



LEÇONS DE LA CRISE POUR LA RÉGULATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

Le G20 réuni à Londres le 2 avril 2009 a été, globalement parlant, une réussite, car il a permis de se mettre d'accord sur un certain nombre de défis posés par la crise actuelle et relatifs à la régulation bancaire et financière. Il s'agit désormais de concrétiser les principes affirmés à Londres à propos des paradis fiscaux, des *hedge funds*, de l'application des normes comptables internationales, du fonctionnement des agences de notation, de la réglementation prudentielle des différents opérateurs financiers...

L'idée de régulation va au-delà de la seule réglementation, puisqu'elle l'englobe et la dépasse en incluant, en plus, des règles de conduite et des systèmes de gouvernance qui ne passent pas nécessairement par des textes à caractère obligatoire. Ainsi, à côté de la réglementation bancaire et financière, il existe des mécanismes d'auto-

régulation, dont certains sont clairement mis en question par la crise des *subprimes*, ainsi que des codes de « bonne conduite », en général proposés par les pouvoirs publics et respectés sur une base de volontariat par des opérateurs décentralisés. Un exemple déjà existant : l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières) a adopté dès 2004 un code de conduite pour les agences de notation. À la lumière de la crise financière inachevée, il va falloir le compléter et le « durcir » pour améliorer le fonctionnement de ces agences de notation.

La crise financière internationale va conduire à élargir le champ de la réglementation prudentielle et de la supervision sur un certain nombre de domaines, ainsi qu'à resserrer le cadre réglementaire en matière de banque et de finance. Il va falloir le faire de façon pragmatique, sans excès et en

* Président du Conseil d'Analyse Économique, Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne).

évitant la tentation, inévitable vu la gravité de la crise, de la « surréglementation ». La ligne de crête est étroite entre le risque de « sous-réglementation » et le danger de « surréglementation ». Le principal défi pour le G20, pour les autorités européennes et pour chaque pays va justement consister à placer le curseur au bon endroit dans la combinaison de l'autorégulation, des codes de bonne conduite et de la réglementation au sens strict.

LES RÉFORMES NÉCESSAIRES

L'extension de la réglementation à des opérateurs et à des opérations jusqu'à présent non régulés

On pense ici aux banques d'investissement et aux courtiers aux États-Unis, qui ont joué un rôle décisif dans la crise des *subprimes* avec le transfert et la dissémination des risques, donc avec leur difficile, voire impossible, traçabilité. Du côté américain, il a été plaisant de constater que les banques d'investissement les moins touchées, Goldman Sachs et Morgan Stanley, ont d'elles-mêmes demandé de changer de statut et de se placer sous la coupe de la Réserve fédérale, en grande partie pour avoir accès aux facilités de refinancement proposées par celle-ci.

Mais le débat va au-delà, et concerne par exemple la réglementation des *hedge funds*. Toute réglementation prudentielle directe de ces derniers, comparable à ce qui s'applique aux banques, aux compagnies d'assurance..., serait à

mon avis vouée à l'échec. Elle aurait pour seul postulat de déplacer les 1 100 milliards de dollars qui y sont investis (au plan mondial) au début de 2009 (contre un encours de 2 200 milliards de dollars au début de 2008) vers d'autres supports financiers dotés de nouveaux noms. Il faut donc, pour les *hedge funds*, privilégier une autre approche : leur imposer des obligations accrues de transparence et de *reporting* vis-à-vis de leurs autorités de tutelle, de leurs clients..., et renforcer la régulation indirecte des *hedge funds* via les contraintes prudentielles imposées à leurs contreparties, tout spécialement sur les marchés de gré à gré (OTC) d'instruments dérivés. Le G20 de Londres, sans entrer dans les détails, a donné le sentiment de privilégier une telle approche des *hedge funds*. Le scandale des fonds de Bernard Madoff - 50 milliards de dollars évaporés à cause d'une pyramide de financement « à la *Ponzi* » - appelle aussi plus et une meilleure supervision sur l'ensemble des opérateurs, mais il ne doit pas nécessairement conduire pour autant à une régulation directe des *hedge funds*.

La transparence et la traçabilité des instruments financiers et des risques (de crédit, de marché, de liquidité, opérationnels...) qu'ils incorporent

En France, par exemple, il va falloir tirer toutes les leçons du traumatisme des OPCVM monétaires « dynamiques », un piège en période de crise dans lequel même des investisseurs avertis (comme des caisses de retraite...) se sont laissés prendre en août 2007 au début de la crise. Depuis l'affaire Enron

en 2001, la transparence de l'information est devenue, à juste titre, le leitmotiv de la finance mondiale. La crise des *subprimes* n'aura fait qu'enfoncer un peu plus le clou.

L'amélioration des normes comptables internationales

Il ne s'agit pas de revenir tout de go à la comptabilité aux coûts historiques, qui a aussi ses limites, mais d'ajuster l'application de la *fair value* et du principe du *mark-to-market* (ou du *mark-to-model* lorsque le marché n'existe pas...). Concrètement, cela veut dire deux choses :

- moduler l'application de la *fair value* selon l'horizon des intermédiaires financiers et des opérations financières concernés. Des mesures ont été prises à l'automne 2008 au niveau européen, permettant aux banques de faire passer certains éléments de leur *trading book* (évalué au *mark-to-market* ou au *mark-to-model*) vers leur *banking book* (qui y échappe). Mais il faut aller plus loin et redire qu'une compagnie d'assurance avec des ressources longues et des emplois également à long terme n'a pas à être soumise à la *fair value*, de même que nombre d'activités et d'opérations des banques de dépôts ;

- lisser les évolutions de marché pour réduire l'instabilité véhiculée par les évolutions des marchés financiers au jour le jour. Par exemple, la valeur de référence pour la *fair value* pourrait être la valeur de marché (lorsqu'elle existe...) en moyenne sur le dernier mois ou même les deux derniers mois.

Comme Bâle II représente globalement un progrès par rapport à Bâle I, les normes IFRS constituent aussi, pour

l'essentiel, une avancée en comparaison de la comptabilité aux coûts historiques. Mais tout progrès a son revers, en l'espèce trop de procyclicité qui vient accentuer la volatilité financière et la crise économique. Pour les normes comptables comme pour les normes prudentielles, il va falloir conserver les points positifs des nouveaux standards tout en essayant de réduire ou de compenser une telle procyclicité ! Par exemple, je suis partisan de combiner Bâle II avec le provisionnement dynamique des banques (provisions effectuées avant la crise, quand la conjoncture le permet...). Le G20 de Londres à ouvert, à ce titre, une perspective intéressante en recommandant une évolution de la réglementation dans la direction du provisionnement dynamique (ou *ex ante*). En constatant la bonne santé globale des banques en Espagne (où le provisionnement dynamique est instauré depuis des années) en face d'une économie espagnole plombée par sa crise immobilière, on ne peut que constater l'importance des règles de provisionnement bancaire et du statut fiscal attaché à ces provisions.

Le meilleur fonctionnement des agences de notation

Sans leur jeter la pierre, il faut reconnaître leurs carences et leur incapacité (mais elles sont en l'espèce en bonne compagnie !) à prévoir trois des grandes crises financières de ces quinze dernières années : la crise asiatique de 1997, l'affaire Enron en 2001 et la crise des *subprimes*. Dans un rapport du CAE¹, plusieurs propositions concrètes étaient avancées pour

améliorer la transparence et la bonne gouvernance des agences de notation, ainsi que pour atténuer les conflits d'intérêts dans lesquels les place leur système de rémunération. Il serait difficile en pratique de faire payer les notations par les investisseurs, mais il est possible d'atténuer les conflits d'intérêts par des formules de forfaits payés par les émetteurs.

L'adaptation du dispositif prudentiel à la lumière de la crise financière en cours

Je pense d'abord à Bâle II, devenu obligatoire dans l'espace de l'Union Européenne depuis janvier 2008. Il faudra améliorer le dispositif sur plusieurs points. L'un d'entre eux concerne le contrôle prudentiel de la titrisation bancaire. L'arrêt de la titrisation depuis le début de la crise ne signifie pas qu'il faille s'en désintéresser pour l'avenir. Cet arrêt est temporaire (même s'il dure depuis août 2007 et même s'il est difficile aujourd'hui de prévoir la durée de ce « temporaire ») et il faut préparer l'adaptation du cadre prudentiel en conséquence. Un autre point touche aux modèles internes utilisés par les banques en vertu de Bâle II : il va falloir renforcer leur fiabilité en modifiant certains des paramètres utilisés. Quant à Solvabilité II pour les compagnies d'assurance, il est encore temps d'améliorer le dispositif à la lumière de la crise.

Un dernier point touche à la liquidité bancaire

Puisque la crise des *subprimes* est aussi une crise de la liquidité bancaire,

il faut regarder de près s'il convient d'imposer un ratio de liquidité aux établissements de crédit et comment l'articuler avec le ratio de solvabilité. Le Comité de Bâle (Comité de supervision bancaire) se penche sur la question depuis le début de 2008. Il est utile de rappeler que, même à l'intérieur de l'Union Européenne, il n'existe à ce jour aucune harmonisation des règles de liquidité bancaire.

C'est dès maintenant qu'il faut avancer sur ces différentes questions, et en même temps les contraintes de calendrier ne sauraient être sous-estimées. Il serait imprudent de changer de façon incessante certaines des règles du jeu.

L'énumération précédente est loin d'être exhaustive. Il faudrait rajouter la question des rémunérations et incitations dans la finance, le code de conduite destiné aux fonds souverains (et aux États derrière eux), la redéfinition du rôle du FMI pour les années à venir en liaison avec l'augmentation substantielle de ses ressources décidée par le G20 de Londres (passage de 250 à 750 milliards de dollars)...

Je veux évoquer aussi une inflexion inquiétante. Les marchés ont décidé en octobre 2008, sans véritable concertation avec les autorités, que la norme de fait pour le tiers 1 des banques devrait dorénavant être de 9 % (au moins), soit nettement au-dessus du minimum réglementaire de 4 %. On peut, d'un côté approuver l'esprit général de ce changement, et de l'autre côté regretter la manière un peu cavalière dont cela a été décidé. Car une telle évolution est clairement procyclique. Alors que les banques



ne peuvent plus, pour quelque temps, recourir à la titrisation, elles vont d'autant plus resserrer le crédit. Il aurait été préférable d'avoir sur ce sujet une large concertation *ex ante* au plan mondial. Le G20 de Londres n'a pas, sur cette question, cherché à réaffirmer le poids indispensable de la gouvernance publique vis-à-vis des standards de marché.

LES VOIES ET MOYENS

La crise financière, par sa gravité et son impact économique, crée une « fenêtre de tir » pour des réformes significatives dans la banque et la finance. Corriger l'excès de complexité financière, mettre plus systématiquement la finance au service de l'économie réelle en contenant certaines dérives de la finance virtuelle et en particulier des marchés de gré à gré d'instruments dérivés, déboucher sur des systèmes de rémunération et d'incitations un peu plus raisonnables, il y a là des axes largement consensuels. Sur la façon d'aborder les réformes souhaitables, le débat reste assez largement ouvert.

Réglementation ou code de conduite ?

La réponse dépend du sujet abordé et des considérations d'économie politique.

J'ai indiqué plus haut que l'extension du périmètre de la réglementation ou l'instauration de ratios de liquidité pour les banques, pour prendre ces

deux exemples, relèvent de l'adoption de nouveaux textes. À quel niveau ? Pour l'essentiel, le pouvoir réglementaire dans le domaine bancaire et financier est de la compétence des États, à laquelle s'ajoute dans l'espace du marché unique européen une large compétence communautaire. Je maintiens, même si les décisions du G20 de Londres ne vont pas clairement dans cette direction, que les États devront dans l'avenir accepter de déléguer au FMI certaines compétences en matière de réglementation et de supervision. Un transfert nécessaire, parce que la globalisation financière ne va pas être remise en cause par la crise financière et que les interactions entre les systèmes bancaires et financiers nationaux vont continuer à s'étendre, appelant le recours à des interventions supranationales. Mais un transfert qui, se heurtant forcément à des résistances politiques, devra être géré avec doigté. Autrement dit, il faudra réaffirmer que le principe reste celui de la compétence nationale pour la réglementation bancaire et financière, avec des exceptions progressivement élargies. Plutôt que de renforcer explicitement le rôle du FMI dans la surveillance de la finance mondiale, le G20 de Londres a créé le Conseil de Stabilité Financière (CSF), qui reprend le flambeau du Forum de Stabilité Financière (FSF). Le FMI et le CSF risquent de se marcher un peu sur les pieds, car les deux vont s'occuper de la prévention des crises financières de nature systémique.

Pour les agences de notation, il faut au moins renforcer le code de conduite mis en place par l'OICV en 2004. Dans le rapport déjà évoqué

du CAE, nous avons proposé que les agences de notation exerçant en Europe obtiennent préalablement un label accordé par le Comité Lamfalussy compétent (le CESR, Committee of European Securities Regulators), par souci de symétrie avec le label exigé par la SEC américaine. Une position largement endossée par les pays membres de l'Union Européenne. Une piste complémentaire consisterait à confier au FMI une compétence propre pour superviser les agences de notation. Car, avec les deux premières agences de nationalité américaine, il ne faut pas non plus exagérer les pouvoirs d'une Europe qui agirait sans concertation avec les États-Unis. Pour les fonds souverains, l'approche par le code de bonne conduite est actuellement privilégiée et elle va donner lieu à une vraie concertation internationale. Un accord paraît se dessiner sur le contenu principal d'un tel code : transparence des fonds sur leur politique d'investissement, transparence aussi sur leur système de gouvernance (en particulier, leur distance ou non vis-à-vis des États concernés), réciprocité exigée de la part des États émetteurs de ces fonds. Là encore, le code de bonne conduite pourrait être une étape vers une supervision plus formelle, avec des compétences spécifiques qui devraient être confiées au FMI.

Pour les instruments dérivés, il faut favoriser l'autorégulation des marchés OTC, et même adopter pour les CDS (*credit default swaps*, qui représentent 80 % du total des dérivés de crédit) une approche plus directive débouchant sur leur « migration » vers des chambres de compensation.

Que doit faire l'Europe ?

L'Europe est aujourd'hui une force de proposition. Cela tient aussi à son histoire et à sa culture. L'Europe sera d'autant plus motrice dans les mois qui viennent qu'elle arrivera mobilisée et soudée dans le processus enclenché dans le cadre du G20. L'axe Nicolas Sarkozy/Gordon Brown a parfaitement fonctionné depuis septembre 2008, et le pragmatisme des Allemands est venu en soutien. Souhaitons que, lors des décisions à prendre sur des problèmes concrets, la troïka France/Allemagne/Grande-Bretagne reste soudée et parvienne à entraîner les autres, y compris les plus réticents des pays membres de l'Union Européenne.

Mais l'Europe doit aussi renforcer son propre système de gouvernance. La crise financière a, en octobre-novembre 2008, fait progresser sensiblement la gouvernance économique et politique de la zone euro, grâce en particulier à la présidence française. Les faits précèdent ici le droit et le pragmatisme permet d'avancer.

Sans attendre la ratification complète du traité de Lisbonne, il faut aussi renforcer la coordination des régulateurs nationaux. Le processus Lamfalussy a mis en place trois Comités de coordination, l'un pour la banque, un autre pour l'assurance, le dernier pour les marchés financiers (le CESR déjà cité). Vu qu'il n'y aura pas de sitôt de régulateur unique en Europe, qu'il s'agisse des banques, des compagnies d'assurance ou des marchés financiers, il existe désormais une « fenêtre de tir » pour appliquer les recommandations du rapport de

Larosière dans le sens d'un renforcement significatif des trois comités Lamfalussy et d'une coordination intra-européenne étendue en matière de supervision bancaire et financière.

Résister à la tentation de la « surréglementation »

La violence de la crise financière va pousser à resserrer les boulons dans tous les domaines de la finance. Mais, entre la réglementation nécessaire et la « surréglementation », il faudra jouer finement. Car l'expérience suggère qu'une « surréglementation » ne ferait qu'accentuer le problème à traiter, en suscitant une nouvelle vague d'innova-

tions financières visant à contourner les réglementations. Un scénario illustré avant la crise des *subprimes* par la titrisation, souvent utilisée par les banques face aux contraintes prudentielles pesant sur elles. Alors que cette crise met en exergue certains inconvénients d'une excessive complexité financière, il serait dommageable de susciter indirectement trop d'innovations de contournement, donc probablement de nouvelles formes de complexité financière et de difficile traçabilité des risques. Espérons donc que la sagesse collective permettra de trouver le bon dosage entre les réglementations nécessaires et certaines réglementations involontairement contre-productives.

NOTE

1. P. Artus, J.P. Betbèze, Ch. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, « *La crise des subprimes* », rapport du CAE n° 78, La Documentation Française, 2008.

