



La marche à suivre

Laura Kodres et Aditya Narain

UNE RÉGLEMENTATION déficiente, du fait à la fois de son éparpillement et de son inapplication, est l'une des principales causes de la crise financière mondiale, même si, à cet égard, les coupables ne manquent pas. Il faut la réviser de fond en comble pour prévenir toute autre accumulation de risques systémiques, raffermir les bases des relations entre épargnants et investisseurs (l'intermédiation) et trouver une méthode sûre et cohérente pour venir à bout de tout nouvel accès d'instabilité financière. Il faut aussi examiner les techniques utilisées par les banques centrales pour approvisionner les marchés en liquidité.

Le FMI se penche actuellement sur plusieurs questions auxquelles il convient de prêter attention pour prévenir les crises systémiques :

- *le périmètre de la réglementation*, ou les institutions et pratiques à couvrir;

- *la «procyclicalité»*, soit la tendance de certaines pratiques réglementaires ou commerciales à amplifier le cycle;

- *les déficits d'information* sur les risques et leur diffusion dans le système financier;

- *l'harmonisation des stratégies de réglementation et des cadres juridiques nationaux* afin de mieux coordonner la surveillance et la réorganisation des établissements et des marchés transfrontaliers;

- *l'approvisionnement en liquidité des marchés* pour assurer la régularité des fonds destinés à l'investissement et la transmission effective de la politique monétaire.

Le périmètre de la réglementation

La crise fait clairement ressortir la nécessité d'élargir le périmètre de la réglementation pour couvrir les institutions et les marchés qui échappent à son champ d'application et,

Il faut repenser les contours de la réglementation financière et améliorer l'approvisionnement en liquidité

parfois, au dépistage des autorités. Certaines de ces entités ont pu obtenir des crédits à court terme pour faire des placements à plus long terme et porter leur effet de levier (affecter le crédit à l'achat d'actifs) à un point qui menaçait la stabilité du système financier lorsque les créanciers à court terme demandaient à être remboursés. Cependant, il n'est pas nécessaire de couvrir tous les intermédiaires financiers, car cela limiterait les bienfaits que certains apportent à l'économie (l'innovation et l'efficacité des transferts de fonds, par exemple). Pour ne pas pénaliser des marchés et des institutions indispensables, il importe d'identifier soigneusement les déficiences spécifiques que doit couvrir une réglementation élargie. Ce résultat peut être atteint en créant un double périmètre. Nombre d'institutions et d'activités financières se situeraient dans le périmètre extérieur, et seraient assujetties à des obligations d'information, et celles qui présentent un risque systémique dans le périmètre intérieur, et devraient respecter une réglementation prudentielle.

Les activités ou entités à placer dans un premier temps dans le nouveau périmètre sont :

- Les institutions qui sont les contreparties aux transferts de risques des secteurs réglementés : la réglementation devrait viser les entités hors bilan comme les produits structurés utilisés pour acheter des actifs risqués aux banques ou à d'autres établissements réglementés.

- les sociétés d'investissement ayant recours à l'effet de levier qui peuvent amplifier une spirale baissière des cours lorsque, face à un effet de levier jugé excessif, elles doivent vendre prématurément des actifs pour réduire leur endettement.

Il sera difficile de distinguer clairement les entités systématiquement importantes, l'idéal étant que la réglementation soit moins lourde pour les institutions qui utilisent moins l'effet de levier et sont moins liées entre elles. Cependant, les autorités de contrôle doivent pouvoir obtenir assez d'informations sur les institutions pour être en mesure de décider si elles contribuent au risque systémique.

Pratiques procycliques

Les cycles économiques existeront toujours, mais ils peuvent être amplifiés par certaines pratiques réglementaires ou institutionnelles allant des règlements sur le capital ou des règles de provisionnement des banques aux pratiques en matière de compensation et de gestion des risques suivies par de nombreuses institutions financières.

La réglementation prudentielle doit éliminer les éléments procycliques sans empêcher les institutions financières de prendre leurs décisions en fonction des risques. En outre, l'adoption éventuelle de règlements exigeant des fonds propres supplémentaires devrait être progressive afin de ne pas fragiliser davantage le système financier.

L'une des priorités pour atténuer la procyclicalité serait de réglementer le niveau de capital à maintenir pour absorber les pertes. (On considère par exemple que le «noyau dur» de capital correspond aux fonds propres tirés des actions émises et des réserves publiées constituées à partir des bénéfices.) Il faudrait inciter les établissements à accumuler, à des fins de régulation, des fonds propres en période de reprise de façon à en disposer lors des ralentissements. Une solution simple serait d'établir des

règles contracycliques en matière de capital social : le ratio fonds propres/actifs augmenterait pendant les phases d'expansion et diminuerait pendant celles de marasme. L'idéal serait que ces règles soient incluses dans les réglementations, et non discrétionnaires, en faisant ainsi un stabilisateur automatique qui, pendant les reprises, permettrait aux autorités de contrôle de résister aux pressions des établissements ou des milieux politiques.

La crise a fait ressortir le rôle joué par l'effet de levier. En principe, les règles en matière de capital pondéré en fonction des risques (davantage de capital est nécessaire pour les actifs risqués) devraient permettre de maîtriser l'effet de levier. Il serait aussi utile de disposer d'un ratio maximum d'effet de levier (capital de haute qualité/total des actifs, par exemple) intégrant les entités hors bilan comme outil assez simple pour limiter l'effet de levier global des institutions financières en phase d'expansion.

Bien que les méthodes de comptabilité à la juste valeur, qui imposent aux institutions d'évaluer les actifs aux prix courants du marché, soient en général un bon point de repère, la crise a montré clairement qu'en période de vente prématurée, elles peuvent amplifier les spirales baissières. Lorsqu'un établissement doit vendre un actif à bas prix, d'autres peuvent être tenus d'évaluer des actifs analogues au même prix, ce qui peut les inciter à vendre, surtout si leur règlement leur interdit de détenir des actifs à faible valeur. Ainsi, les règles comptables devraient permettre aux établissements financiers dotés d'actifs cotés en bourse de constituer des «réserves de revalorisation» qui augmenteraient pour refléter les surévaluations des phases d'expansion et permettraient d'amortir le retour à des valeurs plus faibles pendant celles de ralentissement. De même, la valeur des actifs servant de garanties (maisons, par exemple) tend aussi à suivre le cycle. Les règles comptables devraient permettre de faire des évaluations plus prudentes à partir d'indicateurs précurseurs sensibles.

La liquidité du financement (la capacité des établissements financiers d'obtenir des fonds à prêter) est une autre caractéristique procyclique du système financier. Les fonds tendent à être plus abondants pendant les reprises. Pour assurer un approvisionnement régulier en capitaux, il faut d'abord renforcer les techniques de gestion du risque de liquidité dans les établissements financiers qui devraient être encouragés à tabler sur des formes moins instables de financement (dépôts de détail, et non un financement de gros à court terme). Pour atténuer en partie les risques systémiques, le prix de la liquidité pourrait être réajusté efficacement en relevant les ratios fonds propres/risques et en imposant une certaine forme de prélèvement. Une solution plus directe serait d'obliger les banques à détenir un minimum d'actifs liquides de haute qualité.

Comblent les déficits d'information

L'un des aspects les plus troublants de la crise est l'incapacité de déterminer les risques qui ont été répartis et leurs détenteurs. Bien des nouveaux produits structurés étaient censés attribuer les risques à ceux qui, en théorie, étaient les plus à même de les gérer. Mais souvent, les autorités de contrôle et les autres opérateurs du marché ne pouvaient pas voir où étaient les divers risques. Qui plus est, ceux-ci étaient souvent découpés de façon à ce qu'il soit impossible de bien savoir ce que l'on achetait ou ce que l'on vendait. En outre, les informations permettant de

fixer le prix de ces titres complexes n'étaient faciles ni à obtenir ni à interpréter.

Il faut combler les déficits d'information pour analyser sérieusement le risque systémique et les moyens de le prévenir. La priorité absolue est sans doute d'obtenir des données sur les risques courus par les banques et les institutions financières non bancaires systématiquement importantes. Il faut connaître les niveaux et les concentrations de ces risques (données qui seraient recueillies, mais non publiées, par les autorités) et les liens entre les institutions transfrontalières et les marchés pour observer les risques et les faiblesses systémiques.

D'avantage d'informations sur les techniques d'évaluation des actifs et les données sous-jacentes permettraient de mieux fixer les prix, et aux opérateurs de voir les corrélations et, éventuellement, les risques de queue (risques rares, mais aux effets dévastateurs). Il faut aussi prêter attention aux données sur les prix, les volumes et la concentration globale sur les marchés hors cote, car la façon dont elles sont en général enregistrées ne permet pas aux tiers d'avoir les informations sur les opérations, ce qui limite la liquidité en période de difficulté. Un système de compensation peut être utilisé pour saisir (et compenser) les opérations, permettant, aux opérateurs notamment, de connaître le niveau total des risques en jeu.

Il faudrait insister davantage sur la collecte d'informations utilisables pour construire des indicateurs signalant les problèmes imminents. Les analystes doivent réfléchir soigneusement à la nature des informations permettant d'évaluer par anticipation les risques au sein tant du système que des institutions ou des marchés. Intuitivement, les indicateurs qui intègrent les risques (comme ceux qui sont établis à partir des prix des options) sont les mieux placés pour jouer ce rôle. Cependant, comme ils utilisent les prix du marché, ils ne reflètent peut-être que la façon dont les risques futurs sont perçus et ne peuvent sans doute indiquer quand les risques deviendront systémiques.

L'obligation d'information faite aux institutions financières devrait être alourdie afin que les données soient plus spécifiques et plus cohérentes. En particulier, elles devraient aussi couvrir les postes hors bilan, de nombreux risques n'étant pas pris en compte dans le bilan de sorte que les investisseurs et les autorités de contrôle les ignorent. Des indicateurs élémentaires de l'effet de levier et des risques courus devraient être établis pour les institutions financières non bancaires, en partie pour évaluer leur importance systémique. Les modèles et les techniques d'évaluation devraient être divulgués afin que les investisseurs puissent mieux apprécier les risques des produits qu'ils achètent. Toutes ces informations visent à donner à la discipline du marché une chance d'être exercée.

À un autre niveau, les marchés fonctionneront mieux si les prix, le montant des opérations et d'autres informations sur les marchés hors cote des dérivés sont plus faciles à obtenir. Le manque constant d'informations dont souffrent les marchés pose un très grave problème et va de pair avec la plus grande incertitude. Certaines données déjà recueillies sur les marchés hors cote pourraient être divulguées plus souvent, fournissant davantage d'informations sur la situation géographique et la couverture des instruments, les types de contrepartie et la concentration globale des marchés. Les données porteraient alors davantage

sur les risques courus que sur des volumes. Il faut une meilleure information sur les contrats dérivés sur défaut (CDS), car ces «polices d'assurance» sont entre les mains d'un nombre si élevé de parties qu'il est difficile de savoir qui est exposé à la défaillance des différents établissements. Des mécanismes de compensation centralisés pour les CDS (comme ceux actuellement mis au point) aideraient à réduire les risques de crédit et permettraient de centraliser la collecte des informations.

Améliorer la coordination transfrontalière

Telle qu'elle a été exercée, la surveillance des établissements financiers importants au plan international et régional n'a pas permis de bien gérer les risques systémiques mondiaux liés à la présente crise. Les autorités de contrôle ne sont pas les seules à blâmer. La faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, l'insolvabilité de trois banques islandaises et l'effondrement d'AIG, géant mondial des assurances, sont autant de cas de mauvaise coordination qui ont nui à la confiance et au fonctionnement des marchés. Les problèmes soulevés par la cession d'intérêts nationaux, et les autres contraintes structurelles, politiques, culturelles et juridiques, ont compromis tout contrôle efficace des groupes financiers.

Les dirigeants et les milieux politiques des pays où opèrent les conglomérats financiers doivent maintenant s'attaquer de concert aux anomalies des législations nationales qu'ont fait ressortir les récentes faillites bancaires. Il est important que ces législations soient compatibles sur un certain nombre de points fondamentaux. Par exemple, il serait utile de disposer de critères judicieux pour lancer dans le pays d'activité le processus d'insolvabilité approuvé par les autorités de contrôle du pays de la société mère. Un ensemble cohérent de règles à cet effet (critères de déclenchement, délais et procédures) pourrait aider à préserver la valeur actualisée des investissements futurs des établissements. Des mécanismes plurijuridictionnels de protection des déposants et des investisseurs devraient permettre d'éviter les transferts déstabilisateurs de dépôts pendant les périodes d'incertitude. Enfin, un dispositif fondé sur des critères objectifs (une quantité donnée d'actifs de la qualité voulue dans les divers pays, par exemple) devrait assurer une répartition équitable des pertes (leur coût serait moins lourd pour les juridictions exerçant un meilleur contrôle). De tels dispositifs pourraient en outre donner lieu à une réduction des activités d'un établissement à l'étranger si le pays de la société mère ne peut contribuer aux frais de réorganisation.

Pendant la crise, les flux d'information et la coopération entre les autorités de contrôle des divers pays ont manqué de cohérence, ce qui a parfois bloqué les solutions. L'information sur les risques transfrontaliers courus a été incomplète et les relations systémiques entre les institutions financières sous-évaluées. Les autorités de contrôle doivent énoncer les informations essentielles à recueillir et à communiquer, compte tenu de leur pertinence pour la stabilité systémique.

Il existe plusieurs façons de renforcer la coopération entre les juridictions. Les établissements pourraient être surveillés par un collège réunissant des contrôleurs des pays où ils exercent leur activité. Ce collège aurait à sa tête un contrôleur en chef (en général, une personne du pays où la banque a son siège)

qui brosserait un tableau clair de la concentration des risques au sein de l'établissement, ainsi que de ses points forts et de ses faiblesses. Avec d'autres contrôleurs, il préciserait les activités auxquelles l'établissement peut se livrer. Le collègue vérifierait ces activités et demanderait des informations en cas de besoin. En gros, un contrôle financier dont l'objet explicite serait de réduire au minimum le risque systémique aiderait à harmoniser les divers aspects de la réglementation des établissements financiers nationaux et mondiaux.

«Plus important encore, les nouvelles méthodes d'approvisionnement d'urgence en liquidité ou d'intermédiation pour les emprunteurs dans le besoin devraient prévoir comment elles peuvent être rapportées lorsque la situation se normalise.»

La segmentation de certaines réglementations nationales impose en outre de renforcer la coordination et la coopération. Un collège de contrôleurs pourrait aussi être créé dans les pays qui comptent de nombreux contrôleurs. La capacité des organes de contrôle nationaux à réduire encore le risque systémique tient non pas à leur structure institutionnelle (ont-ils leurs bureaux dans une ou plusieurs institutions ou à la banque centrale?) mais à une coopération et une coordination étroites entre des contrôleurs responsables.

Approvisionner les marchés en liquidité

Du fait de la crise, les moyens d'approvisionner les marchés en liquidité se sont multipliés. Les banques centrales ont relevé le nombre des contreparties, élargi les types de garanties acceptables et allongé les échéances des aides à la liquidité. Parfois, de nouveaux mécanismes ont été créés. Mais, si ces actions ont comblé dans une certaine mesure la demande accrue de liquidité, elles n'ont pas contribué au fonctionnement des marchés, en partie parce qu'elles n'ont pas fait disparaître les incertitudes sur les contreparties qui les avaient envahis. Les banques centrales ont eu plus de difficulté à utiliser les taux d'intérêt pour gérer l'intermédiation. Elles doivent déterminer les taux du marché qu'elles peuvent influencer, compte tenu de la façon dont ces taux se répercutent sur les taux créditeurs acquittés par les utilisateurs finaux. Dans les pays émergents, elles doivent aussi concilier les besoins en liquidité à combler et le risque de faciliter la fuite des capitaux.

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire étant moins fiables, les banques centrales doivent déterminer avec soin comment elles peuvent faciliter l'intermédiation en période d'ajustement du bilan des banques. Les activités comme les échanges financiers destinés à soulager temporairement les bilans des banques pour leur permettre de consentir d'autres

crédits peuvent soutenir directement les marchés. Les mesures quasi budgétaires (par exemple, le recours au bilan de la banque centrale pour accorder des crédits à des emprunteurs spécifiques) aident les marchés à continuer de fonctionner, mais risquent d'avoir des effets néfastes si elles durent trop longtemps. Plus précisément, elles peuvent brouiller les signaux que donne le taux directeur de la banque centrale, finir par évincer les emprunteurs non privilégiés et porter le bilan de la banque centrale à un niveau qui risque d'entamer la crédibilité de sa gestion.

Plus important encore, les nouvelles méthodes d'approvisionnement d'urgence en liquidité ou d'intermédiation pour les emprunteurs dans le besoin devraient prévoir comment, lorsque la situation se normalise, elles peuvent être rapportées selon un calendrier qui doit être coordonné afin d'éviter tout mouvement brusque de liquidité ou de crédit. Quand elles comportent des incitations, les stratégies de sortie visant à réorienter graduellement les opérateurs du marché des banques centrales vers les fournisseurs normaux de liquidité risquent moins de subir ce genre de chocs. Par exemple, les banques centrales pourraient progressivement rendre les garanties risquées moins attrayantes. Le même objectif pourrait être atteint si les taux de leurs instruments étaient portés à un niveau incitant à utiliser les circuits du marché.

L'avenir de la réglementation

La révision des règlements de façon à éviter de nouvelles crises fait actuellement l'objet de débats dans de nombreuses instances internationales. Tout en rappelant combien elle est impérieuse, il est aussi important de se souvenir qu'il faut renforcer la capacité et la détermination des contrôleurs à appliquer la réglementation d'une manière régulière et crédible. Cette révision ne pourra être efficace que si l'application des règlements est renforcée, ce qui nécessitera de garantir aux organes de contrôle une autonomie opérationnelle et des ressources suffisantes.

La révision des règlements prendra du temps, mais on constate une forte volonté de suivre les orientations qui viennent d'être exposées. Les investisseurs pourront tenir compte du nouveau contexte d'autant plus vite que les marchés le découvriront rapidement. Anticipant des réformes lourdes, de nombreux investisseurs attendent avant de placer leurs capitaux. À cause des incertitudes qui pèsent sur le cadre réglementaire, il est difficile de déterminer les activités qui seront productives et celles qui seront peut-être éliminées. Ainsi, une plus grande cohérence des règlements dans un certain nombre de domaines, tant dans les pays qu'au plan international, pourrait aider à rétablir en quelque sorte une certitude désespérément nécessaire dans le système financier. ■

Laura Kodres est Chef de division et Aditya Narain Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux.

Le présent article s'inspire de l'ouvrage "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management" publié par ce Département. Luis Cortezarria-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston et Ian Tower ont également contribué à sa rédaction. Voir www.imf.org/fandd pour une liste complète des références et des personnes ayant prêté leur concours aux auteurs.