

L'avenir de la régulation financière : échange de vues ¹

ANIL KASHYAP

Professeur d'Économie et de Finances
Booth School of Business, University of Chicago

BANQUE DE FRANCE

Le 3 mars 2009 s'est tenue une conférence sur l'avenir de la régulation financière, qui a réuni Anil Kashyap et plusieurs représentants de la Banque de France.

Six sujets ont été abordés :

- *l'avenir de la réglementation des fonds propres ;*
- *la régulation de la liquidité ;*
- *la régulation macroprudentielle ;*
- *l'aléa moral ;*
- *la relation entre politique monétaire et stabilité financière ;*
- *la restructuration des banques.*

On trouvera ci-après la transcription de ces discussions. Trois principales conclusions se sont dégagées :

- *les régulateurs doivent concevoir des mécanismes visant à éviter les liquidations en catastrophe d'actifs en période de crise, éventuellement au moyen d'un mécanisme obligatoire de recapitalisation ;*
- *le renforcement des responsabilités des banques centrales en matière de stabilité financière ne doit pas occulter leur principale mission, le maintien de la stabilité des prix ;*
- *la situation actuelle diffère jusqu'ici fondamentalement de l'expérience japonaise durant la « décennie perdue », en ce sens que, au Japon, les pertes des banques provenaient des prêts consentis à des entreprises en difficulté alors que les problèmes actuels sont liés à la mauvaise qualité des garanties.*

¹ *Transcription de l'entretien entre Anil Kashyap, professeur d'Économie et de Finances à la Booth School of Business, University of Chicago, Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France, Sylvie Matherat, directeur de la Stabilité financière, Pierre-Francois Weber, direction de la Stabilité financière et Benoît Mojon, direction des Études monétaires et financières*

1 | L'AVENIR DE LA RÉGLEMENTATION DES FONDS PROPRES BANCAIRES

Jean-Pierre Landau : *La crise a-t-elle révélé une faiblesse de la réglementation ? Faut-il modifier le dispositif de Bâle II ?*

Anil Kashyap : Le dispositif actuel en matière de fonds propres est caractérisé par sa forte asymétrie au cours du cycle de crédit : en période de conjoncture favorable, le marché n'impose pas aux banques de détenir beaucoup de fonds propres et n'exerce guère de surveillance. Les banques qui utilisent leurs propres modèles internes de risque reproduisant l'évaluation des marchés peuvent aisément accroître les crédits et, au mieux, la réglementation freine légèrement ce processus. Quand le ralentissement survient, le marché (et les modèles des banques) indiquent que le volant de fonds propres nécessaire est bien supérieur aux exigences réglementaires. En d'autres termes, il est évident que si nous réduisons, là maintenant, les exigences réglementaires en fonds propres, cela n'aurait aucun effet sur le comportement des banques parce que ces dernières ont besoin de niveaux très élevés de fonds propres rien que pour attirer des financements. En raison de cette asymétrie, le système financier amplifie les cycles, phénomène qui est également patent depuis mi-2007.

Par conséquent, il faut modifier la réglementation des fonds propres pour éviter un désendettement excessif en phase de ralentissement. Cela nécessite de limiter la capacité des banques à accroître leurs actifs et leur effet de levier en période de conjoncture favorable. Dans cette hypothèse, les banques pourraient aborder la période de ralentissement en disposant de fonds propres suffisants pour ne pas avoir à réduire leur activité de prêt. Cela réduirait l'ampleur des liquidations en catastrophe d'actifs en période de crise résultant de la cession généralisée d'actifs opérée par le système bancaire pour satisfaire aux ratios de fonds propres.

Toutefois, il ne sera pas très facile d'y parvenir. La difficulté, avec cette solution, réside dans la nécessité d'éviter l'arbitrage réglementaire. Restreindre la possibilité pour les banques de recourir

à l'endettement en période favorable incite celles-ci à transférer leurs actifs à des institutions financières d'un système bancaire parallèle (*shadow banking system*) en vue d'échapper à la réglementation.

Jean-Pierre Landau : *En période favorable, aucune réglementation des fonds propres n'est susceptible d'être efficace dans ce domaine. Il est donc nécessaire de prévenir la prise de risques en tant que telle. Pensez-vous que le renforcement des exigences en fonds propres le permettra ? Cette mesure suffirait-elle pour éviter un processus de désendettement en période de crise ?*

Anil Kashyap : On peut faire une analogie avec la politique monétaire. Dans la conduite de la politique monétaire, les banques centrales peuvent fixer soit les quantités (*via* le niveau de réserves obligatoires) soit les prix (*via* le niveau des taux d'intérêt). Dans le même ordre d'idées, dans l'article que j'ai rédigé avec Jeremy Stein en 2004, nous proposons de créer un marché pour l'allègement des exigences en fonds propres. Ce marché serait approvisionné par le régulateur (banques centrales ou autorités de surveillance) avec un montant limité de certificats représentatifs de fonds propres négociables fournis par le biais d'adjudications périodiques. Le prix de marché de ces certificats constituerait une mesure directe et transparente de la valeur implicite (*shadow value*) des fonds propres bancaires. Ainsi, un prix élevé indiquerait l'existence d'une pénurie relative de fonds propres bancaires aux régulateurs. Ceux-ci pourraient alors être autorisés à accroître l'offre de certificats en réponse à la hausse des prix, de manière à lier les exigences effectives en fonds propres à la valeur implicite.

Jean-Pierre Landau : *J'interprète votre proposition comme une manière de créer artificiellement une situation de rareté des fonds propres, à l'instar de ce que font les autorités monétaires pour la liquidité de banque centrale via les réserves obligatoires.*

Anil Kashyap : Exactement. Votre remarque m'incite à vous demander si la Banque de France a envisagé de mettre en œuvre un tel mécanisme pour valoriser les fonds propres.

Jean-Pierre Landau : *La Banque de France mène actuellement des réflexions sur la manière d'assurer une valorisation appropriée des risques en période*

favorable, en vue de modifier les incitations et de réduire la procyclicité des systèmes financiers. À cette fin, les systèmes d'information financière et les systèmes comptables devraient contraindre les banques à ne pas distribuer les bénéfices et à les mettre de côté en période favorable et leur permettre de les utiliser comme volants de liquidité en période défavorable.

Anil Kashyap : Il s'agit de modifier le cadre comptable pour prendre en compte l'importance de la stabilité financière. La profession comptable a tendance à s'attacher uniquement aux pertes réalisées et à considérer que permettre la constitution de provisions au titre des pertes potentielles constitue une autorisation de manipuler les résultats. C'est peut-être vrai, mais il y a des avantages à faire constituer aux banques des volants de liquidité en période favorable.

De plus, les banques devraient être tenues d'élaborer des programmes de continuité opérationnelle pour la gestion des crises. Il conviendrait que les grandes banques et les autres institutions d'importance systémique déclarent à leurs autorités de surveillance dans quelles conditions elles seraient amenées à cesser rapidement leurs activités. Ces programmes obligeraient les institutions financières à internaliser les risques extrêmes dans leurs systèmes de gestion des risques. La délimitation du périmètre des institutions concernées par cette règle ne sera pas une tâche facile.

Sylvie Matherat : Votre proposition va dans le sens des travaux en cours au sein du Forum de Stabilité financière : en effet, un groupe de travail présidé par John Gieve, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, a récemment publié un rapport sur la gestion transfrontière des crises. Ce rapport plaide en faveur de l'élaboration par des groupes d'autorités d'exercices de prévention des situations d'urgence spécifiques à chaque établissement, couvrant des aspects pratiques et des considérations stratégiques.

Jean-Pierre Landau : Votre remarque sur les risques de perte extrême est essentielle. Il semble évident que cette catégorie de risque n'a pas été internalisée par les systèmes financiers. L'innovation financière a probablement réduit les risques moyens, mais amplifié le risque de perte extrême. Une importante question connexe est de savoir s'il serait efficace, au plan tant économique que social,

que les intermédiaires financiers s'assurent contre ce risque. En d'autres termes, l'assurance devrait-elle être privée ou socialisée ?

Anil Kashyap : La question essentielle n'est pas de savoir si l'assurance devrait être privée ou publique, même si le fait qu'elle soit publique pourrait entraîner une certaine sous-évaluation du risque. Nous devrions plutôt garder à l'esprit que notre objectif est d'éviter des cessions brutales d'actifs et une contraction du crédit en cas de matérialisation du risque de perte extrême. Les banques devraient continuer d'assurer leur fonction d'intermédiation quelles que soient les circonstances. Dans le même temps, le secteur privé devrait être tenu de procéder à une valorisation des risques de perte extrême et d'en supporter les coûts. Cela pourrait s'avérer extrêmement onéreux pour les banques, mais cela permettrait d'éviter la récurrence de situations telles que le sauvetage de l'assureur AIG, dont les coûts sont injustement supportés par les contribuables.

Pierre-François Weber : On s'interroge souvent sur la complexité excessive de la réglementation des fonds propres dans le dispositif de Bâle II. Selon vous, quelles sont les incitations créées par cette complexité supposée excessive ?

Anil Kashyap : Comprendre les modèles créés par les banques dans le cadre du dispositif de Bâle II relève du défi. Mais le plus important est de modifier ce dispositif pour s'assurer de l'existence d'un mécanisme obligatoire de recapitalisation.

Pierre-François Weber : Comme vous le savez, il existe un débat sur le périmètre de la réglementation. Pensez-vous que le cadre réglementaire devrait être étendu au-delà des banques, notamment aux hedge funds et au système bancaire parallèle ?

Anil Kashyap : De manière générale, les autorités publiques devraient s'abstenir d'étendre excessivement la réglementation. Les hedge funds ne sont pas à l'origine de la crise. Cela étant, ils ont contribué aux liquidations en catastrophe et créé des externalités sur les marchés. Leur rôle d'amplificateurs de crise pourrait justifier une extension de la réglementation afin d'inclure ces acteurs. Peut-être cet objectif pourrait-il être atteint simplement en renforçant leurs obligations d'information vis-à-vis des autorités de surveillance.

2| LA RÉGULATION DE LA LIQUIDITÉ

Jean-Pierre Landau : *Une dimension majeure du risque de perte extrême a trait au risque de liquidité. Pouvez-vous concevoir un dispositif susceptible d'inciter les institutions financières à internaliser le risque systémique de liquidité et celui de leurs activités de transformation ?*

Anil Kashyap : Un tel mécanisme pourrait être associé aux exigences de fonds propres. De toute évidence, les institutions de grande taille peuvent poser davantage de problèmes sur le plan de la liquidité et devraient être assujetties à des normes plus contraignantes, puisqu'elles sont à l'origine d'externalités plus importantes. Elles présentent un plus grand risque en raison du refinancement à court terme de la dette. Par conséquent, elles devraient être soumises à des exigences spécifiques.

Le problème est qu'un alourdissement de la « taxation » pourrait inciter ces grandes institutions à trouver des moyens de contourner la réglementation. Par conséquent il faudrait qu'une telle mesure s'accompagne d'un nouveau système de *reporting*, pour suivre plus étroitement l'activité des grandes banques.

Sylvie Matherat : *Vous pensez à une taxe ?*

Anil Kashyap : Toute mesure de ce type constitue effectivement une « taxe » et nous devons la qualifier de la sorte. Il nous faut reconnaître que les grandes institutions créent des risques plus importants. Le ratio de fonds propres devrait dépendre à la fois de la composition des actifs et de celle des passifs.

N'oublions pas que nous avons un problème d'incitation : comment mettre un frein au développement des activités des grandes institutions en période d'expansion sans les « étrangler » et les pousser à tenter de se soustraire à la réglementation ?

Jean-Pierre Landau : *D'autres formes de régulation doivent-elles être envisagées, comme l'examen de la structure de rémunération ?*

Anil Kashyap : Assurément, nous pourrions également examiner la structure de rémunération. Il faut bien comprendre que toutes ces propositions peuvent réduire l'efficacité et la mobilité des ressources. Par conséquent, toutes ces mesures peuvent être considérées comme une forme de « taxe ».

3| L'APPROCHE MACROPRUDENTIELLE

Jean-Pierre Landau : *Les coûts économiques des crises financières et le périmètre limité de la surveillance microprudentielle plaident en faveur de la mise en œuvre d'une surveillance macroprudentielle. Comment la régulation et la surveillance macroprudentielles devraient-elles agir ? Pensez-vous qu'elles devraient être confortées par des stabilisateurs automatiques intégrés dans le régime de fonds propres ou qu'il faudrait laisser une certaine marge discrétionnaire ?*

Anil Kashyap : Ce sont des questions essentielles sur lesquelles on ne s'est pas suffisamment penché jusqu'ici. En fin de compte, les banques centrales doivent être impliquées dans la surveillance et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, ce sont elles qui fournissent la liquidité et elles doivent former un jugement fondé en vue de prendre des décisions responsables sur le sauvetage éventuel d'institutions bancaires. Deuxièmement, l'expérience montre que les organismes responsables de la supervision ont tendance à être « capturés » par les établissements qu'ils contrôlent. Ce risque de capture du superviseur remet en cause la pertinence de l'approche de Bâle II fondée sur les notations internes.

En ce qui concerne les marchés dérivés de gré-à-gré, les banques centrales doivent participer au processus de création des contreparties centrales, en tenant compte des risques systémiques inhérents à ces marchés. La difficulté tient à la mise en œuvre effective et à la nécessité de trouver le moyen d'informer les banques centrales sans les surcharger. Un autre écueil est lié au manque de données, qui fait qu'une grande partie des travaux existants sont purement théoriques.

4| L'ALÉA MORAL

Jean-Pierre Landau : *Nous avons construit notre système de régulation autour de l'idée que le problème de l'aléa moral devait être traité afin de garantir le fonctionnement de la discipline de marché. Partagez-vous le point de vue selon lequel la façon dont les autorités publiques ont géré collectivement la crise financière a nui à ce mécanisme ? Si oui, que suggérez-vous s'agissant de la conception de la future régulation financière ?*

Anil Kashyap : Pour répondre à votre question, il convient de faire un retour en arrière. Durant la Crise de 1929, la Cour suprême des États-Unis a modifié les contrats de dette privés et les autorités publiques ont décidé de fermer temporairement les marchés, décision qui fut jugée scandaleuse et annonçant la fin du capitalisme. Je reconnais que l'argument de l'aléa moral va être fortement affaibli pendant un bon moment. Il a joué un rôle clé dans la faillite de Lehman Brothers mais son application s'est avérée très difficile dans la gestion de l'affaire Bear Stearns.

Jean-Pierre Landau : *Je suis d'accord avec vous sur les enseignements que nous pouvons tirer de ces deux exemples. Les intervenants de marché ont adopté des comportements stratégiques au moment de la faillite de ces deux institutions ; certains étaient à la recherche d'opportunités.*

Anil Kashyap : Ces événements font ressortir le besoin urgent d'un dispositif interne de règlement des faillites qui soit cohérent dans le temps et qui permette de laisser des institutions financières s'effondrer sans paralyser l'ensemble du système financier.

5 | LA RELATION ENTRE STABILITÉ FINANCIÈRE ET POLITIQUE MONÉTAIRE

Jean-Pierre Landau : *Doit-on confier aux banques centrales un mandat en matière de stabilité financière, qui se situerait au même niveau que l'objectif de stabilité des prix ?*

Anil Kashyap : La conduite de la politique monétaire et la supervision du secteur financier ne recouvrent pas nécessairement les mêmes compétences. Pour vous donner un exemple, l'autorité de réglementation américaine a été critiquée par les associations de protection des consommateurs à la suite de la situation sur le marché des *subprime*. De façon plus générale, les questions relatives à la plupart des éléments liés à la protection des consommateurs n'ont guère de rapport avec la macroéconomie ou l'économie monétaire.

Même si la stabilité financière a des implications macroéconomiques, je ne suis pas sûr que les

banques centrales disposent de ces compétences. Le cas échéant, il faudrait qu'une section de la banque centrale soit exclusivement dédiée à cette fonction pour éviter tout conflit d'intérêts. Nous courons également le risque que le président du Système fédéral de réserve devienne la cible de critiques. Il est toujours difficile pour la banque centrale d'aller à contre-courant du marché.

Cela dit, une instance spécifique devrait en effet être chargée du suivi des changements qui interviennent sur les marchés financiers.

6 | RESTRUCTURATION

Benoît Mojon : *Comment éviter le problème des crédits aux entreprises « zombies » ? Comment pouvons-nous engager une restructuration sans réduire le levier d'endettement : Pouvons-nous assainir les bilans sans engendrer une récession majeure ?*

Anil Kashyap : La situation aux États-Unis est différente de celle qui prévalait au Japon. Au Japon, les prêts étaient consentis à des entreprises en difficulté alors qu'aux États-Unis, les problèmes sont liés à la mauvaise qualité des garanties. Si le Congrès obligeait Citibank à prêter de l'argent à General Motors, cela serait un désastre à la fois pour Citibank et les contribuables, dans la mesure où, comme je le pense, les prêts ne seraient pas remboursés.

Si nous pouvons nous permettre de transférer l'ensemble des actifs toxiques vers une structure externe au système bancaire, le secteur privé recapitalisera de nouveau la « partie en bonne santé » du système bancaire. Réaliser une simulation de crise sur les banques pour déterminer l'ampleur du problème des actifs toxiques constitue la première étape à suivre.

Jean-Pierre Landau : *Seriez-vous favorable à une sanction des investisseurs détenant des obligations de banques en difficulté ?*

Anil Kashyap : Une partie des pertes doit être supportée par les détenteurs d'obligations. S'il ne s'agissait pas d'une société financière, la législation en matière de faillite ferait supporter aux détenteurs d'obligations une partie des pertes à la suite de la liquidation.

BIBLIOGRAPHIE

Hoshi (T.) et Kashyap (A. K.) (2008)

"Will the US bank recapitalisation succeed? Lessons from Japan", NBER working paper series, Working Paper 14401, octobre

Kashyap (A. K.) et Stein (J. C.) (2004)

"Cyclical implications of the Basel II capital standards", *Economic Perspectives*, 1^{er} trimestre

Kashyap (A. K.), Rajan (R. G.) et Stein (J. C.) (2008)

"Rethinking capital regulation", Paper presented to the Federal Reserve Bank of Kansas City conference, Jackson Hole, août