

Émergence d'une ébauche de régulation financière : défis et dynamique

RAKESH MOHAN
Gouverneur adjoint
Reserve Bank of India

La crise financière que nous traversons est due à diverses causes, parmi lesquelles les évolutions dans le secteur des prêts hypothécaires subprime, le recours excessif à l'effet de levier, une régulation et une supervision du secteur financier laxistes, ainsi que les déséquilibres macroéconomiques mondiaux. Cependant, fondamentalement, la crise est également le reflet des effets de longues périodes de politique monétaire trop accommodante dans les principales économies avancées au début de cette décennie.

La théorie de l'efficacité et de la rationalité des marchés et la croyance en cette théorie ont été sévèrement ébranlées par la crise actuelle. Tout le monde s'accorde par conséquent à dire qu'une régulation et une supervision renforcées, et peut-être plus intrusives, du secteur financier, sont nécessaires. Les institutions, marchés et instruments jusqu'ici non régulés devront désormais entrer dans le champ de la régulation. Une approche davantage macroprudentielle devra être adoptée. Une fois que la crise financière sera derrière nous, les ratios de fonds propres devront être significativement relevés par rapport aux règles de Bâle, en mettant l'accent sur les fonds propres de premier niveau (Tier 1), et complétés par un ratio d'endettement brut maximum. Il faut admettre que la régulation et la supervision de la liquidité sont aussi importantes que la réglementation des fonds propres bancaires et qu'elles doivent s'appuyer sur un dispositif mondial efficace de gestion de la liquidité dans de grandes institutions financières transfrontières. La question de la rémunération dans le secteur financier nécessiterait des réformes au niveau de l'ensemble du secteur afin que l'amélioration de la gestion des risques et des dispositifs de rémunération dans certaines entreprises d'importance systémique ne soit pas sapée par des pratiques moins saines chez d'autres. Même si les grands principes de réforme proposés font l'objet d'un consensus croissant, de nombreux défis devront être relevés pour qu'ils puissent être mis en œuvre et fonctionner effectivement. Ainsi, une fois que l'on sera revenu à une situation normale, le secteur financier fera tout son possible pour résister aux exigences de relèvement des ratios de fonds propres.

En ce qui concerne les marchés émergents, la volatilité des flux de capitaux, qui résulte essentiellement de la politique monétaire adoptée par les pays développés, a débouché sur de graves problèmes tant sur le plan de la gestion macroéconomique que sur celui de la régulation financière. Ce point restera problématique car il ne suscite guère de débats au plan international. Enfin, dès le début de la reprise économique, il faudra mettre un terme de manière adaptée à la politique monétaire d'une souplesse sans précédent, actuellement en vigueur, si l'on veut éviter la résurgence d'une crise financière telle que celle que nous traversons actuellement.

NB : L'auteur tient à remercier Anand Sinha, Prashant Saran, P.R. Ravi Mohan, T. Gopinath et Muneesh Kapur pour leur aide précieuse dans l'élaboration de cette contribution. Cette dernière a également bénéficié du rapport du Groupe de travail 1 du G 20 intitulé Enhancing sound regulation and strengthening transparency.

Nous sommes actuellement confrontés à l'une des crises financières et économiques les plus graves depuis la Grande crise. Bien que cette crise ait commencé sur le marché des titres hypothécaires *subprime* aux États-Unis, elle s'est rapidement étendue à l'Europe, puis au reste du monde. Sa vitesse de propagation à travers le monde est peut-être sans précédent. Au départ relativement limitée sur le segment des prêts hypothécaires au logement aux États-Unis, la crise s'est successivement transformée en une vaste crise bancaire aux États-Unis et en Europe, provoquant l'effondrement des marchés financiers intérieurs et internationaux, puis en une crise économique mondiale caractérisée. Au cours de ces 9-18 derniers mois, les gouvernements et les banques centrales de quasiment tous les pays du monde se sont efforcés d'endiguer les effets de la crise par des mesures de politiques budgétaire et monétaire. Le caractère mondial de cette crise est sans précédent, tout comme le caractère mondial de la réponse qui y est apportée, ainsi que le montre l'action coordonnée dans laquelle se sont engagés les pays du G 20.

Parallèlement à des actions budgétaires et monétaires coordonnées, un réexamen complet du cadre de la régulation et de la supervision du secteur financier est également entrepris dans le monde entier.

Dans ce contexte, la présente contribution tente de définir les contours d'une régulation des institutions financières, en mettant l'accent sur les nouveaux défis et la nouvelle dynamique à l'œuvre. Cette contribution est structurée comme suit :

- la première section offre une vue d'ensemble des évolutions mondiales qui sont à l'origine de la crise financière mondiale actuelle ;
- la deuxième section présente les termes du débat en cours au plan international relativement aux lacunes de la régulation en vigueur ;
- la troisième section analyse les projets de réforme, et
- la quatrième traite des défis qui devront être relevés pour mettre en œuvre ces réformes.

1 | DÉROULEMENT DE LA CRISE : QUE S'EST-IL PASSÉ ?

Quelles sont les sources identifiables des défaillances du marché qui ont conduit aux turbulences financières actuelles ?

Cette crise financière est due à divers facteurs, notamment aux évolutions dans le secteur des prêts hypothécaires *subprime*, au recours excessif à l'effet de levier, au laxisme de la régulation et de la supervision de la sphère financière et aux déséquilibres macroéconomiques mondiaux. Cependant, elle est également imputable aux conséquences de longues périodes de politique monétaire excessivement accommodante dans les principales économies avancées au début de la présente décennie.

Après l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis au début de la décennie, la politique monétaire a été assez sensiblement assouplie d'abord aux États-Unis puis dans d'autres économies avancées. En 2002, les taux directeurs américains ont été abaissés à 1 %, et ont été maintenus longtemps à ce niveau, sans doute plus qu'il n'était nécessaire (Taylor, 2009 ; Yellen, 2009). Une politique monétaire excessivement accommodante a conduit à un excédent de liquidité et, par conséquent à des taux d'intérêt bas dans le monde entier. Et l'essor de l'innovation financière durant cette période a amplifié et accéléré les conséquences d'une liquidité excessive et d'une expansion rapide du crédit (Rapport Larosière, 2009).

Ce qui est intéressant, c'est que pendant cette période, malgré une politique monétaire constamment accommodante, la forte croissance de l'économie mondiale n'a pas induit de tensions inflationnistes sur les biens et sur la plupart des services. Par conséquent, les banques centrales des économies avancées, notamment aux États-Unis ont continué à mener cette politique accommodante pendant une longue période. L'excès de liquidités dans le monde entier s'est traduit par une augmentation du prix des actifs, et plus tard de celui des matières premières, notamment du pétrole. Ce n'est qu'alors que l'inflation mesurée a commencé à progresser et

les banques centrales ont commencé à durcir leur politique monétaire, avec un certain retard cependant.

Sous l'effet d'une hausse significative de l'investissement et de la consommation, conjuguée à un recul de l'épargne¹, la demande globale durablement excédait la production intérieure aux États-Unis, conduisant à un creusement persistant des déficits du compte des transactions courantes, en raison d'une épargne intérieure insuffisante. Cette forte demande excédentaire des États-Unis était satisfaite par le reste du monde, en particulier par la Chine, qui proposait des biens et des services relativement bon marché, ce qui a engendré un excédent équivalent du compte des transactions courantes dans ce pays et dans d'autres. Les excédents générés par les pays exportateurs de pétrole ont également aggravé les déséquilibres mondiaux.

On attribue souvent l'existence d'excédents importants du compte des transactions courantes en Chine et dans d'autres économies émergentes, ainsi que les déficits correspondants aux États-Unis notamment, à la politique de change de la Chine, des autres pays émergents et des pays exportateurs de pétrole. Dans la mesure où la demande intérieure excédait l'offre, le déficit du compte des transactions courantes des États-Unis aurait pu se maintenir à un niveau élevé. De fait, si la Chine avait assoupli sa politique de change, les États-Unis auraient fait venir leurs importations d'autres pays que la Chine. Ainsi, même si l'absence de flexibilité de la politique de change dans les pays asiatiques émergents et les pays exportateurs de pétrole a contribué à l'apparition de déséquilibres mondiaux, elle ne peut être tenue pour seule responsable de l'ampleur et de l'aggravation du déficit du compte des transactions courantes américain, notamment dans la mesure où les pays européens n'affichaient pas de tels déficits à cette période.

Une politique monétaire accommodante et, partant, des taux d'intérêt bas pendant une longue période ont incité de nombreux investisseurs à rechercher activement des rendements plus élevés. Les flux de capitaux en direction des marchés émergents se sont donc intensifiés, mais n'ont pas pu être absorbés par ces économies qui affichaient des excédents importants, ou de faibles déficits de leurs comptes des transactions courantes, si bien qu'ils ont en grande partie alimenté les réserves officielles de change. Ces dernières ont été investies en titres d'État

américains et en titres de sociétés de financement hypothécaire garanties par l'État, comme Fannie Mae et Freddie Mac. Tandis qu'une politique monétaire accommodante a maintenu les taux courts à un niveau bas, les réserves ainsi investies ont contribué au repli des taux longs dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis. La faiblesse des taux longs a concouru à l'essor des crédits hypothécaires et à la hausse subséquente des prix des logements.

De plus, la stabilité de l'environnement macroéconomique (croissance relativement stable et faiblesse de l'inflation) dans les grandes économies avancées avant la crise a conduit à une sous-estimation durable des risques et, partant, à une prise de risques et une innovation financière excessives. Il est assez paradoxal que l'efficacité apparente des banques centrales et la crédibilité grandissante de la politique monétaire — qui ont renforcé les anticipations relatives à la stabilité de l'inflation et des taux d'intérêt — aient pu conduire à une mauvaise évaluation du risque et donc à une prise de risque accrue. La politique monétaire généreuse elle-même a pu encourager la recherche de rendement, qui a produit un assouplissement des règles d'estimation du risque de crédit, conduisant à l'érosion des pratiques saines (Mohan, 2007). La baisse des rendements a encouragé un recours excessif à l'effet de levier car les banques et les institutions financières ont voulu maintenir leur niveau de rentabilité. Ce sont les lacunes de la régulation et de la supervision du secteur financier qui sont à l'origine de ce recours excessif à l'effet de levier. En effet, les actifs ont été sortis des bilans des banques et transférés à des véhicules hors-bilan non régulés et l'innovation financière a synthétiquement réduit les risques perçus au niveau des bilans.

Conjuguée aux innovations financières, l'augmentation soutenue des prix des actifs, en particulier dans l'immobilier résidentiel, due à une politique monétaire extrêmement accommodante, et la souplesse des critères de prêt, a engendré une forte progression du nombre des prêts hypothécaires accordés aux ménages, y compris à ceux présentant une faible solvabilité. Suivant le modèle d'octroi et de cession (*originate-and-distribute*), la plupart de ces prêts hypothécaires ont été titrisés. Du fait de la forte croissance des dérivés de crédit complexes et du recours aux notes de crédit, les prêts hypothécaires, essentiellement *subprime*, ont été regroupés en

1 De mi-2005 à mi-2007, le taux d'épargne des ménages aux États-Unis était à peine supérieur à zéro (Yellen, 2009).

diverses tranches, y compris des tranches AAA, et vendus à des investisseurs financiers en quête de rendements élevés.

Lorsque l'inflation a repris, à compter de 2004, le Système fédéral de réserve a adopté une politique monétaire moins accommodante. Par conséquent, les remboursements hypothécaires se sont renchérissés et les prix des logements ont commencé à baisser. Les marges de manœuvre financière des emprunteurs *subprime* étant nulles voire négligeables, ces derniers n'ont plus été en mesure d'honorer leurs échéances. Même si les prêts étaient censés être titrisés et vendus à des véhicules d'investissement structurés (SIV) hors-bilan, ce sont les banques et les institutions financières qui ont, en dernière instance, supporté les pertes, et ainsi ponctionné une part significative de leur capital. Les incertitudes quant à l'ampleur des pertes bancaires probables ont conduit à une perte de confiance des banques les unes vis-à-vis des autres. Du fait de la mondialisation croissante du système financier, les banques et les institutions financières d'autres grandes économies avancées, en particulier en Europe, ont également été touchées par les pertes et les dépréciations d'actifs. Les marchés interbancaires se sont presque figés, ce qui a généré des écarts de taux très importants sur les marchés monétaires et obligataires. Les opérateurs se sont mis à rechercher exclusivement la sécurité, faisant chuter les rendements des bons et des obligations du Trésor. La situation s'est considérablement dégradée après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, et la perte de confiance a été générale.

La crise profonde et persistante sur les marchés financiers mondiaux, l'extrême aversion pour le risque, les pertes croissantes des banques et des institutions financières, les prix élevés des cours des matières premières et du pétrole (jusqu'au troisième trimestre 2008) et la vive correction du cours de divers actifs se sont conjugués, entraînant subitement un fort ralentissement de la croissance des grandes économies avancées, en particulier après la faillite de Lehman Brothers. En 2009, la croissance de l'économie mondiale, pour laquelle on prévoyait en avril 2008 le rythme soutenu de 3,8 %, devrait, selon le Fonds monétaire international (FMI), se contracter de - 1,3 %.

Ainsi la crise actuelle est-elle le résultat des effets de la politique monétaire, du choix du régime de change d'un certain nombre de pays et de changements importants intervenus dans le système financier

(Rapport Larosière, 2009 ; BRI, 2008), ainsi que de la régulation laxiste née de la croyance en l'efficacité des marchés et d'une régulation allégée. En résumé, des taux d'intérêt bas conjugués à un optimisme croissant et excessif ont fait grimper les prix des actifs (actions aussi bien que logements). La faiblesse des taux d'intérêt et une volatilité limitée ont conduit les investisseurs à rechercher des rendements sans plus se soucier de la qualité du crédit, et la sous-estimation des risques a entraîné la création et l'achat d'actifs plus risqués. Les banques centrales, focalisées sur l'inflation mesurée des prix à la consommation et l'activité globale, et négligeant les mouvements de prix des actifs, n'ont perçu que trop tard les véritables conséquences des risques croissants (FMI, 2009).

2 | LACUNES DE LA RÉGULATION ET DE LA SUPERVISION DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE

Les appels actuellement formulés en faveur d'une refonte totale des politiques macroéconomiques, monétaires et du secteur financier pour relever les nouveaux défis et faire face aux nouvelles réalités signalent peut-être une transition structurelle dans l'architecture financière internationale nécessitant un renforcement de la coordination entre les autorités monétaires et les régulateurs. L'examen des politiques de régulation financière doit traiter les dilemmes aigus qui se posent à court terme et repenser en profondeur des cadres plus vastes pour les politiques financières et économiques à moyen terme (Reddy, 2008).

Au niveau international, on assiste à des débats très intenses sur les moyens de régulation en vigueur et sur l'avenir de la régulation et de la surveillance de la sphère financière. On ne se trompe sans doute pas en disant qu'un consensus est en train de se dessiner sur les orientations qui doivent être adoptées sur ces points. Les rapports les plus importants sur ces questions sont les suivants :

- *Report of the high-level group on financial supervision in the European Union* (Rapport du groupe d'experts de haut niveau sur la supervision financière dans l'Union européenne, président : Jacques de Larosière),

- *The structure of financial supervision: approaches and challenges in a global market place* (rapport du G 30 ; président : Paul Volcker),
- *The fundamental principles of financial regulation* (rapport de Genève),
- *The Turner review: a regulatory response to the global banking crisis* (Autorité britannique des Services financiers), et enfin,
- *Enhancing, sound regulation and strengthening transparency*, rapport du Groupe de travail I du G 20.

Tous ces rapports reconnaissent que la régulation et la supervision avaient été trop fortement assouplies dans les économies avancées et s'accordent sur le fait qu'il faut les revoir en profondeur en ayant pour objectif de les renforcer sensiblement et d'adopter peut-être une régulation et une supervision du secteur financier plus fermes. Ces rapports mettent clairement en exergue l'existence de graves défaillances de la régulation et de la supervision.

Au centre de ce réexamen est la remise en question des hypothèses existantes concernant le fonctionnement des marchés, et la nature du risque financier. Pour citer la *Turner Review* :

« Ces hypothèses reposent sur la théorie de l'efficience et du comportement rationnel des marchés. Il en découle cinq propositions ayant des conséquences en termes de régulation :

- Les prix du marché constituent de bons indicateurs de la valeur économique rationnellement évaluée.*
- La titrisation du crédit, qui s'appuie sur la création de marchés nouveaux et plus liquides, améliore à la fois l'efficience de l'allocation des capitaux et la stabilité financière.*
- Les caractéristiques des marchés financiers en termes de risques peuvent se déduire de l'analyse mathématique, ce qui procure de solides mesures quantitatives du risque de marché.*
- La discipline de marché peut permettre de maîtriser efficacement les dangers de la prise de risques.*
- On peut affirmer que l'innovation financière est bénéfique car le jeu de la concurrence sur le marché évincera toute innovation qui ne produit pas de valeur ajoutée.*

Chacune de ces hypothèses fait l'objet d'importantes remises en cause tant théoriques qu'empiriques, avec de possibles conséquences sur la conception de la régulation et du rôle des autorités qui en sont chargées. » (*Turner Review*, 2009, p. 30)

Quelles sont les évolutions du système financier qui sont nées de ces hypothèses largement acceptées et ont conduit à la crise financière mondiale actuelle ?

L'histoire des crises financières et bancaires est aussi ancienne que l'histoire du secteur financier lui-même. Presque toutes les crises ont pour point commun un recours excessif à l'effet de levier et l'éclatement inévitable de la bulle financière qui en résulte. Il est intéressant de noter, à propos de la crise actuelle, que le recours excessif au levier s'est produit au moment où un large consensus s'était développé, *via* le processus de Bâle, sur la nécessité d'exigences minimales de fonds propres et le ratio de fonds propres obligatoires dans les établissements bancaires de toutes les grandes juridictions. En outre, durant cette période de croissance exceptionnellement soutenue du système financier, tant par sa taille que par sa sophistication, on pensait que les grands établissements financiers s'étaient également dotés de capacités sophistiquées de gestion du risque financier. Avec la dérégulation financière dans des juridictions clés comme les États-Unis et le Royaume-Uni, ainsi que dans la plupart des autres pays, la complexité des établissements financiers s'est également accrue. Les conglomérats financiers ont commencé à regrouper toutes les fonctions financières sous un même toit : banque, assurance, gestion d'actifs, négoce pour compte propre, banque d'investissement, courtage, etc. Les risques qui émergeaient alors ont par conséquent été mal appréciés et évalués tant par les institutions financières que par l'ensemble du système. Quels sont les facteurs responsables de l'apparition de ces risques excessifs ?

L'essor sans précédent de l'intermédiation de crédit titrisé et des dérivés qui y sont associés est une des évolutions les plus notables de la dernière décennie (Yellen, 2009). Cet essor repose sur l'hypothèse selon laquelle ce mécanisme, en permettant de sortir les risques des bilans bancaires et de les transférer à un ensemble diversifié d'investisseurs, réduirait les risques du système bancaire. Il y a encore peu, en avril 2006, le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, publié par le FMI, estimait que cette dispersion contribuerait à « atténuer et

absorber les chocs frappant le système financier » avec pour résultat que cette « meilleure résilience pourrait se traduire par une réduction du nombre de faillites bancaires et une plus grande cohérence dans les pratiques d'octroi du crédit » (cité dans le *Turner Report*, p. 42).

Cette hypothèse s'est déjà révélée erronée, même si des formes simples de titrisation existent depuis longtemps. La transformation des échéances fait partie des fonctions principales des banques : grâce à l'intermédiation, elles utilisent des éléments de passif à court terme pour financer des éléments d'actif à plus long terme dans le secteur non financier. Classiquement, les banques recourent fortement à l'effet de levier, par conséquent la confiance est cruciale pour leur bon fonctionnement et leur stabilité. Aussi, traditionnellement, les banques font-elles preuve d'une grande vigilance vis-à-vis des éléments de risque de leurs actifs, généralement illiquides, afin d'assurer une reconstitution permanente de leur passif à plus court terme qui sert à les financer. La titrisation permet de transformer les actifs illiquides en actifs liquides, ce qui, en théorie, permet de diluer les risques des bilans bancaires et abaisse également le niveau des fonds propres obligatoires. Les actifs eux-mêmes étant dès lors considérés comme des instruments liquides à court terme, les banques ont commencé à se financer grâce à du passif à très court terme, qui comprend même les pensions à 24 heures, dont le volume a fortement progressé ces dernières années. Le risque systémique s'est accru dans la mesure où les instruments négociés sont par nature plus susceptibles de voir leurs prix fluctuer en fonction des variations du sentiment du marché. De plus, les risques de liquidité sur ces marchés n'ont pas non plus été bien compris. On pensait que ces marchés liquides existeraient toujours, et par conséquent les actifs titrisés étaient censés être intrinsèquement moins risqués que les actifs à long terme et illiquides.

L'innovation financière, née de la recherche de rendement, a aggravé ce problème car des dérivés de deuxième ordre se sont multipliés et leur valorisation est devenue de plus en plus tributaire des modèles de valorisation ainsi que des notes de crédit (et non de la valorisation du marché observable et transparente) et donc par nature plus opaque. Ainsi, lorsque des problèmes sont apparus sur ces marchés et que les prix n'ont plus été visibles, la valorisation des actifs bancaires et du *shadow banking system* (système

bancaire parallèle) sont devenus impossibles. La confiance a donc disparu, paralysant les marchés.

L'apparition du *shadow banking system* qui sortait des actifs des bilans des banques a encore aggravé ces problèmes car cette technique abaissait leur niveau de fonds propres. Les transactions financières ont explosé et sont devenues de plus en plus complexes, en particulier au cours des cinq dernières années. Le secteur financier s'est ainsi progressivement mis à servir ses propres intérêts, affichant des profits et une croissance élevés, et s'intéressant relativement peu aux secteurs non financiers de l'économie, qu'il a pourtant en principe pour fonction de servir. L'endettement des sociétés financières s'est accru au point de dépasser le PIB des grandes économies. Par conséquent, avec la technique consistant à sortir les risques des bilans *via* la titrisation, ces risques sont revenus dans le système bancaire étendu, et la motivation première de la titrisation a disparu. Au lieu de réduire le risque systémique, la titrisation complexe et ses dérivés n'ont fait que l'accroître. En outre, il est devenu de plus en plus difficile de localiser précisément le risque *in fine*.

Le régime de régulation a intégré ces évolutions avec un temps de retard manifeste. Les méthodes de calcul des exigences de fonds propres au titre des risques sous-estimaient les risques inhérents aux instruments titrisés négociables, incitant encore davantage les banques à transformer leurs actifs en instruments négociables et induisant une pondération du risque moindre. Ces instruments se négocient essentiellement sur les marchés de gré à gré, peu transparents. On a ainsi abouti à une sous-capitalisation effective des banques, et les ratios d'endettement du *shadow banking system* non régulé et des banques d'investissement ont atteint des niveaux insoutenables.

La faiblesse des taux d'intérêt, la mauvaise appréciation du risque et les incitations inhérentes à l'activité bancaire à accorder des prêts et à céder des instruments titrisés se sont conjuguées, de sorte que l'endettement des ménages, en particulier l'endettement immobilier, a atteint des niveaux sans précédent. La demande de biens immobiliers résidentiels s'est envolée, et de là leurs prix. Le comportement des acteurs microéconomiques a induit une augmentation du risque systémique. Les autorités n'ont pas correctement apprécié ni compris ce risque, et n'ont donc pas su le maîtriser.

La crise financière actuelle confronte les instances de régulation du secteur financier à de nouveaux défis considérables.

Nous pouvons nous attendre à de longs débats tant au niveau académique qu'entre professionnels du secteur. Comment évoluera notre vision de l'efficacité et de la rationalité des marchés, en particulier des marchés financiers ? Quel sera l'effet de ce réexamen sur l'avenir de l'innovation financière ? Que feront les autorités de régulation pendant que les aspects théoriques de ces questions sont discutés ? Auront-elles une réaction excessive et restreindront-elles la croissance de la finance dans les prochains mois voire les prochaines années ? Cela aura-t-il aussi des conséquences sur la croissance du PIB mondial ?

J'en viens à présent aux principales propositions qui sont actuellement formulées en vue d'une refonte du système de régulation du secteur financier.

3 | VERS UNE RÉFORME DU CADRE DE RÉGULATION

De nombreux débats sont engagés, tant au niveau national qu'au plan international, sur la réforme de la régulation du secteur financier dans le but de remédier aux diverses faiblesses qu'elle a manifestées. Une chose est sûre : la régulation financière doit être renforcée à tous les niveaux. Les établissements, marchés et instruments jusqu'ici non régulés doivent l'être, et le cadre de régulation lui-même doit être revu de façon à tenir compte des nouveaux besoins au niveau national et international. Ce nouvel enthousiasme pour la régulation financière ne doit pas nous faire oublier les fonctions de base du système financier et la façon dont elles peuvent être consolidées de manière à mieux satisfaire les besoins de l'économie réelle.

Nous devons faire en sorte que le système financier continue de jouer un rôle vital dans l'intermédiation de l'épargne afin qu'il apporte un niveau de financement adéquat à l'économie réelle, soutenant par là-même la croissance économique. Il faut admettre que les marchés financiers resteront mondiaux et interdépendants, et que l'innovation financière continuera à contribuer à l'efficacité

économique. Par conséquent, il faut renforcer la régulation et la supervision tout en veillant à ne pas brider l'esprit d'entreprise et l'innovation financière. Il est toutefois nécessaire de garder à l'esprit la question de la finalité de l'innovation financière. Tant que celle-ci favorise la détermination des prix, l'efficacité de l'intermédiation et, partant, l'efficacité et la croissance globales, elle doit être encouragée, mais on doit la doter de garde-fous appropriés afin de préserver la stabilité financière. Il conviendra en revanche de décourager l'innovation financière non productive. De plus, quand on réfléchit à l'innovation financière et à la régulation il faut intégrer la dimension de la pertinence des innovations au regard de la capacité des régulateurs de les placer dans le champ de la régulation (Mohan, 2007). Par conséquent, il est nécessaire de réformer le cadre de régulation pour protéger le système financier des crises potentielles, et d'identifier les mesures permettant d'atténuer les conséquences de toute crise financière future.

Ce cadre devra tenir compte plus rapidement et plus efficacement des nouveaux risques connexes. Les institutions financières importantes et complexes continueront à exercer leurs activités dans plusieurs juridictions afin de répondre aux besoins de leurs grands clients internationaux, et la supervision devra être mieux coordonnée au plan international et disposer d'un solide cadre juridique mondial pour le règlement des faillites. Pour éviter l'arbitrage réglementaire, la régulation des instruments similaires et des établissements remplissant des fonctions analogues doit devenir plus homogène, au niveau national et international.

De plus, sur les marchés des capitaux, il conviendra de mettre davantage l'accent sur la réduction du risque de contrepartie et de faire en sorte que l'infrastructure de ces marchés leur permette de demeurer une source de financement en temps de crise. L'après-crise devrait se caractériser par un système financier présentant un niveau d'endettement moins élevé, des déséquilibres du financement moindres (tant en termes de maturités que de devises), une exposition réduite au risque de contrepartie et des instruments financiers plus transparents. Une fois que les marchés de crédit se seront remis de la crise, il faudra veiller à atténuer l'inévitable tendance à accroître les profits *via* une prise de risques accrue. Une approche macroprudentielle plus développée sera importante à cet égard.

Les institutions et les marchés qui émergeront de cette crise devraient être très différents par leur nature, leur taille et leurs expositions transfrontières de ceux qui existaient avant. À mesure que le système bancaire et financier se consolide, les décideurs devront adapter la régulation prudentielle à diverses tailles et à divers degrés de concentration. De même, la politique de la concurrence aura pour mission importante de garantir une concurrence saine. Les établissements, marchés et instruments financiers, bien qu'actuellement en repli, continueront donc d'évoluer et de poser des problèmes pour la régulation. Les institutions financières, les décideurs, les instances de contrôle et de régulation devront renforcer leur capacité à répondre à l'interdépendance des marchés, au plan tant national que mondial, aux conséquences de l'innovation et aux incitations mal orientées.

Il sera important de définir le bon moment pour modifier le cadre de régulation. Les recommandations qui seront formulées doivent aller dans le sens d'un ajustement proportionné de la régulation lorsque cela se révélera nécessaire, et admettre les limites éventuelles de l'autorégulation dans certains contextes. Ainsi, *in fine* le niveau de fonds propres obligatoires devra être relevé pendant la phase d'expansion économique afin de pouvoir être abaissé si nécessaire, en phase de ralentissement. Ces changements, s'ils intervenaient dans l'environnement actuel, pourraient avoir des conséquences négatives sur l'économie réelle. Un examen approfondi et complet des conséquences des réformes et de l'harmonisation, coordonné entre les différentes juridictions, est nécessaire pour aboutir à une plus grande stabilité du système financier (G 20, 2009).

En bref, les réformes doivent avoir pour objectif premier d'accroître l'efficacité de la régulation tout au long du cycle. Cet objectif implique de prendre en compte de nombreuses autres questions, relatives notamment aux politiques de rémunération dans les institutions financières, aux dépôts de garantie obligatoires et les pratiques de gestion des risques axées sur le calcul de la valeur en risque (VaR) à partir d'échantillons historiques courts, au ratio de fonds propres, aux méthodes de valorisation et des pratiques en matière de provision pour pertes sur prêts. De plus, il est nécessaire de redéfinir la portée du cadre de régulation afin d'établir une surveillance appropriée des établissements et des marchés susceptibles d'engendrer des risques systémiques.

La gestion du risque doit également être améliorée ; elle doit mieux évaluer les vulnérabilités engendrées par les risques systémiques à faible fréquence et être capable d'atténuer plus efficacement ces risques.

Dans le contexte de ces nombreuses questions, la présente section tente de définir les priorités d'action pour la régulation et la supervision de la sphère financière.

3|1 Orientation macroprudentielle

Comme nous l'avons vu, l'accumulation de risques microéconomiques a abouti à l'apparition d'un risque macroéconomique majeur, notamment en raison de l'envolée des prix de certains actifs qui ont atteint des niveaux insoutenables. En complément d'une solide régulation microprudentielle et visant l'intégrité du marché, il faudrait renforcer les cadres nationaux de régulation financière au moyen d'une surveillance macroprudentielle qui privilégie une approche systémique de la régulation et de la supervision et qui limite l'accumulation de risques excessifs identifiables dans le système financier dans son ensemble. Les règles prudentielles doivent encourager un comportement favorisant la stabilité systémique, qui dissuade l'arbitrage réglementaire et qui adopte le concept de risque « systémique », intégrant les effets du levier et du financement. Dans la plupart des juridictions, il faudra pour cela améliorer les mécanismes de coordination entre diverses autorités financières, assigner à toutes ces autorités le mandat de veiller à la stabilité du système financier et concevoir des outils efficaces permettant de faire face aux risques systémiques. Cela nécessitera également une instance mondiale efficace (on pense actuellement que le Conseil de Stabilité financière – *Financial Stability Board* – pourrait jouer ce rôle) qui réunisse les autorités financières de différents pays afin qu'elles évaluent conjointement les risques de l'ensemble du système financier mondial et qu'elles coordonnent leurs réponses.

Plusieurs institutions décisionnaires, notamment les banques centrales, ont amélioré leur analyse du risque systémique ces dernières années : nombre des vulnérabilités systémiques qui ont causé ou aggravé la crise actuelle avaient, en réalité, été identifiées, mais on ne disposait pas de mécanismes permettant de traduire efficacement en actions ces analyses. L'idée fondamentale, ici, consisterait à multiplier le

ratio d'adéquation des fonds propres par un facteur de risque systémique. Il faut trouver de meilleures mesures du risque macroprudentiel. Certaines analyses concluent que le ratio de levier financier, l'asymétrie des échéances entre éléments de l'actif et du passif et les estimations de l'expansion du crédit bancaire doivent être pris en compte. Des établissements « systémiques » affichant une forte croissance et recourant largement à l'effet de levier devraient appliquer un niveau de fonds propres plus élevé que les autres. En effet, l'idée qui sous-tend cette proposition est qu'il faut relever le niveau de fonds propres requis lorsque le risque systémique s'accroît, caractérisé par un accroissement de l'endettement, une asymétrie des échéances, une expansion du crédit et une hausse du prix des actifs, et l'abaisser en phase de repli, quand le recours à l'endettement diminue (*Rapport de Genève*, 2009).

On pourrait explorer plus avant de possibles outils macroprudentiels, notamment :

- compléter les mesures de fonds propres basées sur le risque au moyen d'indicateurs plus simples visant à mesurer l'accumulation d'endettement, avec une plus grande sensibilité aux expositions hors-bilan ;
- des exigences de fonds propres qui s'ajustent en fonction du cycle financier ;
- des normes de provisions pour créances douteuses qui intègrent toutes les informations disponibles sur la solvabilité ;
- l'utilisation d'échantillons de données historiques couvrant une période plus longue afin d'évaluer le risque et les dépôts de garantie obligatoires ; et
- une plus grande attention portée aux apports personnels pour les prêts hypothécaires.

En outre, la difficulté est de toujours s'efforcer d'établir un équilibre entre la réglementation macro- et microprudentielle.

3|2 Régime de régulation

L'émergence du *shadow banking system* et d'autres institutions financières utilisant l'effet de levier doit conduire à étendre le champ de la régulation et de la supervision à toutes les institutions, marchés et instruments d'importance systémique. Le périmètre de la supervision du secteur financier devra donc être élargi, éventuellement avec des strates différenciées de sorte qu'il y ait une gradation du contrôle appliqué aux institutions, allant de simples obligations de déclaration à des niveaux renforcés de surveillance prudentielle, en fonction de la contribution des institutions financières aux risques systémiques. Les autorités financières auront besoin d'avoir davantage d'informations sur toutes les institutions et marchés financiers importants, y compris sur les fonds d'investissement privés. Les grandes institutions financières complexes requièrent une surveillance particulièrement ferme compte tenu de leur taille et de leur activité internationale. Il faudrait aussi envisager d'intégrer dans la régulation des moyens de dissuader ces établissements de devenir « *too big to fail* ». Le cadre de régulation et de supervision doit s'efforcer de traiter de la même manière des institutions et des activités analogues, en mettant davantage l'accent sur les fonctions et activités, et moins sur le statut juridique.

Un des principaux sujets de désaccord porte sur la nécessité et la manière de réguler les fonds d'investissement privés (dont les *hedge funds*). De fait, ils n'ont pas tous joué le même rôle dans la crise actuelle. Néanmoins, de nombreuses analyses concluent que les fonds d'investissement privés, y compris les *hedge funds*, peuvent être facteurs de risque, en raison de leur taille globale sur le marché, de l'usage qu'ils font de l'effet de levier et des asymétries des échéances, ainsi que de leur interdépendance avec d'autres pans du système.

Les acteurs du marché se sont appuyés pour prendre des décisions sur les notations des instruments négligeant ainsi l'analyse des risques.

En conséquence, les agences de notation devront être soumises à un régime de régulation. En outre, leurs pratiques et procédures devront être modifiées afin de répondre aux risques de conflits d'intérêt et de s'assurer de la transparence et de la qualité du processus de notation, en particulier celui des dérivés et des instruments titrisés complexes. Dans la mesure où certaines agences de notation exercent leur activité dans le monde entier, il faudrait que le cadre de surveillance soit homogène entre toutes les juridictions, avec un partage d'informations adéquat entre les autorités nationales responsables de la surveillance des agences de notation.

3|3 Procyclicité

Une fois que le système financier se sera rétabli, les normes internationales de fonds propres et les volants de liquidité devront être rehaussés, et il faudra encourager les provisions et l'accumulation de volants de précaution au niveau des fonds propres en période d'expansion, de sorte que les fonds propres puissent absorber les pertes et que l'on puisse puiser dedans en période difficile. Il sera nécessaire de définir une méthodologie permettant d'établir de façon non discrétionnaire un lien, entre le stade du cycle économique et, d'une part, le niveau de fonds propres requis, d'autre part, les règles comptables et prudentielles.

Les conventions et procédures comptables, qui sont perçues comme des facteurs de procyclicité dans le système financier, soulèvent également de nombreuses questions. Certes, il ne faut pas revenir en arrière, et renoncer à la comptabilisation en juste valeur, dans le seul but de résoudre le problème d'illiquidité temporaire du marché. Il est en revanche nécessaire de clarifier la nature de l'incertitude des prix, et de façon à parer aux éventuelles valorisations erronées aussi bien sur les marchés illiquides que sur les marchés en expansion. Plusieurs améliorations pourraient être apportées : au niveau des principes et orientations pour la valorisation en valeur de marché, des informations sur la variance pour des calculs en juste valeur et des données sur les prix historiques.

3|4 Surveillance prudentielle

En matière de surveillance prudentielle, trois grands domaines méritent d'être renforcés : le cadre d'adéquation des fonds propres, la gestion du risque de liquidité et l'infrastructure pour les dérivés de gré à gré.

LES RATIOS DE FONDS PROPRES

À l'évidence, il est impératif de relever la quantité et la qualité des fonds propres, et d'imposer des exigences minimales de fonds propres nettement supérieures aux règles de Bâle en vigueur. L'accent doit être mis sur les fonds propres de base (*Tier I*). La transition vers les règles futures doit être soigneusement planifiée car il est fondamental que les banques continuent à accorder des prêts dans le contexte macroéconomique actuel. Les exigences de fonds propres au regard des opérations du portefeuille de négociation (*trading book*) doivent être significativement revues à la hausse. Les comptes publiés pourraient également inclure les volants de précaution, en anticipation d'éventuelles pertes à venir *via*, par exemple, la création d'une « réserve en fonction du cycle économique ». On pourrait introduire un ratio d'endettement brut maximum, qui fixe un plafond permettant d'éviter une croissance excessive des bilans en valeur absolue. De plus, dans un contexte d'innovation financière rapide et d'exigences de fonds propres fondées sur le risque, une mesure des fonds propres bien construite et ne reposant pas sur le risque peut, du moins partiellement, résoudre le problème de la modélisation des déficiences pour les approches avancées et garantir qu'un minimum de fonds propres soit conservé dans le système bancaire.

LA GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

L'approche future doit explicitement reconnaître que la régulation et la supervision de la liquidité sont aussi importantes que la réglementation des fonds propres. Individuellement, les institutions financières ont montré que leur structure d'incitations interne est telle que le risque de liquidité peut être procyclique en raison de ses liens avec le risque de marché et de crédit, et avec des facteurs d'accélération, comme l'impact de la valorisation en valeur de marché.

Reposant structurellement sur le financement sur le marché de gros à court terme, en particulier *via* la titrisation, les bilans bancaires et le coût des fonds propres deviennent plus sensibles aux facteurs procycliques. En conséquence, la régulation doit bien faire apparaître le véritable coût du financement de la liquidité dans les bilans des établissements financiers, ce qui garantit que le marché ne s'appuie pas exagérément sur la facilité d'urgence de soutien à la liquidité proposée par la banque centrale. Les aspects à prendre en considération sont les suivants :

- une meilleure gestion du risque de financement grâce au renforcement de la gestion du risque, de la gouvernance et du contrôle ;
- l'introduction de volants minimum (quantitatifs) de liquidité de financement, constitués d'actifs liquides de haute qualité ;
- l'introduction de frais de régulation pour les établissements qui présentent un risque de liquidité supérieur à la moyenne et une tarification de l'accès à la liquidité de banque centrale encourageant les établissements à conserver du collatéral de meilleure qualité.

Un cadre de liquidité mondial efficace pour la gestion de la liquidité dans les grands établissements financiers transfrontières, devra inclure des niveaux de volants de liquidités définis au plan international, et veiller à ce qu'ils soient composés d'actifs de meilleure qualité qu'aujourd'hui. Un tel cadre doit être global et prendre en compte les besoins de liquidité de l'ensemble des groupes financiers.

L'INFRASTRUCTURE POUR LES DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

L'explosion des dérivés de crédit et de leurs émanations (notamment les *collateralised debt obligations* – CDO) fait apparaître un besoin évident de surveillance et de transparence sur ce marché. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le marché des *swaps* sur défaut (*credit default swaps* – CDS) opère sur une base bilatérale, de gré à gré, et s'est développé jusqu'à représenter plusieurs fois la taille du marché du sous-jacent. Compte tenu des problèmes dans lesquels ont été impliqués plusieurs intervenants importants, l'attention s'est portée sur les risques systémiques que posent les CDS. Partout dans le monde, on s'accorde sur la nécessité d'une

contrepartie centrale pour les dérivés de gré à gré et, des efforts sont actuellement déployés, aussi bien aux États-Unis, dans l'Union européenne qu'ailleurs, en vue d'instaurer une contrepartie centrale pour les CDS.

L'instauration d'une contrepartie centrale favorise la transparence du marché, notamment la communication des prix des CDS, des volumes de transactions et des positions de place agrégées. Des informations sur la tarification, si elles sont disponibles, peuvent améliorer l'équité, l'efficacité et la compétitivité des marchés, autant d'éléments qui renforcent la protection des investisseurs et facilitent la constitution de capital fixe. Le niveau de transparence dépend, bien sûr, de l'ampleur de la participation à la contrepartie centrale. Au besoin, les autorités nationales peuvent créer certaines incitations, par exemple en imposant une charge en capital plus élevée sur les transactions qui ne sont pas compensées par une contrepartie centrale. Pour renforcer la transparence et promouvoir le recours aux contreparties centrales et aux négociations sur des marchés organisés pour les dérivés de crédit, les autorités doivent également encourager le secteur financier à standardiser les contrats et à utiliser les services d'un dépositaire de données pour les contrats non standardisés et favoriser un accès ouvert et équitable aux services des contreparties centrales. Afin d'atténuer le risque systémique découlant du risque de contrepartie, à court terme, un environnement concurrentiel pour les contreparties centrales qui n'impose pas d'exigences réglementaires susceptibles de fragmenter indûment le marché, serait également bénéfique.

3|5 Rémunération et gestion des risques

RÉMUNÉRATION

La nette envolée des rémunérations dans le secteur financier – surtout en comparaison des tendances dans le reste de l'économie – est un des facteurs nettement identifiés aujourd'hui comme ayant contribué à la naissance de la crise financière. On porte désormais une attention bien plus grande à l'élaboration de bonnes pratiques par les instances de normalisation dans le monde entier. Il importe que les réformes en la matière s'appliquent à l'ensemble du secteur, de sorte que si certaines entreprises

d'importance systémique améliorent leurs pratiques de gestion des risques et de rémunération, ces efforts ne soient pas sapés par des pratiques moins saines chez d'autres. Avec la formulation de ces principes et pratiques, nous devons être plus attentifs à la structure d'incitations inhérente au marché, qui a conduit aux pratiques en matière de rémunération en vigueur dans le secteur financier. Il sera vraisemblablement plus efficace d'agir sur cette structure d'incitations déficiente que d'imposer des obligations par voie réglementaire.

GESTION DES RISQUES

Les déficiences fondamentales des pratiques de gestion des risques révélées par la crise actuelle sont l'incapacité des établissements financiers à surveiller correctement les concentrations de risques sur l'ensemble des produits et des zones géographiques, les insuffisances des exercices de simulation de crise (*stress testing*) et l'inadéquation des pratiques de gestion des risques découlant des produits structurés. Avant tout, il reste de la responsabilité du secteur privé de prendre l'initiative du renforcement des cadres de gestion des risques à l'échelle de l'entreprise. La direction et le conseil d'administration ont la responsabilité d'instaurer des systèmes adéquats de contrôle et de gestion des risques. De manière générale, on attend des banques qu'elles disposent de politiques, des systèmes et des contrôles internes efficaces pour identifier, mesurer, surveiller, gérer, maîtriser et atténuer les concentrations de risques en temps voulu, et dans diverses situations, y compris en temps de crise. Il faudrait que les autorités de régulation supervisent ces bonnes pratiques destinées à prendre en compte les concentrations de risques à l'échelle de l'entreprise découlant des activités de titrisation et des expositions au bilan et hors-bilan.

TRANSPARENCE

Compte tenu des graves problèmes qui sont survenus, il faut clairement mettre davantage l'accent sur une plus grande transparence du marché en termes de techniques, de caractéristiques des données et de lacunes dans la valorisation des instruments financiers complexes, sur une meilleure information concernant les marchés dérivés de gré à gré et les dispositifs de compensation sous une forme qui permette aux instances de régulation d'agrèger et d'évaluer les risques du système dans son ensemble. Les investisseurs pourraient ainsi exercer une certaine

vigilance, actuellement externalisée aux agences de notation, ce qui aiderait également ces dernières à mieux mesurer les risques extrêmes.

Ici, l'enjeu principal est double : les instances de normalisation doivent œuvrer avec les superviseurs et les instances de régulation, à la fois pour réduire la complexité des normes comptables dans le but de faciliter une meilleure évaluation de l'incertitude environnant les valorisations, et pour uniformiser les méthodes de valorisation et unifier les normes comptables.

MISE EN APPLICATION

Les normes internationales relatives à la régulation macroprudentielle, au champ de la régulation, aux niveaux des fonds propres et aux volants de liquidités devraient faire l'objet d'une coordination sous l'égide du Forum de Stabilité financière (FSF) élargi, aujourd'hui transformé en Conseil de Stabilité financière, du FMI et des instances de normalisation internationales afin que l'on puisse disposer d'un cadre international commun et cohérent, qui sera mis en œuvre par les autorités nationales en fonction des spécificités nationales. Il faudra procéder à un examen périodique des cadres de régulation et de surveillance, ainsi que de leur mise en œuvre, dans tous les pays du G 20, et cet examen devra être validé à l'échelle internationale et rendu public.

4 | LES DÉFIS À RELEVER

Le programme de renforcement de la régulation et de la supervision du secteur financier est ambitieux. Des sujets de désaccord sur la coopération en matière de régulation vont apparaître tant au sein des autorités de réglementation nationales qu'au niveau international. Alors que les principes qui ont été mis en exergue pour cette refonte de la régulation sont de mieux en mieux acceptés, de nombreux défis vont devoir être relevés concernant la manière dont ils doivent être mis en œuvre et fonctionner effectivement.

Premier point sensible, les diverses propositions qui conduiront à relever le niveau des fonds propres requis sur l'ensemble du cycle économique, et l'extension de ces exigences de fonds propres aux institutions s'apparentant à des banques mais qui ne sont

actuellement pas régulées, ou très peu, se traduiront inévitablement par une baisse de la rentabilité pour les investisseurs en actions. Dans le contexte actuel, le pouvoir de négociation des établissements bancaires s'est affaibli, si bien qu'on entend peu de protestations à l'encontre de ces propositions. Lorsque la crise financière sera finie et que la situation sera redevenue normale, on peut s'attendre à ce que le secteur financier fasse tout son possible pour résister aux exigences de relèvement des ratios de fonds propres. Les instances de régulation et les autorités nationales des différents pays auront alors la difficile tâche de résister aux demandes d'assouplissement des nouvelles exigences relatives aux fonds propres, aussi bien pour le relèvement du niveau minimum que pour le volant de précaution proposé en période d'expansion économique. Le secteur financier aura retrouvé son pouvoir de pression. Les autorités devront donc s'être préparées à y résister. Le recul de la rentabilité entraînera celui des niveaux de rémunération dans tout le secteur financier.

Deuxièmement, la mise en œuvre de la constitution de coussins de fonds propres contracycliques se heurtera à des difficultés significatives. Les régulateurs devront entreprendre des travaux techniques conséquents pour comprendre les cycles économiques dans l'optique de repérer les points de retournement. Qu'est-ce qui déclenchera les changements dans les coussins de fonds propres dans l'une ou l'autre direction ? Ces changements anticiperont-ils les retournements du cycle économique ou interviendront-ils *a posteriori* ? Il faudrait aussi savoir dans quelle mesure ils seraient fondés sur des règles ou sur des informations afin que les établissements régulés sachent eux-mêmes par avance ce qu'ils doivent faire. La possible non-synchronisation des cycles économiques dans les différents pays constitue une difficulté supplémentaire. Dans ce cas les autorités de régulation du pays d'origine et du pays d'accueil devront coopérer plus étroitement pour fixer les exigences de fonds propres applicables aux différents segments d'un même conglomerat financier international. Pour les pays émergents, un problème supplémentaire tient au manque de données sur le cycle économique.

Troisièmement, il y a un large consensus sur la régulation macroprudentielle et sur l'identification des risques systémiques, comme la constitution de bulles de prix d'actifs. Cependant, il faudra effectuer un travail technique considérable au niveau national

comme au plan international pour identifier ces risques, ce qui est ou n'est pas systémique, et quels types d'actions de régulation seraient efficaces. Concernant la crise actuelle, par exemple, on avait largement conscience de l'accumulation de déséquilibres financiers mondiaux et du gonflement d'une bulle de prix des actifs, mais il n'y avait guère d'accord sur ce qu'il convenait de faire. Même si les travaux nécessaires à l'identification du risque systémique et à la détermination des mesures de régulation indispensables sont effectués, quelle méthode retiendra-t-on sur le plan international pour appliquer ces mesures ? Au sein des systèmes de régulation nationaux, des problèmes ayant trait à la coopération entre les instances de régulation surgiront ; qui aura la responsabilité d'émettre les alertes avancées et qui les écoutera ?

Quatrièmement, l'extension de la régulation à toutes les institutions, tous les marchés et instruments d'importance systémique fait l'objet d'un consensus. Là encore, se pose le problème de la mise en œuvre. Comment définir le niveau à partir duquel l'importance est jugée systémique ? La régulation des *hedge funds*, qui peuvent revêtir de multiples formes et tailles, fait l'objet de nombreux débats. En effet, certains de ces fonds sont importants mais n'utilisent pas de levier, d'autres sont importants et recourent au levier, quand d'autres encore peuvent être de taille modeste et faire appel au levier, entre autres configurations. Si les *hedge funds* ou d'autres fonds d'investissement, pris individuellement, peuvent ne pas être d'importance systémique, ils peuvent l'être, dans leur ensemble. De surcroît, ils peuvent ne pas l'être dans leur ensemble en période faste, mais le devenir en période d'utilisation intensive du levier. Il en va de même pour les marchés et les instruments. Le fonctionnement des cadres de régulation nationaux et internationaux doit donc être bien délimité à cet égard. En effet, une régulation excessive et mal conçue risquerait d'étouffer l'esprit d'entreprise.

Cinquièmement, de nombreux débats portent sur la question des crédits titrisés et des produits connexes. Dans ce domaine, l'innovation financière a été à l'évidence improductive et dysfonctionnelle, et elle devra être découragée. Cependant, une fois encore, la titrisation est une méthode éprouvée qui a beaucoup contribué à « mettre de l'huile » dans le système financier et qui a contribué à répondre aux besoins de financement de l'économie réelle à un coût compétitif. La difficulté consistera ici à

réguler ces instruments et à distinguer les « bonnes innovations financières des « mauvaises ».

Sixièmement, comme en témoigne la crise économique actuelle, alors que nombre des grandes institutions financières complexes ont une activité internationale, elles font l'objet d'une régulation au seul niveau national. Actuellement, on débat beaucoup de la manière d'améliorer la coopération internationale concernant la régulation. Outre les problèmes de régulation associés aux établissements en activité, le règlement transfrontière de la faillite d'établissements financiers soulève des problèmes encore plus épineux. Les discussions sur ce point ne font que commencer.

Septièmement, s'agissant des économies émergentes, la volatilité des flux de capitaux conduit à de graves problèmes de gestion macroéconomique et de régulation financière (CGSF, 2009). Ces flux de capitaux sont fortement influencés par les régimes de politique monétaire en place dans les pays développés, si bien que leur volatilité ne dépend pas forcément de la situation économique du pays accueillant les capitaux. Des flux d'entrée excessifs, des arrêts soudains et des retraits tout aussi brusques ont des répercussions significatives sur le secteur financier des pays émergents, le fonctionnement de leurs marchés de capitaux et le prix des actifs, et donc sur leur économie dans son ensemble. Pour gérer cette volatilité, il faut une politique monétaire, une politique budgétaire et une gestion du compte de

capital actives, ainsi qu'une régulation des marchés financiers. Ce point continuera de poser problème puisqu'il n'est guère débattu à l'échelle internationale.

Enfin, pour faire face à la crise, la politique monétaire a été considérablement assouplie dans de grandes économies avancées depuis le second semestre 2007. Les taux directeurs ont été ramenés à des niveaux proches de zéro, soit encore en deçà de ceux atteints en 2003-04, et les systèmes financiers ont été inondés de liquidités. Si elle n'est pas retirée rapidement, une liquidité abondante risque d'induire les mêmes excès et déséquilibres que ceux observés sur 2003-07. Des liquidités excessives peuvent aussi se transformer en importants flux de capitaux vers les économies émergentes, qui seront vraisemblablement recyclés ensuite dans les économies avancées. Il faudra mettre un terme de manière adaptée à cette politique monétaire d'une souplesse sans précédent, dès le début de la reprise économique mondiale, si l'on veut éviter la résurgence d'une crise financière telle que celle que nous traversons.

Pour résumer, l'émergence de la crise financière mondiale conduit à une réflexion nouvelle sur l'ensemble des questions de politique monétaire et de régulation financière. Si des progrès considérables ont été accomplis dans l'identification des principes qui doivent sous-tendre la refonte de la régulation, leur mise en œuvre rencontrera d'importantes difficultés, qui apparaîtront à mesure que nous avançons vers un nouveau dispositif à l'échelle mondiale.

BIBLIOGRAPHIE

Banque des règlements internationaux (2008)

78^e rapport annuel, 2007-08

Committee on Global Financial System (2009)

"*Capital flows and emerging market economies*" (Président : Rakesh Mohan), *CGFS Papers* n° 33, Banque des règlements internationaux

Fonds monétaire international (2009)

"*Initial lessons of the crisis*", février

G 20 (2009)

Groupe de travail 1 sur "*Enhancing sound regulation and strengthening transparency*" (Co-présidents : Tiff Macklem et Rakesh Mohan)

G 30 (2009)

"*Financial reform: a framework for financial stability*" (Président : Paul A. Volcker), Washington DC

Larosière (J. de) (2009)

"*The high-level group report on financial supervision in the EU*"

Mohan (R.) (2007)

"*Recent financial market developments and implications for monetary policy*", *Reserve Bank of India Bulletin*, octobre

Rapport de Genève (2009)

"*The fundamental principles of financial regulation*", *Geneva Reports on the World Economy 11* (de Markus Brunnermeier, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud et Hyun Shin)

Reddy (Y. V.) (2008)

"*Global financial turbulence and financial sector in India: a practitioner's perspective*", *Reserve Bank of India Bulletin*, août

Taylor (J.) (2009)

"*The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong?*", *NBER Working paper*, n° 14631

Turner Review (2009)

"*The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*" de Lord Turner, Président, *Financial Services Authority*, Royaume-Uni

Yellen (J. L.) (2009)

"*A Minsky meltdown: lessons for central bankers*" available at <http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0416.html>