

# Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ?

---

**GEORGES PAUGET**

*Directeur général*

*Crédit Agricole S.A.*

*Après la réunion du G 20 du mois d'avril 2009, les principes définis par les chefs d'État ou de gouvernements doivent être traduits en règles opérationnelles. La période qui s'ouvre paraît devoir prendre en compte les faiblesses du système de régulation-supervision et intégrer les risques associés à tout nouveau dispositif à définir dans l'environnement actuel.*

*Les faiblesses majeures du système actuel sont au nombre de quatre :*

- *couverture limitée ;*
- *caractère fragmenté ;*
- *caractère hétérogène ;*
- *caractère procyclique.*

*Les risques à gérer sont au nombre de cinq :*

- *la multiplicité des coordinations à différents niveaux peut rendre le système opaque et peu réactif ;*
- *un possible empilement des exigences du régulateur en matière de fonds propres ;*
- *la difficulté d'avoir des outils pertinents de gestion de la liquidité ;*
- *la complexification de l'arsenal prudentiel peut constituer un frein à l'innovation financière ;*
- *l'indépendance trop fréquente des approches macro et micro ne permet pas une appréhension correcte de l'efficacité et des effets des politiques monétaires sur l'économie réelle.*

NB : Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que son auteur. Elles ne reflètent pas nécessairement les positions exprimées par les organisations dont il est membre.

Les conclusions du G 20 traduisent la volonté de donner au système financier un cadre de référence et d'action qui permette de combiner croissance économique et équilibre du système financier. Il faut ici saluer le travail qui a été réalisé lors de cette réunion internationale, l'accent était certes mis plutôt sur les efforts de relance, mais on sait qu'une relance sans régulation a moins encore de chance de fonctionner qu'auparavant.

Après le temps politique va venir le temps de la traduction des principes en règles opérationnelles. Le dispositif qui en résultera sera évidemment le fruit d'une négociation ; il sera nécessairement complexe. Dans un tel contexte, la clarification et la hiérarchisation des principes qui doivent régir ce nouveau système sont utiles et opportunes. La régulation et la supervision vont en effet jouer dans ce nouvel ensemble un rôle clé : celui de préciser, de faire vivre un cadre de référence au niveau macrofinancier comme au niveau des entreprises financières.

Suivant la définition reprise dans le rapport du groupe de haut niveau présidé par J. de Larosière, la régulation est le *corpus* de règles qui gouverne les institutions financières. L'objectif central est d'assurer la stabilité financière et de protéger les consommateurs.

La régulation peut prendre diverses formes de l'exigence d'informations à des dispositifs plus stricts tels que l'exigence de capital.

La supervision est le dispositif qui s'assure que les institutions financières appliquent effectivement les règles définies par les régulateurs.

Même si les rôles et responsabilités de chacun sont bien identifiés, il est nécessaire de considérer régulation et supervision comme un système, c'est-à-dire comme un ensemble face aux autres acteurs de la finance, qu'il s'agisse des gouvernements ou des entreprises financières.

La relation entre régulation et supervision ressort d'une autre logique, celle qui associe l'acteur définissant les règles à celui qui contrôle leur application. Cette nécessaire liaison explique que les régulateurs soient largement acteurs de la mise au point de la régulation.

On dispose ainsi de deux niveaux d'analyse globale qui vont s'avérer utiles aussi bien pour caractériser les défaillances ou les faiblesses du système actuel d'encadrement des activités financières (cf. section 1) que pour identifier les risques à gérer hors de la redéfinition de ce système (cf. section 2).

## 1 | REGARD CRITIQUE SUR LE FONCTIONNEMENT DE LA RÉGULATION ET DE LA SUPERVISION

La pensée dominante en matière de finance a souvent été que les marchés sont efficaces et reviennent naturellement à l'équilibre.

La crise financière que nous traversons a mis en lumière les limites de cette vision théorique comme celles du système de régulation-supervision qui sous certains aspects, s'en inspire. Nous en avons identifié quatre majeures, qui doivent nécessairement être corrigées si l'on veut atteindre l'objectif de stabilité financière souhaité par tous les acteurs.

Le système est en premier lieu à couverture limitée. Ceci peut résulter de la volonté des États qui se font une certaine idée du fonctionnement des marchés financiers et de leur rôle dans l'économie. Ceci peut tenir aussi au défaut de coordination entre États qui laissent ainsi se développer de larges espaces non régulés. Les acteurs du marché exploitent cette situation, créent une industrie, apporteuse d'emplois ou d'autres effets économiques positifs. La remise en cause de cette construction est alors d'autant plus problématique qu'elle est importante. Autant de raisons pour que, ce qui était à l'origine une anomalie, fasse ensuite partie du paysage. L'idée sous-jacente de cette couverture limitée est que l'absence de règles serait de nature à faciliter la prise d'initiatives et donc à créer plus rapidement de la valeur que les systèmes trop régulés. On peut, dans cette perspective, faire valoir que l'exigence de capital minimum ou la démonstration de la compétence des acteurs constituent des barrières à l'entrée. Cela revient à considérer que la prise d'initiative sans contrainte est le modèle le plus créateur de valeur.

Ces approches se heurtent toutefois à plusieurs réalités : l'absence de capital ou un trop faible niveau de capital présentent en effet un caractère déresponsabilisant, l'initiateur du projet faisant reporter le risque sur le consommateur ou sur le reste de la société suivant l'ampleur du projet. L'absence de norme professionnelle rend plus difficile l'identification, puis la sanction de comportements déviants.

Un cadre de référence s'impose donc. Il est une nécessité absolue. Mais il y a lieu de l'adapter pour qu'il soit constamment opérant, c'est-à-dire de le proportionner au risque suivant les activités. Des distorsions peuvent apparaître en effet entre les différents cadres et les différentes activités générant des problèmes de concurrence parce que les superviseurs et les régulateurs sont multiples. Ces distorsions sont à l'évidence source de difficultés multiples, de freins au développement, mais aussi d'opportunités d'arbitrages réglementaires, voire d'insécurité à elles seules, mais elles ne sont cependant pas de nature à déstabiliser l'ensemble du système.

Le défaut de coordination entre États génère des espaces non régulés qui peuvent déstabiliser les systèmes. On trouve dans cette catégorie aussi bien les pays à « législation allégée » que les paradis fiscaux proprement dits. L'impact systémique de ces deux catégories n'est évidemment pas le même. La réduction de cet espace non régulé est donc un enjeu pour la stabilité du système financier sur longue période. Il ne va pas de soi qu'il le soit autant en période de crise.

La deuxième faiblesse du système de régulation-supervision est son caractère fragmenté, face à une économie et des marchés financiers mondialisés. Les différences de normes qui en résultent ont des effets systémiques. La non-coordination des acteurs est également un facteur potentiel aggravant en période de crise.

La fragmentation des régulateurs est manifeste. Il suffit de prendre l'exemple caricatural des États-Unis avec un commissaire aux assurances par État qui n'a pas su identifier le risque *monoline*, une *Securities and Exchange Commission* (SEC) qui ne régulait pas les grandes maisons de Wall Street et un Système fédéral de réserve (Fed) qui, devant la

complexité et la fantastique vitesse d'évolution de la crise, ne pouvait que tâtonner. Ceci sans oublier que certains régulateurs américains, du financement du logement par exemple, avaient un intérêt direct en tant qu'institution à ne pas exercer une règle trop stricte. Capture du régulateur, fragmentation et non coordination, les conditions d'une crise sont donc là, crise financière amplifiée par des lacunes ou des défauts de régulation. Appliqué au niveau européen, le tableau est certes moins sombre, mais les limites sont apparues également. Le régulateur n'a pas eu le temps de s'adapter car il n'est pas organisé pour cela, les superviseurs se sont sans doute coordonnés, mais la matérialité de leur intervention n'est pas perceptible, faute d'un processus de décision clair. La banque centrale est opportunément intervenue pour apporter toute la liquidité nécessaire au système.

La seule réponse possible à cet état de fait est de rebâtir l'architecture du système de régulation et de revisiter la relation régulation-supervision.

Le sommet de la pyramide est constitué par la surveillance des risques systémiques et le lien qu'il y a lieu d'établir avec les politiques monétaires et de change conduites dans les plus grandes zones : États-Unis, Europe, Chine et leur jeu potentiel conjugué avec les règles de supervision. L'impact des politiques monétaires sur le risque systémique et en particulier sur la structure des systèmes et des modèles bancaires mérite d'être désormais systématiquement pris en compte.

Le renforcement du rôle du Fonds monétaire international (FMI), l'élargissement des responsabilités et de la composition du Conseil de Stabilité financière (CSF) vont manifestement dans ce sens, comme la création auprès de la Banque centrale européenne (BCE) d'un conseil en risques systémiques.

Mais cela ne doit pas occulter le fait que les États-Unis ne suivent toujours pas le référentiel Bâle II, ou que l'on tente de prêter des vertus à un *leverage* ratio inopérant sur le plan prudentiel et porteur de fortes distorsions de concurrence.

La relation régulation-supervision a aussi besoin d'être réexaminée. Ce point est insuffisamment analysé aujourd'hui, alors qu'il s'agit d'un élément clé du dispositif. Bien sûr, les superviseurs vont

continuer à apporter leur expérience, permettant ainsi d'affiner les règles et les ratios. Bien sûr le rôle joué par le superviseur leader est de nature à renforcer la cohérence du système de même que les échanges au sein des collègues des superviseurs. Ce travail de co-construction est tangible, il est indispensable. Mais il n'est peut être pas suffisant. Il y a sans doute lieu de rendre ce dialogue plus explicite et aussi d'y associer l'industrie de façon plus claire, plus formalisée. Il ne s'agit pas de se limiter à une simple consultation, c'est une démarche partagée qui est nécessaire pour évaluer les risques comme les opportunités.

La troisième caractéristique du système de régulation-supervision est son caractère hétérogène. Bâle II est aujourd'hui essentiellement un système européen, il ne faut jamais l'oublier — ce qui fait porter, aux banques de cette région, le poids de l'ajustement et de la procyclicité des mesures liées à cette nouvelle régulation. Les banques et les régulateurs américains ne donnent pas le sentiment d'être concernés par ce sujet. Les banques européennes ont beaucoup investi, elles aspirent à recueillir les fruits de leurs efforts financiers et humains. Elles sont en train de mettre en évidence le fait que les outils Bâle II sont, néanmoins, très utiles en période de détérioration du risque de contrepartie en matière de dépistage du risque et de gestion anticipée de celui-ci grâce aux résultats de l'exercice « *stress test* ».

Mais, au niveau européen toujours, l'hétérogénéité des pratiques dans la définition du capital conduit, dans les faits, à une pression anormale du marché à partir de calculs sommaires érigés, dans un climat de forte incertitude, en principes de gestion. Le concept de ratio de solvabilité diffère ainsi selon les pays, ce qui induit (au moins) une certaine incompréhension des experts et des marchés.

À certains égards, le marché a ainsi pris la place des régulateurs puisqu'il n'existe pas jusqu'à aujourd'hui d'instrument reconnu permettant de comparer les ratios de fonds propres des principaux établissements européens. L'urgence d'une clarification et d'une harmonisation est donc réelle.

La quatrième faiblesse du système de régulation-supervision est son caractère procyclique.

Le sujet est bien connu. Dans ce contexte, le point à mettre en évidence est la conjugaison désormais dévastatrice et qui donnera son plein effet dans les mois qui viennent, des règles prudentielles et des règles comptables.

L'instabilité des marchés entraîne en effet de fortes variations (par VaR –*value-at-risk*– interposée) des besoins de fonds propres. La dégradation des notes des contreparties figurant dans le portefeuille des crédits a le même impact. Au total, ce besoin de fonds propres supplémentaires ne peut être fourni par le marché, et le système se bloque. En l'absence d'intervention publique, l'offre de crédit ne peut que se contracter, accentuant ainsi la pression sur l'économie. Le risque de *credit crunch* devient ainsi la conséquence directe du système prudentiel norme + comptabilité qui voulait l'éviter.

La pratique de provisions anticycliques telle qu'elle a été initiée en Espagne constitue une réponse pour ce qui concerne le portefeuille crédit.

Les conditions d'utilisation de VaR en cas de volatilité extrême méritent d'être réexaminées. Les limites de cet outil sont connues. La signification économique des prix sur les marchés est incertaine lorsque ceux-ci sont disloqués, lorsque les arbitrages ne sont plus possibles, faute de liquidité. À ce stade, le lien entre les domaines comptable et prudentiel est absolu. Une approche séparée n'est plus recevable non plus, ce qui revient à poser la question du pouvoir des régulateurs en matière comptable. Les marchés financiers ne peuvent être comparés aux autres marchés, leur spécificité comme leur place dans l'économie justifient un régime spécifique coordonné avec l'*International Accounting Standards Board* (IASB) mais avec une indépendance suffisante par rapport à celui-ci et une présence déterminante des régulateurs au moment de la prise de décisions.

L'analyse des points de fragilité a conduit à esquisser certaines recommandations qu'il y aurait lieu de prendre en compte lors de l'élaboration d'un nouveau système.

Ce faisant, d'autres risques liés à la nouvelle architecture méritent d'être identifiés et pris en compte.

C'est l'objet de la section 2] de cet article.

## 2 | RISQUES ASSOCIÉS À LA CONSTRUCTION D'UN NOUVEAU SYSTÈME DE RÉGULATION-SUPERVISION

Cinq risques principaux paraissent pouvoir être isolés. Il n'y a bien évidemment ici aucune prétention à l'exhaustivité, mais simplement la marque des préoccupations d'un acteur engagé.

Le premier risque naît de la multiplicité des coordinations à différents niveaux, sans cheminement explicite du moins à ce jour du *process* et surtout sans système de décision suffisamment clair. Personne ne conteste la souveraineté des États, mais préciser que le FMI ou le CSF formulent des avis, ou mieux encore, des recommandations, que celles-ci sont publiées, sous quelle forme, à quelle fréquence, sont autant d'éléments précieux qui permettent d'attirer l'attention des opérateurs de marchés, des médias, ou plus généralement de tous types d'acteurs qui peuvent influencer les décisions des acteurs publics.

On sait la difficulté des négociations qui tournent autour des systèmes de pouvoir. L'Europe en est une excellente illustration, et certaines des recommandations du rapport Larosière témoignent de la difficulté toute récente à progresser, même modestement, en la matière. Mais clarifier les rôles, expliciter les *process* de coordination, définir la forme des avis ou recommandations et leur publicité peuvent être autant de facteurs qui exercent une pression et permettent ce faisant de progresser. Le partage d'outils, leur diffusion sont aussi un puissant moyen d'harmonisation, parce que fondé sur une analyse plus fine et plus explicite des mécanismes financiers. Des *process* plus clairs, des outils partagés entre acteurs publics et privés, sont de nature à faciliter ou à renforcer les liens et donc à abaisser certaines barrières, à diffuser dans de meilleures conditions les informations. Tous éléments qui peuvent améliorer l'efficacité de la transmission des politiques monétaires et mieux apprécier leur impact potentiel sur l'économie.

Il serait souhaitable que l'Europe joue un rôle précurseur en la matière. Elle en a besoin pour conforter son union monétaire au moment où les économies se désunissent. L'Europe, parce qu'elle

est moins coordonnée et moins réactive que les États-Unis, ne peut prendre le risque supplémentaire d'une importation de règles et de normes sans en tirer les effets. Puisque l'importation a eu lieu, elle pousse à la coordination, une coordination plus complexe dans un concert européen encore divisé, mais plus nécessaire pour cette même raison.

Le deuxième risque est celui d'un empilement en matière d'exigence de fonds propres, à un moment où les marchés ne répondront pas de façon satisfaisante à la demande du secteur financier.

Cette accumulation est prévisible dès lors que l'on assiste concomitamment à un renforcement des exigences de capital liées aux activités de marché, un autre associé à la dégradation du portefeuille, un troisième suite à un fonctionnement defectueux du système de rémunération des opérateurs de marché car jugé comme encourageant une prise excessive de risque. Ceci sans tenir compte d'une exigence supplémentaire, associée à la gestion du risque de liquidité ou à une éventuelle prise en compte d'un ratio d'endettement. Ajoutons à cela les conséquences, en termes de fonds propres du Pilier 2 de la *Capital requirements directive* (CRD). Bien sûr, il n'est pas assuré que tous ces mécanismes se mettent en place concomitamment, interviennent ensemble, mais leur seule énumération met en évidence qu'une étude d'impact de leurs effets conjugués est nécessaire. La sécurité souhaitée par tous les acteurs ne saurait conduire à l'asphyxie du système !

Cette accumulation est la voie de la facilité pour les régulateurs, les gouvernements. Elle rassure dans une période où on observe une perte de confiance à l'égard des banques mais elle ne garantit pas un financement optimisé de l'économie. Lutter contre cette tendance c'est prendre le risque et le pari de la croissance sur longue période au détriment d'une forme de repli.

Le troisième risque est celui qui est lié aux nouveaux outils qu'il convient de mettre en œuvre pour mieux gérer la liquidité et éviter, au niveau des établissements comme du système dans son entier, que l'on touche le fameux mur de liquidités et que l'on en meure. Le Comité de Bâle, puis les régulateurs des différents pays, tentent d'apprécier le phénomène de la liquidité et le risque correspondant par des modèles, des *stress tests* et une exigence supplémentaire en termes de capital. À l'évidence, la transformation

qu'opèrent les établissements de crédit doit être limitée, leur capacité à se refinancer, y compris en période d'instabilité des marchés, correctement appréhendée. Mais il faut aussi considérer que la liquidité est un mécanisme mal connu que l'on peut relier de manière permanente à l'asymétrie d'information entre acteurs, mais aussi à de brusques changements de comportement lorsque l'incertitude croît brutalement (une dégradation de notes en série par les agences de notation a ce type d'effet). Aussi faudrait-il accepter l'idée que les mécanismes prudentiels que l'on met en place aujourd'hui ont un caractère révisable. Il est indispensable d'investir dans la connaissance des phénomènes de liquidité et d'intégrer ces nouveaux acquis dans les systèmes de pilotage. La liquidité a une large composante comportementale. Celle-ci est largement liée à la représentation que se font, à un moment donné, les acteurs, de l'état du système. Cette représentation change. Les facteurs qui expliquent le passage parfois brutal, d'une représentation à une autre méritent d'être mieux connus, mieux tracés. Les progrès de l'analyse comportementale appliquée à l'économie devraient pouvoir nous aider en cela.

Aussi tout ne se ramène-t-il pas à des ratios et une marge de sécurité est nécessaire. Mais là encore, évitons de faire supporter aux établissements de crédit ce qui a été, pour une part, un défaut de surveillance du système par certains régulateurs.

Enfin, dans la zone euro tout au moins, une approche transfrontière est indispensable. Elle devrait même logiquement constituer un préalable à la mise en œuvre de nouvelles exigences.

Le quatrième risque est que la complexification de l'arsenal prudentiel constitue un frein à l'innovation financière. Or celle-ci est indispensable pour améliorer le financement de l'économie.

Ce risque est difficile à appréhender. On doit, dans le contexte actuel, s'en remettre à la qualité du dialogue entre superviseurs et acteurs de marché. La crise nous rappelle que certaines innovations insuffisamment maîtrisées ou contrôlées peuvent avoir un caractère destructeur. On ne peut donc s'en remettre à la seule organisation spontanée du marché. Un cadre est nécessaire. Il ne va pas de soi qu'il bloque automatiquement l'innovation. Innovation n'est pas antinomique de régulation. L'une

des voies possibles est celle de l'expérimentation, analysée et contrôlée phase après phase. Le bon fonctionnement des Comités NAP (Nouvelle Activité, Nouveau Produit) peut aider à maîtriser sans pour autant brider anormalement la créativité. Après tout pourquoi ne pas s'inspirer des méthodes utilisées dans les laboratoires de recherche scientifique.

Le cinquième risque résulte du fait qu'il est extrêmement difficile de relier, tant dans la sphère réelle que dans la sphère monétaire, les approches micro et macro. Ce sont souvent, y compris dans les travaux académiques, des univers indépendants. Il n'est pas possible de se satisfaire d'une telle situation.

Les mesures d'impact des politiques monétaires sur les marchés financiers doivent en conséquence être systématisées et approfondies. Il en est de même des changements imaginés dans le domaine de la régulation, même si ce type de pratique est déjà fréquent.

Il faut, en outre, prendre en compte les limites observées des modèles qui sont nécessairement inspirés de précédents historiques, multiplier les approches par scénario qui permettent d'identifier les frontières de risques, certes sans nécessairement toujours les quantifier. Ce type d'analyse prépare à la gestion de crise et constitue un moyen pertinent de renforcer la coordination opérationnelle entre acteurs publics et privés.

Le système de régulation-supervision va connaître de nouvelles évolutions, voire une transformation dans les mois qui viennent. C'est absolument nécessaire pour mieux assurer la stabilité du système financier. Dans cette démarche, protectrice de l'intérêt collectif, veillons à faire en sorte que la performance du système financier et en particulier des acteurs des différents marchés soit convenablement prise en compte.

Ce serait un étrange paradoxe que l'Europe en construction, qui veut se renforcer sur des bases, solides et reconnues comme telles, de stabilité financière, soit handicapée pour avoir suivi des règles venues d'ailleurs (et non suivies là-bas) sans avoir suffisamment pensé à leur fonctionnement et à leur interaction. Régulateurs et banques partagent le même objectif de parvenir au meilleur équilibre possible entre stabilité, sécurité et performance, c'est-à-dire, continuer à assurer le meilleur financement possible de l'économie.