

« Une nouvelle régulation pour une nouvelle finance »

Intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, à l'Université de Paris-Dauphine, 11 décembre 2008
Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante :
www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2008/disc20081212.pdf

[...]

« La vue dominante aujourd'hui, et je crois à raison, est qu'il faut repenser la régulation financière. Il y a deux raisons qui plaident en ce sens :

- les marchés financiers comme les banques sont soumis de façon plus ou moins prononcée à des problèmes d'asymétrie d'information ;
- des inefficiences opérationnelles peuvent apparaître, qui peuvent aboutir dans des cas extrêmes à la fermeture de certains segments de marché. Inutile de dire que ces imperfections interagissent entre elles.

À bien des égards, la crise est la manifestation de ces imperfections. Trois exemples l'illustrent. La sous-évaluation des risques et le mauvais pricing des actifs pendant la phase ascendante du cycle financier démontrent que les marchés peuvent produire des excès d'investissement dans certains secteurs de l'économie (l'immobilier américain). Par ailleurs, l'innovation financière et la transformation des modèles économiques des banques se sont traduites, semble-t-il, par un accroissement considérable de l'asymétrie d'information et, chose plus importante, d'un affaiblissement des incitations pour les agents du système à y prendre garde. Enfin, le grippage de certains segments de marché pendant cette crise suggère que des dispositifs nécessaires à leur fonctionnement font défaut.

En schématisant un peu, je crois que l'on peut décrire la logique de la régulation actuelle comme consistant à assurer la stabilité de segments du système sans que cela ne s'inscrive dans une approche globale. Or, la crise nous force à constater que cette approche morcelée de la régulation ne garantit pas nécessairement la stabilité de l'ensemble du système financier. Dans cette crise, l'augmentation considérable de l'effet de levier par les institutions financières et la concentration des risques sur un nombre finalement restreint d'institutions bancaires n'ont été ni bien mesurées, ni bien captées, ni empêchées par la réglementation. Face à cette forme d'échec et pour en limiter les conséquences en termes d'instabilité financière, les interventions publiques ont été conçues pour non pas stabiliser la situation d'une institution mais empêcher la matérialisation du risque systémique. De fait, il convient désormais d'élaborer une réglementation à portée macroprudentielle.

Ceci amène naturellement à se poser la question du champ de la régulation financière. Qui faut-il réguler ? La problématique est ancienne ; elle est aussi complexe. Vous aurez noté comme moi que les chefs d'État et de gouvernement lors du sommet du G 20 ont posé un principe assez clair en la matière. Il s'agit pour les autorités compétentes de travailler à ce que, je cite, « tous les marchés, produits et acteurs financiers soient soumis à une régulation ou à une surveillance selon le cas ».

La crise démontre assez nettement que doivent être régulés les marchés et institutions qui ont un rôle systémique. Ce critère implique que l'on revoie le fonctionnement de certains marchés de gré à gré,

comme le marché interbancaire ou le marché des dérivés de crédit. De même, le rôle crucial joué par les agences de notation dans la correction de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers les place elles aussi en position d'être régulées. Enfin, le rôle prépondérant de certaines institutions financières pour la fourniture de la liquidité de marché ou de financement impose qu'elles soient soumises à une attention accrue des autorités.

Un point de départ important est de constater que les systèmes financiers rassemblent des acteurs ayant des fonctions très différentes, poursuivant des stratégies différentes et fonctionnant selon des modèles économiques différents. Cette diversité est essentielle au bon fonctionnement des marchés. Un cadre réglementaire uniformément appliqué à tous les intervenants alimenterait certainement la tendance aux comportements mimétiques et, partant, le caractère endogène de certains risques.

On peut tout à fait envisager une gradation dans la régulation et les exigences imposées aux acteurs du système financier. Trois degrés allant de la surveillance à la régulation viennent naturellement à l'esprit. Un premier niveau d'exigence prendrait la forme d'un enregistrement obligatoire et d'un engagement à respecter un code de bonnes pratiques. Un deuxième niveau plus contraignant ajouterait à l'enregistrement et au respect des bonnes pratiques des obligations de transparence sur les activités et les comptes. Les fonds spéculatifs et, plus généralement, les institutions poursuivant des stratégies reposant essentiellement sur l'effet de levier ou la prise de risque pourraient avoir à satisfaire à ces exigences. Enfin, le dernier degré de la régulation serait assorti en outre d'une réglementation plus contraignante portant sur les activités et la prise de risque. Elle s'accompagnerait aussi d'une supervision plus serrée.

À bien des égards, ce principe de gradation ou de différenciation est pertinent au-delà des seules règles prudentielles. Il vaut également pour les règles comptables par exemple. Par delà les considérations théoriques, il est important que la régulation financière, sous toutes ses formes, contribue au maintien de la diversité dans les systèmes financiers. Ainsi chercher à valoriser l'ensemble de l'actif et du passif des institutions financières en « juste valeur » présente des inconvénients, voire des risques, qu'il faut absolument prendre en compte lorsqu'on veut tirer les leçons de la crise financière pour les règles comptables.

Pour conclure j'aimerais souligner un point important de la problématique de la nouvelle régulation financière. Il serait irréaliste de croire que la régulation financière peut tout, et notamment nous immuniser du risque d'instabilité financière. Une large part de la crise s'explique en effet par des problèmes de gestion interne des institutions financières, dont certains sont eux-mêmes le reflet d'une confiance irraisonnée accordée aux outils quantitatifs.

La régulation financière doit fournir les incitations d'une gestion saine et efficace des acteurs des systèmes financiers. Elle ne peut pas en être le substitut ».

Les perspectives de la régulation financière

Extrait du discours de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France
 « Reflexions sur la crise », Tokyo, 17 novembre 2008
 Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante :
www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2008/disc20081117.pdf

[...]

« La crise a mis en évidence la nécessité de repenser les fondements de la régulation des systèmes financiers et a ravivé les discussions sur l'architecture de leur supervision.

Sous l'impulsion du Président de la République française, les Européens plaident pour la fondation d'un nouveau "Bretton Woods", c'est-à-dire un nouvel ordre financier international. Je crois utile de repenser les fondements de notre réglementation financière. Il faut le faire sans précipitation et sans tabou. Une meilleure régulation apparaît nécessaire dans plusieurs domaines, qui vont des agences de notation, à la gestion des risques, en passant par l'organisation des marchés ou encore la question de la rémunération. Pour contribuer à ce débat ambitieux qui s'ouvre, permettez-moi deux réflexions à ce propos. L'une sur les fluctuations des systèmes financiers. L'autre sur la supervision financière.

Par nature, les systèmes financiers qui opèrent dans le cadre d'une économie de marché développée sont soumis à des forces cycliques. Certaines traduisent le cycle d'affaire. D'autres sont internes aux systèmes financiers. L'enjeu pour les autorités est d'évaluer si et dans quelle mesure la régulation financière décidée dans une perspective microéconomique produit des effets qui affectent l'ensemble du système financier. Il faut mettre en place des systèmes de supervision adaptés aux développements économiques et développer une politique dite macroprudentielle. Le principe général d'une telle politique est simple à comprendre. Il s'agit d'intégrer dans la supervision des objectifs de stabilité non pas seulement des institutions, mais le système financier dans son ensemble. Sa mise en œuvre est en revanche complexe. Nous n'en sommes pour le moment qu'au stade des réflexions sur les outils disponibles et leurs conditions d'utilisation.

Sur la supervision, cette crise a montré une chose. Elle a mis en lumière les mérites qu'il y a à ce que le superviseur bancaire soit proche de la banque centrale. Mon point de vue est que, au-delà des choix institutionnels, une connaissance intime du secteur bancaire et des diverses institutions financières est extrêmement utile à la banque centrale en période de crise. Cela est indispensable lorsque l'on a à juger presque instantanément de l'opportunité d'injecter des liquidités sous différentes formes et pour diverses échéances.

Implications de la crise financière en matière de réglementation

1| LA CRISE EST-ELLE AUSSI LIÉE AUX LIMITES DE LA RÉGLEMENTATION ?

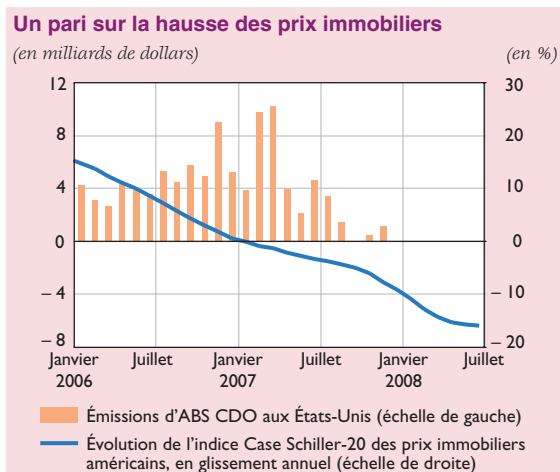
Les origines de la crise sont nombreuses et ont fait l'objet de multiples articles. On peut rappeler brièvement quelques aspects qui ont trait à la réglementation et à ses insuffisances.

1|1 Des financements non suffisamment régulés

Dans ce cadre, la dynamique du recours à l'endettement a été très importante durant les années qui ont précédé la crise. Cette dynamique a été nourrie par :

- l'abondance des liquidités (déséquilibres globaux) ;
- la recherche de rendement et le recours au levier, dans un contexte de taux d'intérêt très bas ;
- l'essor du modèle *originate-to-distribute*.

On a également assisté au développement, à la marge du secteur régulé, d'établissements qui ont accordé des financements non bancaires (*US mortgage lenders*) à des populations peu solvables. De fait, la grande majorité des crédits *subprime* a été accordée en dehors du secteur régulé traditionnel et portée dans les bilans de véhicules (SIV) eux-mêmes hors de la surveillance consolidée des établissements financiers.

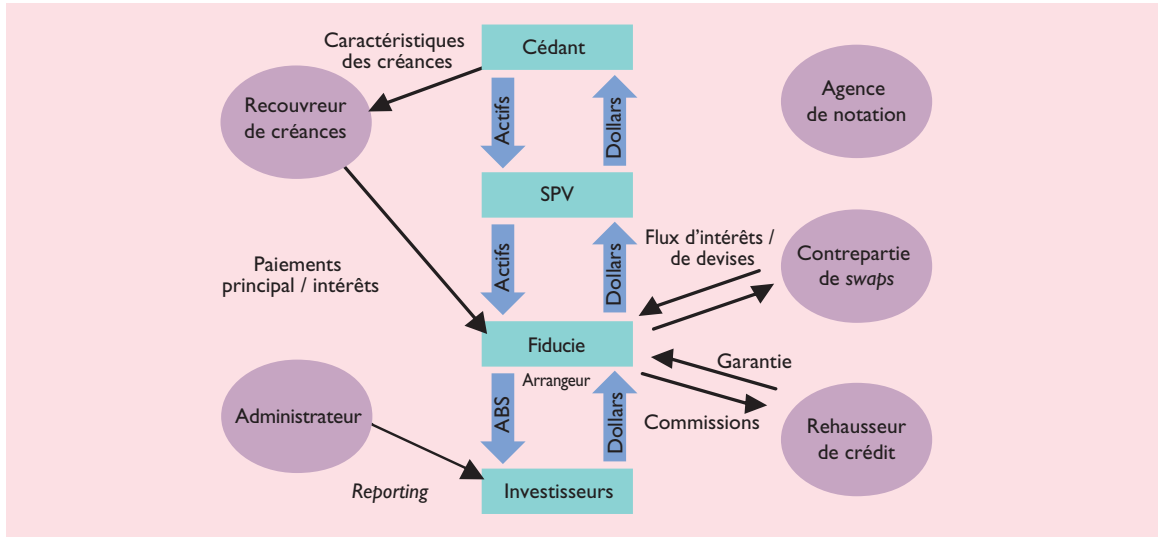


1|2 Les limites du transfert de risques et le développement d'incitations négatives

Les années de pré-crise ont aussi été marquées par le développement de la titrisation qui a montré de nombreuses imperfections tout au long de la chaîne de titrisation et qui a pu être alimenté par des incitations réglementaires inadaptées.

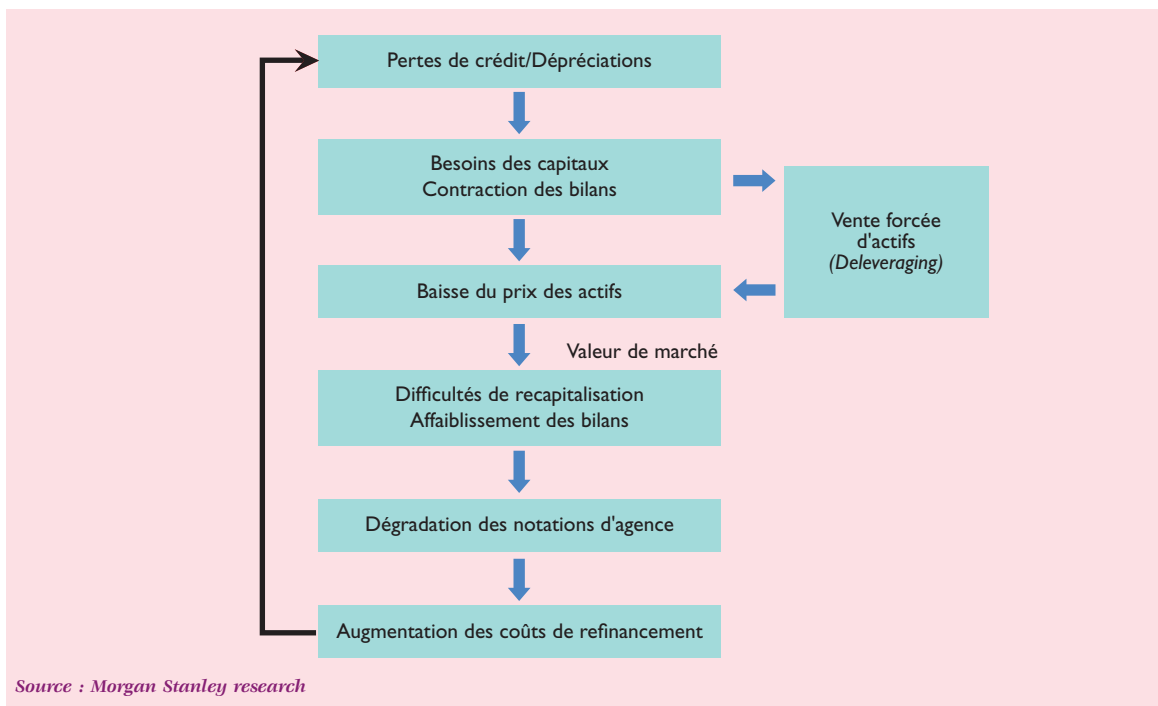
En particulier, les asymétries d'information n'ont vraisemblablement pas été correctement intégrées, de même que les dangers de la segmentation des risques, et au total, la grande complexité de la chaîne de titrisation.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, extrait d'une présentation, 2008. La version intégrale peut être consultée à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/autres_telechar/focus



Ces imperfections se sont traduites par une mauvaise appréciation des risques et une incitation à l'externalisation des financements bancaires qui a déresponsabilisé les acteurs et s'est traduite par un développement du hors bilan. Ces phénomènes ont été accentués par la pratique généralisée de la notation. Or, ces notations d'agence ont, apparemment, mal intégré la complexité inhérente à certains produits financiers. Enfin les règles comptables — et notamment la généralisation de la valorisation des bilans en *mark-to-market* — ont montré leurs limites et leurs dangers.

Au total, on a assisté au développement d'un processus auto-entretenu.



Source : Morgan Stanley research

2 | L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE

Dans ce contexte, de nombreuses réflexions sont en cours sur l'environnement comptable et prudentiel ainsi que sur les règles de marché. Les principaux forums de discussions sont le Forum de Stabilité financière (FSF), l'*Institute of International Finance* (IIF) qui regroupe les grandes banques internationales et le *President's Working Group on Financial Market* qui rassemble les principales réflexions américaines.

Le Forum de Stabilité financière

Le Forum de Stabilité financière internationale (FSF), créé en février 1999 à l'initiative des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G 7, à l'issue d'une réflexion menée suite aux perturbations financières de 1997 et 1998, est une instance de coopération et de discussion internationale sur la stabilité financière.

Composition

Il rassemble les autorités monétaires et financières, les superviseurs et les régulateurs des grandes places financières, ainsi que diverses organisations internationales ou professionnelles (dont le FMI, la Banque mondiale, la BRI, l'IASB,...) et des pays invités à titre ad hoc (Australie, Pays-Bas, Hong-Kong, Singapour,...).

Missions

- *Apprécier les facteurs conjoncturels et structurels de vulnérabilité et les dynamiques du système financier mondial, en vue d'identifier et d'organiser les actions à entreprendre pour répondre aux enjeux majeurs.*
- *Coordonner les efforts de ses différents membres afin de promouvoir la stabilité financière internationale, d'améliorer le fonctionnement des marchés et de réduire les risques systémiques.*
- *Formuler des recommandations sur différents aspects essentiels au maintien de la stabilité financière internationale.*

Fonctionnement

La présidence du Forum est assurée depuis mai 2006 — et pour une durée de trois ans — par Mario Draghi, gouverneur de la Banque d'Italie, et le secrétariat, par la BRI. Il se réunit en session plénière, deux fois par an et en tant que de besoin par téléconférence ou en composition restreinte. Pour nourrir ses réflexions, le Forum a la possibilité de commander des travaux aux différents comités techniques qui participent au Forum (Comité de Bâle, CGFS...) ou de créer, sur des sujets jugés prioritaires, des groupes de travail ad hoc non permanents.

Les travaux du FSF

Principales thématiques des travaux :

Les travaux du Forum sur le système financier international sont traditionnellement orientés autour de la détection et l'analyse des vulnérabilités conjoncturelles et structurelles affectant le système financier international. Ainsi, les sujets suivants ont été de nombreuses fois discutés au FSF ces dernières années : la faiblesse des primes de risque, les instruments de transfert du risque de crédit, l'essor des opérations à effet de levier, les risques liés aux marchés immobiliers, l'importance croissante des hedge funds — ce qui a d'ailleurs donné lieu à des recommandations du FSF rendues publiques en mai 2007.

.../...

Enfin, la persistance d'un certain nombre de déséquilibres mondiaux concernant les comptes courants, les taux de change ou encore l'accumulation de réserves de change ont également fait l'objet d'une analyse approfondie et continue, niveau des taux d'intérêt et des primes de risque obligataires, impact d'une pandémie de grippe aviaire...).

Les contributions récentes :

Le FSF a publié en mars 2008 un rapport sur la crise : "Enhancing market and institutional resilience" comportant des recommandations destinées à tous les acteurs du système financier et recouvrant de multiples champs de l'action publique et privée. Il recouvre cinq axes principaux :

- *les agences de notation ;*
- *le renforcement des exigences en fonds propres pour les produits complexes ;*
- *la prise en compte des structures et véhicules hors bilan par les superviseurs ;*
- *l'adaptation des instruments des banques centrales ;*
- *une réflexion sur l'atténuation de la procyclicité des systèmes financiers : le rapport du FSF constate la multiplication des phénomènes de procyclicité et recommande de les limiter, notamment par l'examen approfondi du régime prudentiel en vigueur pour les banques, des systèmes comptables et des périmètres de consolidation. Il s'agit notamment de trouver des solutions aux problèmes de manque de transparence des méthodologies, de valorisation et d'incertitude, en l'absence de marché liquide.*

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

L'objectif de ces réflexions est de développer une résilience accrue du système financier. Plusieurs enjeux majeurs ont été identifiés.

- À court terme : les banques centrales ont adapté leurs modes d'intervention et ont peu à peu occupé un rôle central dans le fonctionnement des « marchés en crise ». Parallèlement, les régulateurs de marché ont pris des mesures pour éviter des ajustements de cours, essentiellement dus à des motifs spéculatifs (interdiction des ventes à découvert).
- À long terme, des réflexions sont en cours sur :
 - le renforcement du cadre prudentiel ;
 - les évolutions nécessaires en matière de valorisation ;
 - la supervision et l'encadrement des agences de notation ;
 - la recomposition de la sphère financière.

2|1 L'action des banques centrales

Depuis le début de la crise, les banques centrales ont fait preuve d'une grande réactivité et ont mis en œuvre une coordination renforcée de leurs actions (Banque centrale européenne – BCE, Système fédéral de réserve – Fed, Banque d'Angleterre) : des opérations coordonnées en dollars (*term auction facilities*, TAF) ont été effectuées, de même que des accords de *swap*.

Dans le même ordre d'idées, une adaptation du cadre opérationnel a parfois été nécessaire (Eurosystème, Banque d'Angleterre, Fed) afin d'élargir la liste des collatéraux éligibles et d'allonger la maturité des opérations.

2|2 L'action des régulateurs de marché

De leur côté, les régulateurs de marché ont procédé, de manière concertée à une interdiction provisoire des ventes à découvert sur les principales places boursières et sur une liste limitative d'actions de sociétés financières.

Le principal objectif de ces mesures était d'éviter les manipulations de marché visant les actions de banques. Ce dispositif, efficace à court terme, a toutefois des conséquences plus incertaines sur la liquidité à long terme, de même qu'en ce qui concerne son impact sur les stratégies d'investissement des *hedge funds*.

L'interdiction des ventes à découvert : récapitulatif des mesures aux États-Unis et sur les principales places financières européennes

Les autorités de marché américaines, britanniques, françaises et allemandes ont pris au milieu du mois de septembre des mesures destinées à lutter contre les fortes baisses de prix des actions de sociétés financières qui seraient déclenchées par la vente à découvert. Les autorités italiennes et néerlandaises leur ont emboîté le pas plus récemment.

Toutes ces mesures ont en commun deux grands volets :

- **prohibition pure et simple des ventes à découvert** sur une liste limitative d'actions d'institutions financières,
- **transparence ex-post** pour les ventes à découvert de montant significatif.

1| L'utilité des ventes à découvert dans un marché

Une vente à découvert consiste pour un agent à vendre un titre qu'il ne possède pas. Il doit donc se le procurer, généralement en l'empruntant, « vend à découvert », puis clôt son emprunt en rachetant le titre (à un prix espéré inférieur au prix auquel il l'a vendu) et en le restituant au prêteur.

Le rôle de la vente à découvert dans le bon fonctionnement des marchés n'est pas remis en cause par les autorités de marché. Elles ont toutes réaffirmé leur croyance en la nécessité d'une telle pratique pour garantir l'efficacité des marchés.

Cependant, le rôle très particulier des institutions financières dans l'économie (collecte de l'épargne, financement de l'économie) incite à un traitement spécial pour les banques et compagnies d'assurance. Par ailleurs, la baisse des prix des actions liée à la vente à découvert rend d'autant plus difficiles les recapitalisations nécessaires pour satisfaire aux contraintes prudentielles et pour garantir la stabilité financière.

2| L'esprit des mesures prises

Le premier volet de mesures consiste à interdire à tout intervenant de marché de vendre à découvert un titre figurant dans l'une des listes en question. Les titres concernés sont les actions de sociétés financières et les fonds investis en titres financiers. Il n'est maintenant plus possible de vendre à découvert, que ce soit instantanément (au comptant) ou à une échéance plus lointaine (à terme), voire à titre d'option. Par exemple, en France, le Service de règlement différé (SDR) n'est plus utilisable pour les quinze actions proposées par l'AMF.

La deuxième batterie de mesures est une obligation de transparence sur les positions courtes prises par les intervenants de marché (au delà de 0,25 % du capital d'une société). Pour les États-Unis, cette obligation va jusqu'à exiger une divulgation de la position courte maximum en intraday.

Toutes ces mesures sont présentées comme temporaires.

.../...

3) Une première évaluation de l'efficacité

Dans la foulée de ces mesures, le prix des actions des sociétés financières a nettement surperformé les indices boursiers, dans des volumes également remarquables. Les intervenants de marché ont du en effet clore leurs positions courtes, et donc mettre un terme à leurs positions emprunteuses de titres, en rachetant ceux-ci dans le marché (cf. graphiques ci-après). Cependant, passé cette première phase, les mesures semblent conduire à une diminution des volumes et de la liquidité qu'il faudrait confirmer sur plus longue période.

4) Des mesures temporaires appelées à être supplantées par des mesures structurelles

La mesure d'urgence de la Securities and Exchange Commission (SEC), qui avait été conçue comme un dispositif temporaire avant l'adoption de mesures structurelles et durables, est devenue caduque après l'adoption définitive du Plan Paulson. Les ventes à découvert seront donc à nouveau autorisées à partir du 8 octobre par la SEC sur la liste d'actions qu'elle avait élaborée. Les autorités de marché européennes ayant toujours agi en collaboration ou dans la foulée de la SEC, une réaction est donc attendue de leur côté.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

2|3 Renforcer le cadre prudentiel

Du point de vue des règles prudentielles, certains ajustements sont apparus nécessaires, afin, notamment, d'éviter les arbitrages réglementaires. Un meilleur suivi et une meilleure protection en fonds propres contre les risques du *trading book* ont par exemple été jugés nécessaires.

En effet, la crise a révélé que certains produits financiers ont des profils particuliers (CDO *square*/CDO *cube*) et que plusieurs risques échappent aux modèles d'estimation (*value-at-risk* – VaR) qui ne prennent pas suffisamment en compte les risques extrêmes. Les solutions envisagées, notamment par le Comité de Bâle, passent par une modification du traitement du *trading book* (ajustement de la charge en capital pour éviter l'arbitrage réglementaire) et à terme, par la mise en place d'une charge en capital pour prendre en compte des risques que les calculs de VaR ne capturent pas (ou mal), notamment le risque d'illiquidité prolongée.

S'agissant du modèle *originate-to-distribute* les modifications envisagées ont pour objectif final de mieux aligner les incitations tout au long de la chaîne de titrisation. À cet égard, un projet de directive européenne prévoit d'imposer aux cédants de conserver une fraction des montants cédés (5 %) à leurs bilans (Directive sur l'adéquation des fonds propres).

Au-delà de ces risques d'arbitrage réglementaire et des incitations en matière de titrisation, la crise a rappelé de manière parfois très brutale qu'il convenait de mieux appréhender le risque de liquidité et que cette dernière avait un prix. En effet, la crise a révélé qu'une évaporation rapide de la liquidité de marché était tout à fait possible, comme était possible le risque qu'une situation d'illiquidité perdure pour une période longue.

Le Comité de Bâle a publié dès le mois de septembre 2008 des « principes pour une saine gestion du risque de liquidité ». Ce document prévoit qu'une politique claire en matière de risque de liquidité doit être mise en place au niveau de chaque établissement. Celle-ci doit se décliner dans le cadre d'une structure et des plans de gestion en phase avec cette politique. En tout état de cause, ce risque doit susciter une attention accrue des superviseurs.

Toutefois, quelles que soient les mesures réglementaires adoptées, la qualité de la gouvernance des risques au sein de chaque établissement constitue la première « ligne de défense ». Un examen approfondi de divers intervenants financiers et de leur capacité de réaction à la crise a souligné à quel point la qualité de la gestion et du contrôle interne constituent un facteur de résistance. Dans ce cadre, l'implication de tous les rangs hiérarchiques est nécessaire. Au-delà de cette amélioration en matière de gestion interne, il convient de :

- renforcer la transparence sur le profil de risque de l'établissement ;
- utiliser le pilier 2 de Bâle 2.

Les principaux chantiers sont les suivants :

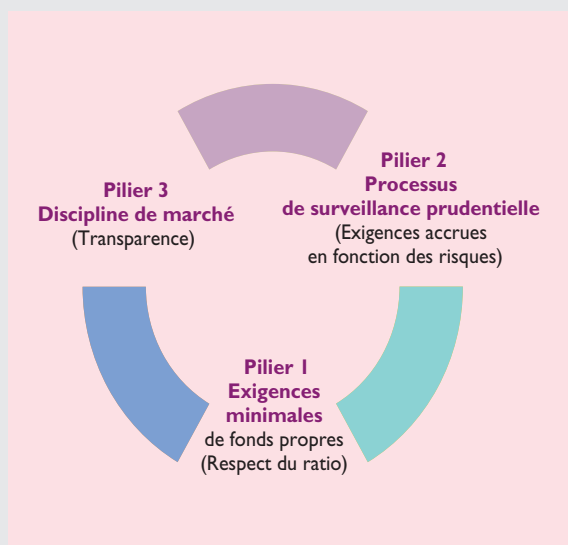
- Développer une vision agrégée (gestion/contrôle interne des risques ; concentrations de risques).
- Renforcer la gestion des points de vulnérabilités (expositions hors bilans, risque réputationnel, titrisations).
- Généraliser la pratique des *stress tests*.

Les Accords de Bâle 2

Il s'agit d'un dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender et limiter les risques pris par les banques. Il doit permettre de renforcer la stabilité financière et l'égalité de concurrence entre les établissements au plan international. Ces règles ont été négociées et adoptées au sein du Comité de Bâle par les principaux pays développés. Au niveau européen, elles ont été reprises par une directive européenne (Capital Requirements Directive – CRD) et s'appliquent en France depuis le 1^{er} janvier 2008.

Les Accords de Bâle 2 reposent sur trois piliers :

- Le **pilier 1** fixe des exigences minimales pour les banques. Celles-ci doivent respecter un **ratio de solvabilité** qui rapporte leurs fonds propres à leurs risques au sein desquels on distingue le **risque de crédit**, le **risque de marché** (i.e. taux, change, actions) et le **risque opérationnel** (i.e. fraudes, incendies). Le ratio doit être supérieur à 8 % ;
- le **pilier 2** permet notamment aux superviseurs d'ajuster la surveillance et leurs demandes aux banques en fonction des risques spécifiques non couverts par le pilier 1 (i.e. risques de liquidité, de concentration, de taux d'intérêt) ;
- le **pilier 3** vise à renforcer la **discipline de marché** en augmentant les exigences de transparence des banques, les obligeant à publier de nombreuses informations (i.e. sur leurs fonds propres, risques).



2|4 Valorisation

La crise a également souligné le lien étroit qu'il existait entre confiance des marchés et fiabilité/lisibilité des valorisations.

Les premiers mois de la crise ont été marqués par une grande incertitude sur certains principes fondamentaux pour estimer des valorisations de marché. Cette incertitude a notamment concerné les notions suivantes : « marché inactif », « transaction forcée », « consolidation ». Les acteurs de marchés ont également été très sensibles à l'incertitude sur la fiabilité des informations financières (robustesse, exhaustivité). Ce manque de visibilité a certainement accru la défiance sur les marchés, laquelle a eu, en retour, un impact négatif sur les volumes de transactions et donc la liquidité et *in fine* les valorisations pratiquées.

Les principaux forums internationaux, sous l'impulsion forte du FSF et par l'entremise du Comité de Bâle, de l'IASB, de la SEC, du *Financial Accounting Standards Board* (FASB) et du FMI (travaux analytiques) ont demandé des ajustements. Ceux-ci ont, dans un premier temps, pris la forme de deux axes principaux :

- clarifier certaines règles pour la valorisation des actifs complexes et/ou illiquides ;
- revoir les questions de transparence (*disclosure*).

Il est apparu ainsi nécessaire de clarifier la notation de « marché inactif » et de constater que, par définition, les « transactions forcées » sont rares. En l'absence de marché, les établissements financiers ont dû avoir recours à des modèles dont il a fallu encadrer les modes de détermination et d'application. Il est également important de vérifier les données utilisées et les ajustements effectués.

Enfin, le développement des véhicules hors bilan a souligné la nécessité de clarifier les notions de consolidation/déconsolidation.

Ces règles de valorisation doivent s'appuyer sur une transparence accrue, ce qui ne signifie pas forcément plus d'informations mais une communication plus efficace. À cet égard, le principe d'utilité doit être appliqué. Par principe, les informations financières doivent être « utiles » et contribuer à une meilleure compréhension. En revanche, pour les « instruments présentant un intérêt particulier pour les utilisateurs », une transparence accrue peut être nécessaire, cela étant une approche souple et pragmatique (par exemple fréquence, type d'instruments, granularité) peut être appliquée. En tout état de cause il est souhaitable de publier, *a minima* :

- une description des méthodes et des techniques de valorisation,
- des explications sur les données utilisées.

Dans un deuxième temps, face à l'accentuation de la crise, des exceptions au principe de non-transfert de portefeuille ont été autorisées. Ces exceptions ont permis de mettre certains actifs à « l'abri » du cercle vicieux « diminution de la liquidité/dépréciation ».

2|5 Les agences de notation

La période récente a souligné à la fois l'importance et la « fragilité » de certaines notations, notamment en matière de produits structurés. Dans ce cadre, la SEC (juin 2008) et la Commission européenne (septembre 2008), ont effectuées des propositions selon deux axes :

- réformer les conditions d'autorisation, de fonctionnement et de supervision des agences de notation ;
- remédier à l'importance trop grande accordée à la notation (effet désincitatif sur la nécessaire analyse des risques par les investisseurs).

2|6 Recomposition de la sphère financière

Au total, il est vraisemblable que trois types d'évolutions vont être constatés :

- **Contraction du secteur moins régulé.** La crise a déjà vu la défaillance ou le changement de statuts des banques d'investissement américaines. Parallèlement, l'impact de l'interdiction des ventes à découvert sur le secteur des institutions à fort effet de levier (*hedge funds*) a provoqué une diminution des contreparties sur les activités les plus risquées.
- **Recentrage sur les activités bancaires de base.** La crise a en effet montré l'importance de l'accès au financement et à la liquidité renouvelant l'intérêt pour les banques de dépôts et les actions d'intermédiation « classiques ».
- Enfin, il est vraisemblable qu'un **changement de périmètre de la régulation** verra le jour avec la nécessité d'articuler l'approche microprudentielle et l'approche macroprudentielle de la stabilité financière.

Réflexions d'un banquier central sur certains enjeux de politique comptable

Extrait de l'intervention de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France, Rencontre européenne de la profession comptable, 11 décembre 2008, Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2008/disc2008211.pdf

[...]

- Un aperçu de la crise au travers du prisme de la valorisation
- La problématique de la neutralité des conventions comptables
- La cohérence des règles et pratiques en matière de valorisation

« 1 | CRISE FINANCIÈRE, CRISE DE VALORISATION

À bien des égards, la crise actuelle est une crise de valorisation. Certes, les facteurs qui la sous-tendent et qui permettent d'en rendre compte sont multiples. Cependant, une caractéristique significative de cette crise est que l'incertitude relative à la « véritable » valeur d'instruments financiers complexes a ébranlé la confiance des marchés mondiaux, accru l'incertitude quant au risque de contrepartie et entraîné une contagion entre classes d'actifs, marchés financiers et zones économiques. La crise a souligné que la valorisation des instruments financiers n'est pas seulement une question comptable. Elle soulève des enjeux de mesure et de gestion du risque dans les institutions financières, des enjeux prudentiels via la détermination des exigences en fonds propres, et, plus largement, des enjeux de stabilité financière. Pour autant, la valorisation est aussi sans aucun doute une question comptable. Il est dès lors peu surprenant que le débat sur l'application des normes comptables aux instruments financiers connaisse aujourd'hui une forte actualité.

Je crois intéressant de noter que cette crise intervient dans un système financier qui a connu deux évolutions fondamentales. Je pense tout d'abord à l'expansion de la titrisation et des produits complexes à valoriser. Je ne m'attarderai pas sur cet aspect, car ce n'est pas le propos aujourd'hui. Je pense surtout à l'évolution vers la comptabilisation des instruments financiers en « juste valeur ».

La logique qui sous-tend cette évolution comptable est compréhensible. Quelle est cette logique? On peut la résumer de la façon suivante. Il s'agit de permettre aux investisseurs et aux acteurs du système financier, ce qui inclut les superviseurs, de mieux connaître le profil de risque des institutions financières, afin de porter un jugement sur leur situation. Pour ce faire, les états financiers doivent, **pour les instruments pour lesquels cela a un sens économique**, être sensibles aux signaux de prix donnés par les marchés, lesquels reflètent des valeurs de « transaction ».

Deux éléments me paraissent importants dans ce raisonnement. Le premier est que les états financiers ont pour vertu essentielle de fournir de l'information. Le second élément est que la logique de la valorisation en « juste valeur » comporte en elle-même sa propre limite. La notion de transaction, qui est fondamentale en l'espèce, et, partant, celle de marché, devrait constituer une limite au champ d'application de la comptabilisation en « juste valeur ».

2| LES CHOIX COMPTABLES SONT-ILS NEUTRES ?

Il va sans dire que la plus grande sensibilité des bilans aux fluctuations de marché qu'induit une comptabilité en juste valeur n'est évidemment pas sans incidence pour la stabilité financière. Un banquier central doit légitimement se demander si les conventions comptables sont neutres, ou non, sur le comportement des acteurs financiers et sur les dynamiques de marché.

La crise actuelle et la volatilité à laquelle nous sommes confrontés depuis des mois laissent penser que les conventions comptables ont des incidences en matière d'incitations financières et ont pu avoir un impact non négligeable sur les stratégies des acteurs financiers.

Un exemple permet d'illustrer ce point. Il est d'ordre **microéconomique et renvoie à la prise de risque des institutions financières.** Il concerne la possibilité, s'agissant de certains instruments, de comptabiliser dès le premier jour de transaction l'intégralité des profits futurs actualisés, alors même que les risques restent inscrits au bilan. À en croire l'industrie financière elle-même, cette possibilité a un effet sur les stratégies d'investissement. On ne peut exclure que cette règle, parce qu'elle permet en phase haute du cycle d'enregistrer des flux de revenus importants, ait contribué à une prise croissante de risque dans certaines institutions afin de maintenir ces flux de revenus année après année. De façon plus générale, l'extension du champ d'application de la comptabilisation en juste valeur a très probablement, en phase haute du cycle également, contribué au classement de nombre d'actifs dans des portefeuilles valorisés en valeur de marché, alors que l'intention, de la part des intervenants, de gérer ces actifs en juste valeur n'était pas évidente.

Mon objectif ici n'est pas de porter un jugement sur les mérites des choix comptables. Il est de souligner que ces choix ont des implications qui excèdent la politique comptable. Dès lors, concrètement, la question que nous avons à nous poser collectivement, est de savoir quelle est la réponse optimale à apporter. Faut-il faire évoluer les conventions comptables ? Faut-il à l'inverse considérer que d'autres corpus réglementaires peuvent corriger ces effets induits ?

3| LA COHÉRENCE DES RÈGLES DE VALORISATION

Ceci m'amène au dernier point que je souhaitais aborder aujourd'hui. Celui de la cohérence des règles et pratiques en matière de valorisation.

Il existe aujourd'hui des différences d'approche entre les champs comptable, prudentiel et de la gestion du risque. Ainsi, il est parfaitement admis dans l'industrie financière que des incertitudes entourent inévitablement la valorisation des instruments financiers, tout particulièrement lorsque ceux-ci sont complexes ou illiquides. En outre, les limites des modèles mathématiques sont connues. Ces deux facteurs, volatilité des prix sur le cycle financier et limites des techniques quantitatives, mettent en lumière certains écarts entre la gestion interne du risque et la comptabilisation en « juste valeur ». Plus généralement, l'application des règles comptables, qui donnent une valeur à un moment donné d'une entreprise ou d'une activité, ne facilite pas toujours l'application d'une valorisation prospective des instruments financiers et de saines pratiques de gestion du risque. Or, ces éléments sont importants pour les autorités prudentielles. À l'inverse, des choix de régulation prudentielle peuvent avoir un impact sur la stabilité financière, lorsqu'ils interagissent avec certaines règles comptables. Ainsi, le traitement jusqu'ici favorable accordé par les règles prudentielles au portefeuille de négociation a sans aucun doute favorisé les comportements visant à dégager des profits à très court terme via des opérations enregistrées en valeur de marché.

Vous aurez noté comme moi que les chefs d'État et de gouvernement du G 20 ont, dans leur communiqué d'octobre dernier, accordé une attention particulière aux problématiques comptables. Le programme de travail qu'ils ont assigné aux ministres et aux experts aborde plusieurs domaines. Il vise « l'harmonisation des normes comptables, en particulier pour les titres complexes, en période de tensions ». Il vise aussi à « remédier aux faiblesses en matière de normes comptables et de transparence sur les instruments hors bilan ». Il vise enfin à « renforcer les obligations de publication des entreprises concernant les instruments financiers complexes ». Les chefs d'État et de gouvernement assignent un objectif ultime aux normalisateurs comptables, à savoir la création d'une « norme unique mondiale de haute qualité ». Il est frappant de constater que l'attention accordée aux problématiques comptables soit liée à des considérations de stabilité financière ».

Rôle et responsabilité des règles comptables dans la crise

La juste valeur a joué un rôle particulier dans la crise actuelle et son application soulève un certain nombre d'interrogations. Si les instances de normalisation comptables s'attellent à certains aspects d'ordre microéconomique, d'autres revêtent une dimension plus macroéconomique. En ce qui concerne les inconvénients immédiats de l'approche en juste valeur, tant les instances de normalisation que les superviseurs bancaires travaillent à l'élaboration de recommandations sur les modalités de valorisation des instruments financiers en période de crise et sur les procédures internes que les établissements financiers doivent mettre en place.

Cependant, cette crise a également mis en lumière des aspects plus macroéconomiques, liés à l'application généralisée de la juste valeur. À cet égard, les banques centrales, de par la vision globale qu'elles ont du système financier et leur rôle crucial sur les marchés financiers, semblent bien placées pour jouer le rôle de gardien de la stabilité financière. Afin qu'elles puissent remplir cette fonction de façon optimale, un renforcement de la coopération entre banques centrales, instances de normalisation comptables et superviseurs est souhaitable.

Les turbulences que les marchés financiers ont traversées depuis l'été 2007 ont mis en exergue un certain nombre de défis posés aux banques centrales, aux superviseurs ainsi qu'aux instances de réglementation, dans le monde entier.

[...]

L'originalité de cette crise est liée aux relations entre les problématiques de liquidité et de valorisation, qui ont mis en avant les enjeux associés à la comptabilité en juste valeur et ses répercussions sur la stabilité financière. Depuis l'automne 2007, nous assistons en effet à une spirale liquidité-valorisation qui, notamment en raison de certaines défaillances en matière de communication financière, a fortement érodé la confiance placée dans les marchés, provoqué le gel de la liquidité interbancaire et, par suite, des montants significatifs de dépréciations.

[...]

Source : Banque de France, extrait de la Revue de la Stabilité financière n° 12, octobre 2008 : « Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques ». Le texte intégral peut être consulté à l'adresse suivante : www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2008/etud6_1008.pdf

1 | JUSTE VALEUR ET CRISE FINANCIÈRE : QUELS ENJEUX POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET LES RÉGULATEURS ?

Que l'on applique les normes IFRS (*International financial reporting standards*) ou les US GAAP (*US generally accepted accounting principles*), de plus en plus d'éléments de bilan des entreprises, financières ou non, doivent être comptabilisés en juste valeur. Ces deux référentiels ne donnent pas exactement la même définition de la juste valeur, mais le cadre de base est très similaire. La comptabilité en juste valeur a pour objectif de répliquer les prix du marché et dépend de la disponibilité d'informations « observables » sur celui-ci. Aussi les instruments financiers sont-ils valorisés au prix du marché (quand il existe un marché) ou au prix de marché d'un instrument similaire, pour le cas où aucun marché n'existe pour cet instrument précis, ou encore grâce à des techniques de valorisation reposant sur un modèle (avec ou sans données observables). On établit ainsi une hiérarchie des justes valeurs en fonction des éléments de calcul utilisés.

Hiérarchie des justes valeurs, dans le cadre des IFRS et des US GAAP

IFRS – IAS 39	US GAAP – FAS 157
Niveau 1 = prix observé sur un marché actif	Niveau 1 = prix de marché
Niveau 2 = prix observé le plus récemment	
Niveau 3 = estimation de la juste valeur par référence à un instrument financier similaire	Niveau 2 = prix de modèle réalisé à partir de données observables
Niveau 4 = techniques de valorisation intégrant un maximum de données observables	
Niveau 5 = techniques de valorisation intégrant des données non observables	Niveau 3 = prix de modèle, sans données observables

Note : Les récentes discussions avec l'IASB semblent indiquer qu'il pourrait adopter, en réponse aux turbulences actuelles, la hiérarchie américaine comportant trois niveaux différents.

La situation qui prévaut, depuis le mois d'août 2007, a mis en évidence un certain nombre de difficultés en matière de valorisation des instruments financiers, qu'il s'agisse d'instruments complexes ou de produits très classiques devenus illiquides, en raison de la non disponibilité de prix de marché observables. Comme, parallèlement, la liquidité s'est rapidement asséchée pour de nombreux produits structurés complexes et que les prix des transactions sur le marché primaire et secondaire n'étaient plus disponibles, la plupart des établissements financiers ont dû passer de méthodes de valorisation reposant sur des prix observables ou considérés comme tels (indices) à des méthodes s'appuyant davantage sur la modélisation. Parallèlement, les valorisations reposant sur un modèle ont nécessité un recours plus intensif à des données non observables.

[...]

Toutefois, en l'absence de définition claire de ce qu'est un marché actif, comme de critères objectifs permettant aux institutions financières de passer de prix de marché à des prix de modèles, une forte incertitude, ces derniers mois, a pesé sur les départements de valorisation et de gestion des risques des banques. Il n'existe, par exemple, pas de définition commune d'une vente forcée ou d'un prix bradé par rapport au prix du marché dans un environnement qui se détériore rapidement.

Il semble donc indispensable que les autorités compétentes clarifient la définition d'un prix de marché observable et, plus généralement, d'un marché actif. Cela suppose vraisemblablement d'identifier un faisceau d'indices susceptibles de « démontrer » que le marché n'est plus actif. Cette définition permettrait aux intermédiaires financiers de déterminer à quel moment ils peuvent passer à une valorisation à base de modèle, sous le contrôle de leurs Commissaires aux comptes.

[...]

La crise récente amène également à s'interroger sur la capacité des établissements financiers à faire face à ce type de situation. Elle souligne les difficultés rencontrées pour estimer les justes valeurs de certains produits en raison notamment de l'illiquidité du marché et de la complexité des instruments financiers. L'utilisation croissante de modèles de valorisation nécessitant un recours à des données non observables a constitué un défi pour les départements de gestion interne et a pu provoquer des retards dans la production de valorisations.

[...]

Il apparaît également que certaines incertitudes aient pu naître en raison d'une allocation initiale non optimale des actifs aux différents portefeuilles. En fait, certains établissements ont peut-être prêté davantage attention aux conséquences de cette allocation d'actifs en termes de résultats, ou à la charge en capital attachée aux différents portefeuilles, en application des ratios de solvabilité (la charge en capital du portefeuille de négociation est par exemple inférieure à celle du portefeuille bancaire), qu'aux stratégies liées à ces allocations d'actifs. Par conséquent, la complexité inhérente à l'utilisation de modèles de valorisation peut avoir été exacerbée par le fait que certains instruments n'étaient pas affectés au bon portefeuille.

[...]

Au moment de la crise, il est clairement apparu que certains instruments étaient logés dans le portefeuille de négociation ou le portefeuille à la juste valeur sur option, alors que, compte tenu de leurs caractéristiques, ils auraient dû être alloués à un autre portefeuille.

Les établissements financiers devraient donc être plus prudents lors de l'affectation initiale à un portefeuille et veiller à ce que cette allocation reflète bien la stratégie poursuivie.

Ce choix est particulièrement important dans le cadre des IFRS puisque, contrairement à ce qu'il est possible de faire en US GAAP, le transfert d'un portefeuille à un autre est extrêmement difficile.

Classification des portefeuilles pour la comptabilité (IFRS) et les règles prudentielles (ratios de solvabilité d'après Bâle)		
Classification comptable IAS 39	Traitement comptable IAS 39	Classification prudentielle et traitement de la solvabilité
Portefeuille de transaction	Juste valeur par le biais du compte de résultat	Portefeuille de négociation/ Amendement relatif aux risques de marché
Portefeuille à la juste valeur sur option		
Actifs disponibles à la vente	Juste valeur par le biais des capitaux propres	Portefeuille bancaire/ratio de solvabilité
Prêts et créances		
Portefeuille d'investissement	Coût amorti	

2| COMPTABILITÉ EN JUSTE VALEUR ET STABILITÉ FINANCIÈRE : DYNAMIQUES STRATÉGIQUES ET RÔLE DES BANQUES CENTRALES

La comptabilité en juste valeur a brouillé les frontières traditionnelles

Avant l'introduction plus ou moins généralisée de la juste valeur, il existait une distinction claire entre le portefeuille de négociation d'une banque, valorisé au prix du marché, et son portefeuille bancaire, valorisé au coût historique. Ces pratiques comptables correspondaient aux stratégies bancaires et reflétaient la classification prudentielle.

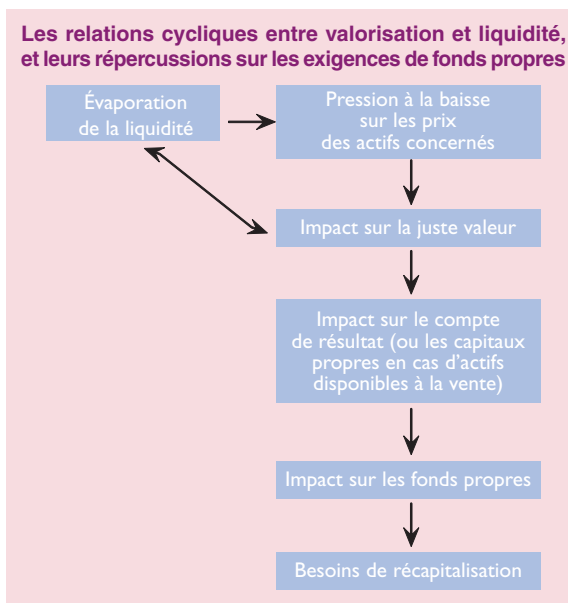
Cette situation permettait également un alignement entre les analyses comptables et prudentielles et la gestion des risques. Dans le même temps, le portefeuille de négociation ne posait aucun problème aux superviseurs, puisqu'il se limitait à des actifs liquides, avec une maturité très courte.

Une des principales conséquences de la généralisation de la comptabilité en juste valeur est que tout choc de liquidité se répercute très rapidement sur les fonds propres. Depuis l'année dernière, nous avons pu observer une vague massive de recapitalisations : jusqu'à 302 milliards de dollars fin juin 2008, représentant près de 80 % du total des dépréciations et plus de huit fois les pertes de crédit. Ce phénomène est directement lié à l'application de la valorisation en juste valeur. En effet, les liens entre liquidité et valorisation ont des répercussions directes sur les comptes de résultat puis sur les fonds propres. Par conséquent, avec l'introduction d'une comptabilité à la juste valeur, une crise de liquidité peut très rapidement affecter les niveaux de fonds propres des établissements financiers.

En définitive, ces règles comptables font peser une forte pression sur les fonds propres, dont le niveau peut être très volatil. L'émergence de risques peut rapidement se transformer en risque de solvabilité, ce qui souligne la nécessité pour les intermédiaires financiers de disposer, davantage qu'auparavant, d'une base conséquente de fonds propres.

[...]

Avant les IFRS		Après les IFRS	
Traitement comptable	Classification prudentielle	Traitement comptable	Classification prudentielle
Prix du marché	Portefeuille de négociation	Juste valeur par le biais du compte de résultats	Portefeuille de négociation
Coût amorti	Portefeuille bancaire	Juste valeur par le biais des capitaux propres Coût amorti	Portefeuille bancaire



Quel peut être l'impact macroéconomique de la comptabilité en juste valeur ?

L'un des problèmes les plus difficiles à résoudre tient au fait que l'application généralisée de mesures individuelles raisonnables n'aboutit pas systématiquement à un cadre macroéconomique sain.

Le recours à la comptabilisation en juste valeur peut avoir des effets divers. Tout d'abord, la comptabilité en juste valeur est cruciale lorsqu'il s'agit d'informer très rapidement sur les conséquences d'une exposition financière, et donc d'améliorer la transparence. C'est vraisemblablement vers cet objectif que tendent les superviseurs, les instances de réglementation et plus généralement les décideurs politiques car, depuis le début de la crise, tous ces intervenants ont demandé aux intermédiaires financiers de communiquer rapidement leurs expositions et leurs risques, dans le but de renforcer la transparence et de favoriser le retour à la confiance dans le marché.

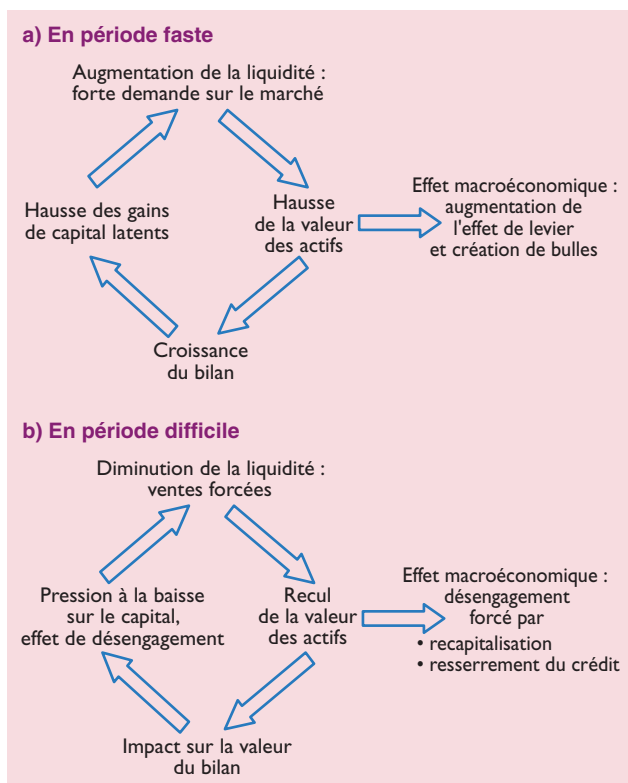
De fait, en offrant aux investisseurs la possibilité de vérifier, quasiment en temps réel, la valeur de leurs portefeuilles, la valorisation en juste valeur accroît la transparence et procure davantage d'informations aux marchés financiers. Cela suppose toutefois que :

- les marchés fixent toujours avec efficacité les prix des actifs et savent hiérarchiser les risques ;
- les investisseurs n'agissent pas par instinct grégaire et prennent leurs décisions sur la base de toutes les informations disponibles.

Si tel n'est pas le cas, la juste valeur n'empêche pas la formation de bulles et peut même contribuer à des mouvements qui ne correspondent pas à la dynamique fondamentale des prix, voire les exacerber.

Comme l'expliquent Adrian et Shin ¹, les intermédiaires financiers ajustent leurs bilans de manière dynamique en réaction aux mouvements des prix des actifs, de sorte que l'effet de levier soit important durant les cycles d'expansion et faible pendant les périodes de récession.

Lors de la récente crise, la situation et les effets macroéconomiques se sont révélés pires encore, puisque la première répercussion de la crise a consisté en une réintermédiation « forcée » au sein des bilans bancaires en raison de la réintégration des véhicules hors bilan (« conduits » ou SIV), ce qui, en plus des pertes en juste valeur, a exercé une pression considérable sur les ratios de fonds propres.



¹ Adrian (T.) et Shin (M. S.) (2008) : « Liquidité et contagion financière », Revue de la Stabilité financière de la Banque de France, n° 11, février

Paradoxalement, la crise actuelle a d'abord entraîné une augmentation « forcée » de l'effet de levier, ce qui a rendu la situation encore plus difficile pour les intermédiaires financiers. Cependant, après cette première phase, le système financier connaît actuellement une phase de réduction. On pourrait considérer qu'il s'agit d'un retour à la normale après une période de recours important, et parfois excessif, à l'effet de levier, mais ce contexte peut induire des perturbations dans le système financier en raison de la nature **procyclique** de cet effet.

[...]

3| LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES DANS LA RÉDUCTION DE LA PROCYCLICITÉ AU SEIN DU SYSTÈME FINANCIER

Cette question en soulève immédiatement une autre : qu'entend-on exactement par « procyclicité » ? Deux situations peuvent être considérées comme procycliques. Premièrement, lorsqu'une réglementation donnée amplifie les fluctuations liées aux cycles naturels. C'est en quelque sorte l'exacerbation de tendances naturelles. Il semble que ce soit ce type de situation que l'on observe depuis l'année dernière, quand l'évaporation de la liquidité sur certains marchés a conduit à des dépréciations massives.

La deuxième définition est plus problématique du point de vue de la stabilité financière. Il s'agit d'une situation où une réglementation spécifique modifie la tendance économique naturelle en raison, par exemple, d'incitations mal alignées. Ce peut être le cas, notamment, si la comptabilisation en juste valeur ou d'autres mesures, telle la modélisation de la valeur en risque (VaR) à des fins prudentielles, conduit à raccourcir l'horizon des stratégies d'investissements. Même si, à ce stade, rien ne prouve l'existence d'une telle évolution, les décideurs politiques doivent être très attentifs à ces aspects.

Que faire et qui doit agir ? Autrement dit, qui pourrait être le gardien de la stabilité financière ?

Dans ce contexte, il semble que les **banques centrales aient un rôle essentiel à jouer**. Jusqu'à présent, aussi bien les règles comptables que prudentielles ont privilégié des approches individuelles. Les règles comptables applicables à une entité offrent au marché une vision de la valeur de cette entité à un moment donné. De la même manière, les superviseurs sont chargés de veiller à ce qu'il existe un niveau de fonds propres adéquat par rapport aux risques supportés par chaque entité.

En outre, qui est responsable de l'allocation globale des fonds au niveau de l'économie et de la stabilité du système financier dans son ensemble ? La question reste ouverte, même si, à la lumière des récents événements, les banques centrales semblent devoir remplir cette **mission double et délicate : assurer la stabilité monétaire et la stabilité financière**. Pour y parvenir, on pourrait, dans un premier temps, renforcer la coopération entre les superviseurs, les instances de normalisation comptables et les banques centrales de différentes manières. Les banques centrales ont besoin de connaître et de comprendre la réglementation et les pratiques prudentielles, et d'avoir accès à des informations individuelles, tandis que les superviseurs ont besoin de transmettre aux acteurs du marché les évaluations des banques centrales en ce qui concerne la stabilité financière et d'intégrer dans leurs actes de supervision certains garde-fous macroprudentiels en période de crise (c'est par exemple le cas lorsque les superviseurs demandent aux banques d'adopter une approche « sur l'ensemble du cycle », ou de recourir à des pratiques de simulation de crise dynamiques qui

intègrent des effets de second tour). De la même manière, il serait utile d'accorder aux banques centrales ou aux décideurs politiques un rôle plus actif dans le processus de gouvernance des instances de réglementation comptable de sorte que ces derniers soient à même de comprendre et d'incorporer dans leurs règles une perspective davantage « macrofinancière ».

Dans ces évaluations « macrofinancières », grâce à leurs relations avec les opérateurs et à leur rôle au cœur des marchés monétaires, les banques centrales devraient être à même d'identifier rapidement le mauvais alignement des incitations, les dysfonctionnements du marché et le risque de bulles financières. En tout cas, la réglementation, qu'elle soit comptable ou prudentielle, semble être un « bien public » compte tenu de son impact probable sur les stratégies des acteurs du marché et sur l'économie dans son ensemble. Dans ce contexte, on pourrait envisager sous un angle plus macroéconomique des mesures contracycliques qui viendraient s'ajouter aux réglementations actuelles, par exemple pour la valorisation, en imposant un rythme de provisionnement davantage en phase avec la croissance des prêts octroyés ².

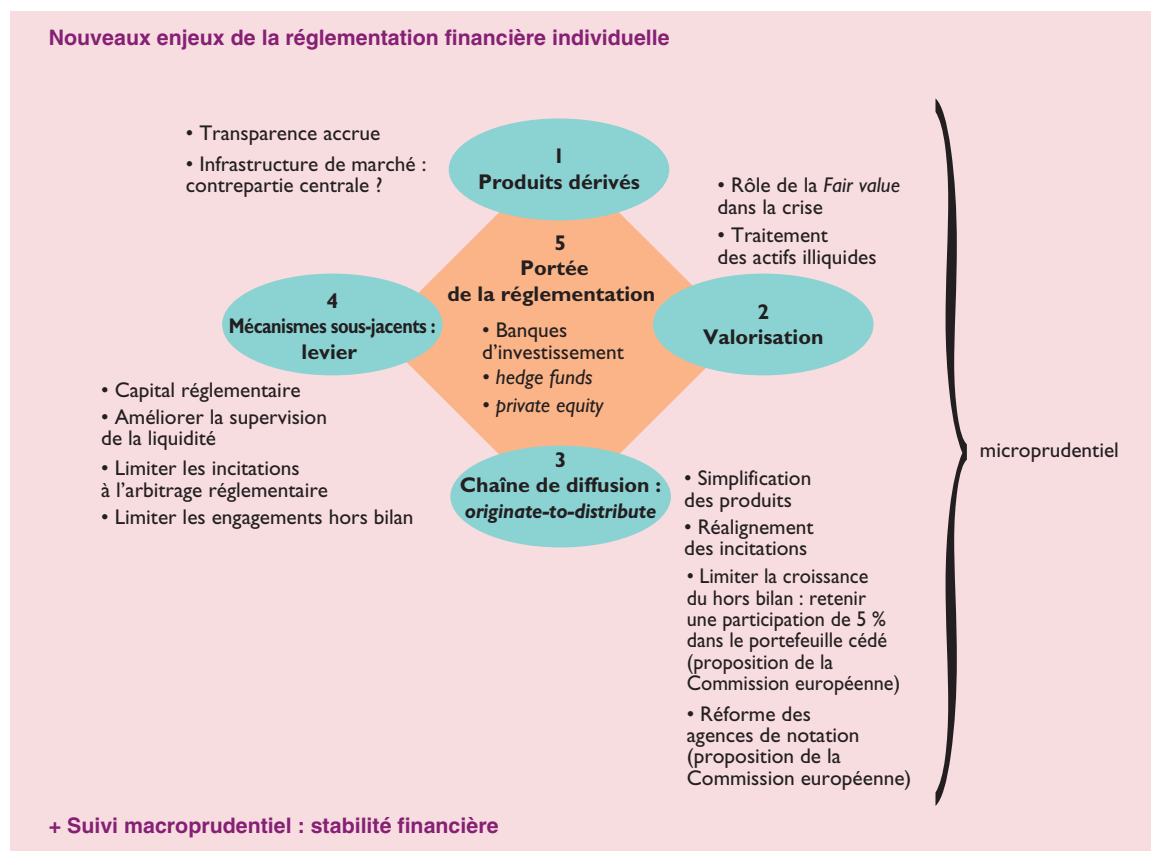
² La Banque d'Espagne a mis en oeuvre avec succès un tel « provisionnement dynamique ».

Règles prudentielles : une adaptation nécessaire

Nouveaux enjeux de la réglementation financière globale : développer une optique macroprudentielle.

La crise a mis en évidence deux types d'enjeux en matière de réglementation financière. Le premier a trait à la réglementation actuelle et aux évolutions qu'il convient d'apporter en matière de produits financiers, de leur valorisation et de leur diffusion dans l'économie ainsi qu'en ce qui concerne les dispositifs visant à réglementer les incitations au niveau de chaque établissement (quel est le niveau optimal des fonds propres, comment limiter le levier, ...?).

Au-delà, la période récente a souligné l'importance des interactions entre produits, acteurs et marchés et la nécessité de compléter la réglementation actuelle par une perspective plus globale et donc des règles destinées à gérer les conséquences macroéconomiques des comportements individuels. Ce suivi macroprudentiel est déterminant pour la stabilité financière.



Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

1| LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE INDIVIDUELLE

- En matière de produits financiers, une transparence plus grande accompagnée d'une moindre complexité semble être une demande des marchés. Au-delà des produits eux-mêmes, il apparaît que la compensation des produits dérivés et la création d'une contrepartie centrale constitueraient une avancée notable pour la stabilité financière. Des projets existent, ils sont fortement encouragés par les pouvoirs publics.
- S'agissant des règles de valorisation, beaucoup d'interrogations existent sur le rôle et la responsabilité de la *fair value* dans cette crise. Il est clair que les règles comptables ne sont pas responsables de la crise, toutefois elles ont pu jouer un rôle dans sa propagation. Ce sujet est à l'étude ; par ailleurs des solutions concrètes quant à la valorisation des actifs pour lesquels il n'existe pas — ou plus — de marché, doivent être trouvées.
- Le mode de diffusion des produits financiers doit également donner lieu à des évolutions. En particulier il convient de rétablir des incitations propices à une réelle analyse des risques. Dans ce cadre la Commission Européenne étudie la possibilité d'exiger que les cédants conservent une partie des portefeuilles cédés. Le rôle des agences de notation et la qualité des notations doivent aussi être examinés.
- Enfin, de manière plus générale, mais toujours au niveau de chaque établissement individuellement, la réglementation applicable doit être revue afin, notamment, de mieux intégrer le risque de liquidité, de limiter le levier autorisé, ainsi que le recours aux engagements hors bilan.

2| LA PROCYCLICITÉ

Beaucoup d'interrogations portent sur le caractère procyclique ou non de certaines règles comptables et/ou prudentielles. En effet, bien qu'il soit communément admis depuis très longtemps que l'économie connaît successivement des phases de hausse suivies par des phases de baisse des principales grandeurs économiques, l'ampleur du cycle financier que nous connaissons depuis 2007 semble démesurée. Dans ce contexte, un examen attentif des conséquences des règles comptables et prudentielles sur le comportement des agents économiques est nécessaire.

Deux acceptions de la procyclicité sont possibles : il peut s'agir soit d'une amplification du cycle normalement attendu, soit d'une déformation de ce cycle. En ce qui concerne le premier point, beaucoup d'analystes soulignent que le développement d'une valorisation en valeur de marché a un effet d'entraînement (de mimétisme) qui joue de la même manière à la hausse (amplifiant continuellement les gains et alimentant une hausse continue des prix d'actifs) et à la baisse (spirale négative entre liquidité et valorisation). S'agissant des règles prudentielles, l'incitation à développer une gestion des risques pressentis a, par nature, vocation à anticiper les cycles économiques. En réalité, ce phénomène procyclique — qui anticipe l'évolution naturelle du cycle — est lié au fait que la généralisation des techniques de gestion tout à fait « saines » et appropriées au niveau individuel peut avoir des conséquences néfastes au niveau global quand tout le monde réagit de la même manière. Une solution à ce problème consisterait à réintroduire un peu de « diversité » dans les règles.

Le second phénomène est également problématique, à savoir lorsque les incitations contenues dans certaines règles peuvent se traduire par une déformation du cycle économique en ayant un impact sur le comportement des agents. De ce point de vue tant les règles comptables que les règles prudentielles devraient être améliorées pour éviter de telles incitations négatives. C'est le cas par exemple de *day one profit* selon lequel les gains qui seront retirés d'une transaction spécifique sont immédiatement enregistrés en résultats alors que les risques s'échelonnent sur toute la durée de la transaction. C'est le cas également en matière prudentielle, lorsque des pondérations de risque inadaptées ont pu favoriser le développement d'engagements hors bilan (Bâle 1 par exemple).

3| LE SUIVI MACROPRUDENTIEL

Au-delà de ces aménagements, une des grandes leçons de cette crise est la nécessité d'avoir une approche globale afin d'anticiper l'impact macroéconomique des comportements individuels. Cette approche macroprudentielle est vue comme une nécessité aujourd'hui sans que les modalités d'application fassent encore l'objet d'un consensus. Trois questions se posent :

- Qui doit procéder à ce suivi macroprudentiel ?
- Sur quelles entités financières agir ?
- Selon quelles modalités ?

S'agissant de la réponse à la première question, la banque centrale apparaît comme le bon vecteur de détermination et d'application de ces nouvelles règles.

Les banques centrales, on l'a vu, se situent en effet au cœur du dispositif et ont accès à l'information nécessaire pour évaluer la situation. Elles ont surtout à leur disposition l'outil ultime d'intervention : les injections de liquidité.

Sur quelles entités intervenir ?

Contrairement à la réglementation individuelle, la politique macroprudentielle a pour objectif la stabilité du système financier. Dès lors, son champ d'action ne doit couvrir que les entités qui font courir des risques au système dans son ensemble. Peuvent aussi être concernées de grandes institutions dont le défaut entraînerait d'autres, des entités dont le mauvais fonctionnement nuirait à l'ensemble du marché (exemple : les agences de notations sur les notations desquelles repose une bonne partie de la confiance en certaines transactions ou encore les infrastructures de marché qui par leur rôle central ont une fonction systémique).

Selon quelles modalités le suivi macroprudentiel peut-il intervenir ?

Ce sujet fait encore l'objet des débats sachant que deux pistes principales sont au cœur des discussions. Il s'agit soit de modifier la réglementation individuelle pour y insérer des préoccupations plus macroéconomiques, soit de mettre en place un dispositif *ad hoc* qui viendrait compléter la réglementation microprudentielle. Cette seconde voie semble plus prometteuse.

Faut-il réglementer les hedge funds ?

Inexistants il y a une quinzaine d'années, la sphère financière comptait, avant la crise financière, plus de 8 000 hedge funds, gérant 2 trillions de dollars, soit environ 10 % des actifs détenus par les investisseurs institutionnels dans le monde. En décroissance depuis la crise, tant par un effet valeur (baisse concomitante des actifs financiers sur tous les marchés) qu'un effet volume (retraits significatifs de la part de ces investisseurs suite à la fraude Madoff), l'actif sous gestion pourrait même être divisé par deux, passant sous la barre du trillion de dollars dans les prochaines années.

Ces fonds, localisés pour la plupart dans des paradis fiscaux ont souvent été accusés de déstabiliser les marchés par leurs stratégies opaques ou par leur quête de gains rapides. Leur importance croissante a conduit les régulateurs à réfléchir aux modalités d'une régulation pour ce secteur. En effet, épargnés au début par la crise financière, les hedge funds ont été depuis rattrapés par les derniers événements : la faillite de Lehman Brothers, l'extension de la crise aux pays émergents, la prohibition de certaines stratégies de ventes à découvert et plus récemment la fraude Madoff se sont répercutés sur les résultats de ces institutions. Pour la première fois, l'indice sectoriel des rendements annuels des hedge funds est entré en territoire négatif. Ces pertes historiques ont amené à une nouvelle vague de décollecte. Dans certains cas, certains fonds ont dû fermer.

1/ Les hedge funds jouent un rôle économique majeur en contribuant à l'efficacité des marchés et en offrant aux investisseurs une source de diversification des risques

En exploitant les anomalies des marchés, à travers des stratégies complexes, les hedge funds contribuent à l'efficacité macroéconomique et financière à l'échelle globale

Il n'existe pas de définition précise du terme de hedge funds, mais on attribue à ces fonds certaines caractéristiques communes : la recherche d'une performance absolue décorrélée des évolutions des marchés, une liberté totale de style de gestion, l'utilisation par les gérants de la vente à découvert, le recours intensifs à des effets de levier, une rémunération des gérants basée sur la performance.

Les stratégies suivies par les hedge funds sont très nombreuses : l'intervention lors d'annonces de fusions-acquisitions (event driven), le pari sur des évolutions macroéconomiques avec effet de levier (global macro), la détention d'un actif et la vente à découvert d'un autre actif (long/short), l'investissement dans des entreprises sous-évaluées ou au bord du dépôt de bilan, l'investissement sur les marchés émergents.

En théorie, ces acteurs de la finance participent à l'augmentation de l'efficacité des marchés, en exploitant les anomalies. Ce faisant, ils rééquilibrent l'offre et la demande, en fournissant aux investisseurs moins sophistiqués des prix conformes aux fondamentaux économiques. Ils ont donc un rôle positif comme pourvoyeurs de liquidité dans des secteurs délaissés ou habituellement peu liquides.

En outre, la bonne performance des hedge funds, décorrélée de l'évolution des marchés, en a fait jusqu'à présent un instrument privilégié de diversification des risques pour les investisseurs

Ces bonnes performances attirent les investisseurs institutionnels, compagnies d'assurances et fonds de retraite, qui recherchaient de plus en plus des produits alternatifs capables de doper leurs rendements traditionnels.

Toutefois, l'industrie des hedge funds amorce en cette fin d'année un tournant très difficile. Les indices du secteur enregistrent des performances négatives depuis six mois, avec une perte cumulée sur l'année de 22 %. Dans le même temps, les demandes de rachat des investisseurs et la restriction de crédit imposée par les banquiers des hedge funds (les prime brokers) s'est intensifiée depuis la faillite de Lehman Brothers, créant des contraintes de liquidité sans précédent pour l'industrie.

.../...

2/ Les hedge funds sont toutefois potentiellement porteurs de risques importants, même si dans la pratique, ces risques sont encadrés par une certaine professionnalisation du secteur

Des prises de risques élevés qui les conduisent à opérer avec des leviers d'endettement et des actifs peu liquides ou risqués

Les hedge funds utilisent traditionnellement des instruments dérivés, souvent contractés sur les marchés de gré à gré, non régulés. Ils opèrent par ailleurs sur des secteurs délaissés ou peu liquides, dans lesquels ils agissent comme contrarians. De plus, l'importance de l'effet de levier utilisé et l'absence de liquidité sur les marchés impliqués, pourrait engendrer un risque significatif de propagation des faillites (risque systémique).

Une opacité revendiquée vis-à-vis de leur prime brokers, du marché et des autorités publiques, rend difficile l'évaluation et la localisation du risque

Ces entités appuyant leur activité sur l'exploitation des anomalies de marché sont contraintes d'opérer rapidement et discrètement, pour maintenir ces opportunités d'arbitrages. Ce manque de transparence peut également dissimuler des fraudes, — comme l'a montré l'affaire Madoff —, ou aboutir à un risque opérationnel élevé avec de mauvaises valorisations d'actifs illiquides et complexes.

De même, à travers leur participation dans le capital des entreprises, certains hedge funds sont accusés de dévoyer l'activisme actionnarial en privilégiant une approche court-termiste de la stratégie des entreprises cibles (cf. leur rôle dans la fusion Mittal-Arcelor, ou la restructuration du groupe Heinz).

Une concentration sur certains marchés et une inter-connexion avec les banques rend systémique la propagation d'une crise à ce secteur

Les hedge funds sont particulièrement actifs sur certains marchés, notamment sur les instruments dérivés, à l'instar des credit default swaps (CDS), où ils sont contrepartie à 32 % des ventes de protections. Ils sont également un des gros clients des banques d'investissements de ces dernières années, par le poids de leurs opérations de marché.

Par delà les différences entre régulateurs anglo-saxons, attachés à la compétitivité de leur industrie financière, et régulateurs d'Europe continentale, favorables à une plus grande transparence, les propositions vont dans le sens d'une extension du champ de la réglementation : à même activité financière, même réglementation prudentielle.

Avec la crise, on assiste de plus en plus à une prise de conscience de la **nécessité d'harmoniser les approches à l'échelle européenne et transatlantique**. Cela ne signifie pas pour autant que leur réglementation doit être identique à celle applicable aux établissements collecteurs de dépôts et de fonds reçus du public. **Une gradation de la surveillance à la supervision peut être envisagée**. Dans ce cadre, un **enregistrement**, le **respect de règles de bonnes pratiques** ainsi qu'une **certaine transparence vis-à-vis des superviseurs et des banques centrales** pourrait être imposés.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

Infrastructures des marchés de dérivés de crédit

Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit

Le marché des CDS souffre actuellement d'un déficit d'infrastructure : en dépit de sa taille (62 000 milliards de dollars) et de sa croissance exponentielle, ce marché reste essentiellement de gré à gré (OTC), ce qui constitue son talon d'Achille. Les rapports Corrigan 2 et 3 ont souligné ces vulnérabilités et les risques opérationnels et financiers engendrés. Premier opérateur d'infrastructure de marché aux États-Unis, DTCC a déjà mis en place en 2007 un entrepôt (trade warehouse) pour recenser certaines opérations de credit default swap (CDS). En revanche, il n'existe pas à ce stade de service de compensation par contrepartie centrale qui permettrait de mieux gérer le risque de contrepartie.

Le risque de contrepartie attaché à ces produits a augmenté : suite à la crise financière, la solidité de la plupart des intervenants du marché est désormais sujette à caution. Or, le marché ne fonctionne que si les acheteurs de protection ont la garantie d'être indemnisés par leur contrepartie en cas de défaut. La chambre de compensation, en se substituant à la contrepartie en cas de défaillance, procure cette sécurité indispensable aux transactions.

“Too interconnected to fail” : avancé pour la première fois par Tim Geithner, alors président de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY), lors de l'épisode Bear Stearns, cet argument veut que, dans des marchés globalisés, il soit nécessaire d'avoir des mécanismes de « coupe-circuit » pour empêcher la propagation du risque systémique. C'est pourquoi, le 9 juin 2008, à l'issue d'une réunion à laquelle avaient participé les principales banques américaines et européennes actives sur les dérivés ainsi que leurs superviseurs (notamment la Commission bancaire), la FRBNY a publié une déclaration (statement appuyé par un discours très remarqué de T. Geithner) fixant de **nouveaux objectifs aux acteurs du marché des dérivés OTC**, en particulier **le développement d'une contrepartie centrale (CCP) pour la compensation des dérivés de crédit**.

Dans ce contexte, la « sécurisation » du marché des CDS devient urgente : alors que celle-ci était initialement conçue comme un projet à moyen terme, la multiplication des faillites bancaires, et potentiellement des faillites d'entreprise, rend urgente la construction d'une infrastructure adaptée. **L'épisode Lehman Brothers en est une illustration flagrante** : le dénouement des opérations de dérivés OTC de Lehman continue à poser problème, plus de deux semaines après la faillite. Les expositions ne sont toujours pas connues. Plusieurs contreparties se sont retrouvées sans protection par rapport aux risques qu'elles souhaitaient couvrir. D'autres demeurent dans l'incertitude quant à la possibilité de récupérer leur collatéral ou leur mise de fonds.

Source : Banque de France, Direction de la Stabilité financière, document de travail, 2008

CHAMBRES DE COMPENSATION SUR LES DÉRIVÉS DE CRÉDIT : ÉTAT DES LIEUX À FIN NOVEMBRE 2008

Parmi les réflexions sur une régulation plus efficace des dérivés OTC, les discussions sur la mise en place d'une chambre de compensation pour les dérivés de crédit occupent une place centrale, comme le souligne notamment la déclaration finale du sommet du G 20 du 15 novembre dernier¹. Si un consensus semble avoir pris corps autour de la nécessité d'assurer la compensation de ces produits, ce sujet soulève deux questions principales :

- les conditions pour qu'une chambre de compensation traitant des dérivés de crédit contribue efficacement à réduire le risque systémique ;
- la viabilité d'une solution européenne qui permette de rééquilibrer la concurrence transatlantique entre les infrastructures.

Bénéfices et limites de la mise en place d'une chambre de compensation sur les dérivés de crédit

Principaux avantages espérés de la mise en place d'une chambre de compensation pour les dérivés de crédit

- **Limiter les risques de contagion sur les marchés de dérivés de crédit** : une chambre de compensation se substitue au défaillant, garantissant ainsi l'exécution de ses obligations à ses contreparties (sous réserve que la chambre de compensation bénéficie de garanties suffisantes). Elle permet également de diminuer le niveau global du risque de crédit grâce à un *netting* des transactions ainsi qu'une valorisation quotidienne des instruments financiers (*mark-to-market*).
- **Améliorer la discipline et la transparence du marché** en favorisant la confirmation systématique des transactions de gré à gré et en facilitant la mise en œuvre des procédures d'enchères sur CDS réalisées à la suite d'une défaillance.

Principales difficultés liées à la mise en place d'une chambre de compensation sur les dérivés de crédit

- **Des difficultés pour étendre les solutions de compensation aux CDS *single names*** : seuls les produits les plus standardisés (CDS indiciels) qui présentent un profil de risques diversifiés sont concernés à court terme (fin 2008) par les projets en cours. Une extension aux produits plus complexes (CDS *single names*) est cependant envisagée rapidement (courant 2009) malgré les nombreuses questions que soulèvent ces produits, notamment liées à leur profil de risques accrus et à l'absence de définition standard des événements de défaillance entraînant leur activation.

Source : Banque de France, Direction des Systèmes de paiement et Infrastructures de marché, document de travail, 2008

¹ « Les superviseurs, en se fondant sur le lancement imminent des services de contrepartie centrale pour les CDS doivent intensifier leurs efforts pour réduire les risques systémiques liés aux CDS et aux transactions de gré à gré sur produits dérivés ». La FRBNY (9 juin) s'est également exprimée en ce sens.

- **Des incertitudes sur la définition d'un cadre robuste de gestion des risques** : la faible liquidité de certains contrats de dérivés de crédit ne permet pas d'en obtenir une valorisation quotidienne ce qui rendrait la couverture du risque de marché incertaine. La gestion d'une défaillance par la CCP pourrait s'avérer plus complexe que pour d'autres types de dérivés : difficulté pour la CCP de remplacer les contrats passés par le défaillant, impacts de la participation éventuelle d'une CCP aux procédures d'enchères sur CDS mises en place suite à une défaillance.

État des discussions sur les projets en cours

Aux États-Unis

- **Les autorités américaines sont sur le point de donner leur approbation au lancement des deux projets d'infrastructures américaines d'ici fin 2008.** La signature imminente d'un *Memorandum of Understanding* entre la Fed, la SEC et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) sur la coordination de l'exercice de leurs responsabilités respectives sur ces nouvelles activités devrait permettre de lever les derniers obstacles.

- **Prédominance des infrastructures américaines renforcée par le lien privilégié entre :**

- *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) qui, grâce à la mise en place de sa *Trade Information Warehouse*, enregistre l'ensemble des transactions de CDS, joue le rôle de registre central pour ce type de contrats et dispose d'une position de monopole², et
- MARKIT, entité détenue par un consortium d'une quinzaine de banques qui a conclu un partenariat avec DTCC sur la fourniture de services d'affirmation/confirmation et de réconciliation des transactions sur CDS. Markit gère également les principaux indices de CDS (ITraxx) et fournit des services de valorisation sur CDS qui seront utilisés par les contreparties centrales pour calculer leurs appels de marges.

En Europe

- **La Commission européenne (17 octobre) puis l'Eurosystème (3 novembre) se sont publiquement exprimés en faveur d'une ou plusieurs chambres de compensation.**

- **La demande majoritaire de l'industrie bancaire est néanmoins en faveur d'une solution globale unique.** Celle-ci est en effet jugée plus rationnelle économiquement (économies d'échelle, possibilités accrues de *cross-margining*). De plus, elle présente l'avantage d'offrir une solution multi-devises alors qu'une solution européenne concernerait les produits en euros et/ou émis dans l'Union européenne dont le degré de standardisation est moindre que celui des produits américains.

² Cette institution détient le monopole des données de transactions sur les CDS qui ont été publiées le 11 octobre 2008.