de données historiques, de bons modèles et d'une bonne vérification des garanties. Elles n'ont pas révélé les hypothèses, les critères et les méthodes, ni expliqué le sens et les aspects périlleux des notations de produits structurés, ni résolu les conflits d'intérêts (FSF, 2008). Enfin, les institutions

Envolée de la dette

La baisse mondiale des taux d'intérêt a dopé la croissance du crédit dans de nombreux pays, dont les États-Unis.

(Dette des ménages et des entreprises non financières aux États-Unis, en % du PIB)



Source : calculs des services du FMI basés sur les comptes financiers américains et les données du Bureau of Economic Analysis.

financières n'ont pas toujours assez divulgué la nature et l'ampleur de leurs risques au bilan et hors bilan, surtout en matière de produits structurés.

Règles prudentielles et comptables procycliques. En phase d'expansion, les actifs et les garanties comptabilisés au prix du marché augmentent, mais les provisions pour créances douteuses diminuent, car on prévoit moins de défaillances à court terme. Cela valorise les fonds propres et réduit la probabilité (d'ordinaire à courte vue) de défaillance pour les emprunteurs et les prêteurs. De même, les fonds propres pondérés en fonction des risques peuvent s'effriter en période faste, car l'on tend alors à sous-estimer l'accumulation des risques. Du coup, les prêteurs empruntent et prêtent davantage, créant ainsi une spirale d'endettement et d'inflation des actifs (Adrian and Shin, 2008).

À l'inverse, quand les risques augmentent pendant une récession et les pertes se matérialisent, les fonds de précaution insuffisamment accumulés en phase d'expansion diminuent et ne peuvent se reconstituer aisément, car les concours extérieurs se raréfient. L'interaction entre les fonds propres, le crédit et les marchés d'actifs peut alors aggraver la crise, en déclenchant le bradage des actifs et un cercle vicieux de pénurie du crédit et de contraction de l'activité.

Une gestion des risques rétrospective et trop axée sur le marché. En se fiant excessivement aux prix du marché et à des modèles simplistes et rétrospectifs de gestion des risques, et en négligeant l'impératif de vigilance et d'analyse approfondie des variables fondamentales, on a fini par sous-estimer nettement les risques, pécher par excès de confiance et relâcher la surveillance. De plus, quand de nombreux acteurs du marché emploient des modèles comparables, ils sont enclins à prendre des positions similaires, ce qui aggrave le risque systémique.

Des acteurs plus complexes, mais moins différenciés. Par rapport au secteur financier d'il y a 30 ans, il y a aujourd'hui une distinction moins claire entre les types d'acteurs, une plus grande concentration, de nouveaux intervenants, et des liens étroits mais plus opaques entre eux (Borio, 2007). Si cette évolution résulte d'innovations axées sur l'efficacité de l'intermédiation financière, elle a aussi multiplié les possibilités d'endettement et de transfert occulte des risques. Le marché et les régulateurs ont donc eu plus de mal à évaluer les risques, et l'homogénéisation a sans doute accru la probabilité de mouvements coordonnés pouvant déstabiliser le système.

Des incitations déstabilisantes

Les événements récents montrent que certains régulateurs ont surestimé l'aptitude des institutions financières à gérer le risque et à s'autoréguler. Ils ont permis l'érosion du capital tampon à travers la titrisation, des structures hors bilan opaques et des techniques imparfaites de réduction des risques (comme les swaps sur défaillance de crédit émis par des institutions sans actifs ou capital suffisants). En utilisant plus rigoureusement les moyens de contrôle et de sanction existants, les régulateurs auraient pu mieux cerner

et contrer les incitations poussant les institutions financières surendettées à prendre trop de risques sans égard à l'aléa systémique.

Effet de levier et risque. Les actionnaires et les dirigeants des institutions surendettées sont enclins à accroître d'emblée le rendement en prenant des risques extrêmes à long terme : ils peuvent exploiter les asymétries d'information pour transférer ces risques aux acteurs futurs ou moins informés. Ils peuvent ainsi doper le rendement à court terme des fonds propres en s'endettant davantage, même si cela accroît le risque de défaillance, tant que les prêteurs ne le leur font pas payer (à cause de l'assurance-dépôts ou du manque de transparence) et que les actionnaires et les dirigeants sont peu exposés aux risques de pertes (Dewatripont and Tirole, 1994, and Rajan, 2005).

Négligence du risque systémique. Dans les crises financières antérieures, l'incitation à internaliser le risque systémique était aussi faible. Certains comportements peuvent créer ce risque quand beaucoup d'institutions agissent de même : a) endettement accru en phase d'expansion, sans craindre la formation de bulles de prix insoutenables; b) remplacement des dépôts et des réserves d'actifs liquides par un financement volatil de gros et à court terme, qui peut tarir brusquement lors d'une crise; c) crédits excessifs à certains secteurs quand les taux sont anormalement bas, sans égard pour les risques d'une remontée préjudiciable aux emprunteurs surendettés. Les institutions financières et leurs dirigeants sont aussi enclins au mimétisme et à accroître les risques par volonté de conserver leur part de marché, à cause d'une rémunération basée sur la performance relative, ou dans l'espoir que les pertes d'origine systémique seront socialisées.

Priorités de la réforme réglementaire

Si un consensus se dessine sur certaines mesures permettant de corriger les défauts précités, le débat fait rage sur d'autres modalités d'amélioration de la régulation financière. L'accent est mis sur quatre actions : mieux gérer le risque systémique et procyclique; améliorer la transparence et l'information; changer le rôle des agences de notation; bien concilier la portée générale et la diversité de la réglementation, tout en renforçant la coordination internationale.

Risque systémique et prise de risques procyclique

Rendre les normes de fonds propres et la politique macroéconomique plus anticycliques. Les décideurs souhaitent au moins atténuer la procyclicité (G-20, 2008), mais ce n'est pas facile. Sur le plan prudentiel, on suggère que les normes de fonds propres et/ou de provisionnement, voire la décote minimum des garanties, tiennent compte de la montée des risques en période d'expansion et permettent la constitution de capitaux-tampons adéquats. La gestion macroéconomique devrait jouer un rôle complémentaire en évitant les boums et les longues périodes de faibles taux d'intérêt, car ces derniers faussent les incitations et engendrent des abus spéculatifs très difficiles à contrer avec les seules règles prudentielles.

Revoir la comptabilisation aux prix du marché. Ce sujet est plus controversé. La transparence est primordiale, mais

les marchés tendent à s'écarter des fondamentaux en cas de boum spéculatif et de panique. La comptabilité aux prix du marché peut donc accentuer artificiellement les fluctuations procycliques des fonds propres réglementaires, au risque d'attiser l'instabilité financière, comme on l'a vu plus haut. Les critères de transparence ainsi que les préoccupations prudentielles et de stabilité systémique rejoignent donc l'idée selon laquelle il faudrait peut-être freiner ou limiter l'effet sur les fonds propres de l'ajustement aux prix du marché — surtout quand ils augmentent — pour d'autres actifs que ceux détenus jusqu'à l'échéance (sauf les plus liquides). On pourrait obtenir le freinage et la transparence souhaités avec des provisions ou des réserves publiées, qui seraient constituées quand les prix dépasseraient un certain seuil et prélevées quand ils baisseraient.

«La diversification du portefeuille ne suffit pas à gérer le risque de crédit et ne peut remplacer l'examen approfondi des actifs.»

Mieux concilier titrisation et incitations. La diversification du portefeuille ne suffit pas à gérer le risque de crédit et ne peut remplacer l'examen approfondi des actifs. Les contrats de titrisation devraient obliger l'établissement initiateur à garder un risque suffisant pour être motivé à bien contrôler et suivre chaque crédit. En outre, le Comité de Bâle a récemment proposé (CBCB, 2008b et 2008c) de relever les normes de fonds propres pour certains produits complexes de crédit structurés; d'accroître les intérêts en fonction des risques compte tenu de facteurs comme les défaillances, la migration de crédits ou les variations des écarts de taux et des cours des titres; de durcir le traitement prudentiel des facilités à court terme en intégrant les circuits hors bilan.

Renforcer la gestion des liquidités. En septembre 2008, le Comité de Bâle a actualisé les principes de gestion et de contrôle du risque de liquidité (CBCB, 2008a) pour remédier aux faiblesses révélées par la crise récente. À l'avenir, il faudra peut-être mettre plus l'accent sur la détention d'actifs liquides de précaution suffisants.

Réévaluer les modèles et systèmes de gestion des risques. À l'aide du deuxième pilier de Bâle II, les autorités peuvent resserrer la gestion des risques par les banques, renforcer leur maîtrise des risques extrêmes, limiter les engagements excessifs et la concentration des risques (Caruana and Narain, 2008). Cela permettrait de garantir que la gestion des risques, le capital-tampon et les estimations de pertes sur crédit soient prospectifs et tiennent compte de l'incertitude des modèles, des valorisations, des risques de concentration et des variations escomptées durant le cycle conjoncturel. Les autorités de régulation et de contrôle pourraient travailler avec les acteurs du marché pour atténuer les risques dus aux incitations perverses des politiques de rémunération (FSF, 2008).

Transparence et information

Divulgation des risques et valorisation. Pour éviter que l'usage d'entités hors bilan induise en erreur les acteurs du marché sur l'exposition réelle de l'institution initiatrice du crédit, on est en train d'affiner les normes comptables et d'information pour la décomptabilisation et la consolidation. Il faudrait aussi trouver le moyen de souligner l'incertitude de la valorisation comptable des instruments financiers, pour ne pas donner une fausse impression de précision, surtout quand les marchés ne fonctionnent plus (FSF, 2008).

Procédures de titrisation et marchés. À chaque étape, on pourrait informer davantage sur les produits titrisés et les actifs sous-jacents. On pourrait notamment demander aux initiateurs et aux émetteurs de produits titrisés plus de transparence sur les critères de souscription et les résultats de l'examen approfondi des actifs sous-jacents (FSF, 2008).

Rôle de la notation financière

Qualité de la procédure de notation et conflits d'intérêts. Les agences ont révisé leurs méthodes de notation des produits structurés et pris des mesures pour séparer la notation des autres activités, dissocier la rémunération des responsables des résultats financiers de leur unité, renforcer la surveillance interne de la procédure et de la méthodologie. En mai 2008, l'Organisation internationale des commissions de valeurs a révisé son code de conduite des agences de notation (IOSCO, 2008) pour améliorer la qualité de la procédure, remédier aux conflits d'intérêts, et mieux informer les investisseurs sur la performance historique des notations, la méthodologie, les critères et la réaction face au manque de données.

Utilisation des notations. L'investisseur ne devrait substituer la notation à une analyse et une gestion rigoureuses des risques en rapport avec la complexité des instruments qu'il acquiert et avec l'importance de ses avoirs. Les autorités pourraient donc réviser l'emploi des notations dans la réglementation afin de s'assurer qu'elles ne remplaceront pas sans réserve une évaluation indépendante.

Concilier exhaustivité et diversité

Étendre la portée de la réglementation pour limiter l'arbitrage. On pourrait soumettre à la même réglementation toutes les institutions surendettées et les entités étroitement connexes. De plus, les régulateurs pourraient empêcher que les normes de fonds propres soient contournées ou affaiblies par la création de structures de marché opaques, le transfert occulte de risques à des entités non consolidées ou toute autre transaction menant à une imputation douteuse des risques, et l'usage de modèles et techniques de gestion du risque qui ne mesurent ou ne couvrent pas bien le risque réel sous-jacent.

Améliorer l'échange d'informations et la coopération. Le recours à des comités de contrôle internationaux a permis de développer les bonnes pratiques, d'ausculter des institutions financières importantes et complexes, et de traiter des dossiers internationaux. On pourrait en établir à court terme pour toutes les grandes institutions financières mondiales (FSF, 2008; et G-20, 2008).

Préserver la diversité pour promouvoir la complémentarité systémique. On pourrait revoir l'obligation faite aux institutions ayant des engagements à long terme (fonds de pension et compagnies d'assurance-vie) d'appliquer la comptabilité aux prix du marché ou de respecter des critères de gestion du risque fondés sur des modèles privilégiant la volatilité des prix à court terme. La réglementation pourrait leur donner plus de latitude pour jouer le rôle d'investisseurs à long terme gardant leurs actifs jusqu'à l'échéance. Mais les institutions peu endettées ayant une importance systémique limitée n'auraient peut-être guère besoin de réglementation, ce qui leur permettrait de jouer un rôle stabilisateur en prenant des positions plus risquées ou contraires à celles des autres acteurs du marché (Nugée et Persaud, 2006). ■

Noel Sacasa est expert financier principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.
- , 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- , 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," *BIS Working Paper No. 237* (Basel: Bank for International Settlements).
- Caruana, Jaime et Aditya Narain, 2008, «Les exigences de fonds propres», *Finances & Développement* (juin), p. 24–28.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fonds monétaire international, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (April).
- Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.
- Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, revised (Madrid).
- Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No. 1.
- Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper 11728* (November).