

I. Au-delà des plans de sauvetage : sortir de l'urgence et achever les réformes

Trois ans après le déclenchement de la crise, on attend beaucoup de la reprise et des réformes, mais la patience n'est pas sans limite. Les autorités font face à un lourd héritage : les effets secondaires des mesures de soutien financier et macroéconomique qu'elles ont engagées, conjugués aux vulnérabilités qui subsistent dans le secteur financier, menacent de faire avorter la reprise, et les réformes qui s'imposent pour améliorer la résilience du système financier n'ont pas encore été toutes menées à terme.

Lorsque la crise financière s'est déclarée de part et d'autre de l'Atlantique, il y aura bientôt trois ans, les autorités y ont répondu par un régime de soins intensifs accompagné de remèdes énergiques : doses massives de soutien direct au système financier, bas taux d'intérêt, gonflement spectaculaire des bilans des banques centrales et vastes programmes de relance budgétaire. Mais ces mesures ont des effets secondaires puissants, dont les dangers commencent à apparaître.

Par leur durée, les programmes exceptionnels créent aujourd'hui de sérieux problèmes. En effet, les mesures de soutien direct tendent à retarder l'indispensable processus d'ajustement de l'après-crise et risquent de maintenir en vie des entreprises moribondes, qu'elles soient financières ou non financières. Le bas niveau des taux d'intérêt en vigueur au cœur même de l'économie mondiale freine la nécessaire réduction de l'effet de levier et, par là même, accentue les distorsions du système financier tout en créant d'autres problèmes. Suite au gonflement de leur bilan, les banques centrales dominent encore divers segments des marchés financiers, ce qui peut fausser le prix de titres et prêts de référence, décourager l'activité, pourtant cruciale, de teneur de marché, qu'elle soit exercée par des individus ou des sociétés, et aggraver le risque subjectif (aléa moral), puisqu'elles s'imposent comme acheteurs en dernier ressort pour certains instruments. Enfin, la stimulation budgétaire alourdit sans cesse une dette publique qui, dans plusieurs pays, suit désormais une trajectoire manifestement intenable.

Le moment est venu de se demander quand et comment sortir progressivement de ces mesures énergiques. Il est impossible de ne pas tenir compte du fait que l'accumulation d'effets secondaires constitue en soi un danger qui implique, pour le moins, que le processus de sortie devra s'amorcer plus tôt que beaucoup des parties en cause ne le souhaiteraient. Cela dit, le processus de sortie est entravé, dans certains cas, par l'état du secteur financier et par des perspectives macroéconomiques qui, dans bien des régions du monde industrialisé, demeurent fragiles et rendent toute politique de resserrement risquée.

Les travaux progressent à un rythme soutenu, en revanche, sur le front des réformes. Un large éventail de propositions détaillées vise à répondre aux causes multiples de la crise et aux menaces qui pourraient encore se faire jour. Ces réformes rendront la prochaine crise moins probable, et en réduiront l'intensité si elle venait à éclater. Mais, comme nous le soutenions il y a un an, la stabilité financière appelle une mobilisation de toutes les parties¹. Les instances de réglementation doivent revoir leur façon d'aborder la sécurité des trois composantes essentielles du système financier – instruments, marchés et établissements. Elles doivent se doter d'un cadre macroprudentiel qui, tout en assurant la solidité de chacune de ses composantes, favorise avant tout la stabilité du système financier dans son ensemble. Les autorités budgétaires doivent, quant à elles, préserver la viabilité à long terme et veiller à ce que les mesures qu'elles prennent absorbent les chocs (au lieu de les amplifier) en constituant, durant les périodes fastes, des réserves qu'elles pourront mobiliser dans les temps difficiles. Enfin, les banques centrales doivent opposer à l'envolée des prix des actifs et du crédit une réponse qui soit à la hauteur de la menace que ces hausses font peser sur la stabilité des prix et la croissance. Le programme des réformes sur tous ces fronts – réglementaire, budgétaire et monétaire – doit être mis en place et mené à son terme.

La première partie de ce chapitre introductif décrit brièvement les mesures exceptionnelles prises pendant la crise, avant d'examiner les risques découlant de la prolongation d'un traitement qui s'attaquait principalement aux symptômes. Les parties suivantes sont consacrées aux causes profondes de la crise, à un tour d'horizon des travaux engagés pour réformer le système financier et à l'examen de ce qui reste à faire.

Aux urgences : les premières réponses à la crise

Alors que la crise s'intensifiait avec la faillite de Lehman Brothers, les autorités ont pris une série de mesures de plus en plus énergiques pour étayer le système financier et l'économie réelle. Comme il s'agissait, pour l'essentiel, de mesures d'urgence, la prise en compte des effets secondaires éventuels est passée à l'arrière plan.

Les autorités ont opté pour des mesures diverses, selon la structure de leur économie et de leur système financier : octroi de garanties sur l'actif et le passif des banques, pour éviter des retraits massifs de fonds ; prêts directs des autorités budgétaires et des banques centrales, ainsi que des institutions financières internationales, pour permettre le renouvellement des financements et éviter les défauts de paiement ; injections de capitaux pour prévenir les cas d'insolvabilité ; nationalisation d'établissements défaillants, pour que ceux-ci puissent continuer à servir leur clientèle ; retrait des mauvaises créances des bilans du secteur privé et soutien des prix d'actifs devenus illiquides, entraînant le gonflement des bilans des banques centrales ; certification publique, enfin, de l'adéquation des fonds propres des

¹ BRI, 79^e Rapport annuel, juin 2009, chapitre VII.

grandes banques par les instances de surveillance. Une liste exhaustive des mesures engagées comprendrait des dizaines de programmes spécifiques couvrant la quasi-totalité du monde avancé et bon nombre d'économies émergentes².

Des politiques macroéconomiques sans précédent ont accompagné le large éventail des mesures de soutien direct au système financier. Les politiques monétaires et budgétaires extrêmement accommodantes qui ont été mises en place visaient à répondre aux conséquences de la crise. Aux États-Unis, en Europe et au Japon, les déficits publics dépassent désormais 5 % du PIB, et les taux directeurs avoisinent zéro. Par ailleurs, l'assouplissement monétaire classique atteignant ses limites, les banques centrales de plusieurs grands pays ont essayé d'agir sur les quantités plutôt que sur les prix. Le volume total de leur actif a quasiment doublé en l'espace de deux ans et n'a guère diminué depuis.

Soins intensifs : des effets secondaires dangereux

Les mesures d'urgence étaient vitales au moment où elles ont été prises, et elles ont, dans l'ensemble, atteint leurs objectifs à court terme. Cela dit, beaucoup d'entre elles sont encore en vigueur aujourd'hui, trois ans après le début de la crise. Conjugées aux vulnérabilités qui subsistent dans le système financier, les effets secondaires de soins intensifs appliqués sur une période aussi longue ne sont pas sans créer des risques de rechute.

La crise a entraîné, en l'espace de trois ans, une grave détérioration de la situation macroéconomique mondiale. En Europe et aux États-Unis, les taux de chômage sont élevés et les perspectives de la demande, maussades. Les programmes de soutien aux marchés et aux établissements ont créé une dépendance dont le système financier risque d'avoir des difficultés à s'affranchir si la politique monétaire ne reste pas très accommodante. En outre, plusieurs établissements et systèmes bancaires présentent encore un effet de levier important et continuent, semble-t-il, d'être maintenus artificiellement en vie.

La crise de la dette souveraine grecque illustre les fragilités qui subsistent dans le système financier. À la mi-mai, l'intensification des problèmes associés à la solvabilité de la Grèce a entraîné pour certaines banques, surtout en Europe, des difficultés de financement rappelant celles qui avaient suivi la faillite de Lehman. Ces difficultés étaient dues non seulement au problème de la dette souveraine, mais aussi aux doutes tenaces entourant la qualité des bilans des banques commerciales. Face à cette situation, la BCE a pris l'initiative, pour elle sans précédent, d'annoncer qu'elle achèterait des obligations souveraines. Et, comme pendant la phase précédente de la crise, les banques centrales ont ouvert des lignes de swap pour remédier en partie aux difficultés de financement.

² BRI, 79^e Rapport annuel, juin 2009 et chapitres II et VI du présent Rapport annuel.

L'effet de levier reste important dans le secteur non financier de bon nombre des pays qui sont au cœur de la crise. Dans ces économies, les ménages ont commencé à réduire leur endettement mais, si l'on prend en compte l'envolée de la dette du secteur public, le niveau d'endettement du secteur non financier a beaucoup augmenté depuis 2007 (chapitre II). Sa progression devrait être de l'ordre de 20 % à 40 % du PIB d'ici fin 2010 en Allemagne, en Espagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni. Non seulement la persistance de cet important effet de levier fragilise les bilans des secteurs privé et public, créant une situation qui prendra des années à se corriger, mais elle limite considérablement la marge de manœuvre dont disposerait la politique budgétaire si un nouveau renflouement, public ou privé, devait s'imposer.

De fait, les événements déclenchés par la situation de la Grèce montrent qu'il est possible que des États très endettés ne soient pas en mesure d'intervenir comme acheteur en dernier ressort pour secourir les banques en cas de crise. Fin 2008 et début 2009, les pouvoirs publics étaient venus en aide aux banques dès qu'elles ont donné des signes de défaillance. Mais, si les titres de la dette publique eux-mêmes ne sont plus négociables, tout nouveau renflouement du système bancaire sera tributaire de l'aide extérieure.

La crise de la dette souveraine grecque a peut-être retardé la décision de durcir la politique monétaire, mais plus les taux directeurs resteront bas dans les grandes économies avancées, et plus les distorsions qu'ils créeront au niveau national ou international seront fortes. Le maintien durable de taux d'intérêt réels exceptionnellement bas peut aller jusqu'à peser sur les décisions d'investissement, retarder la constatation des pertes, accroître la prise de risque dans la quête de rendement qu'il suscite et encourager le recours à un effet de levier important (chapitre III). Ce scénario – qui ramène à l'expérience d'il y a cinq ans à peine – devrait nous inciter à faire preuve, cette fois, de la plus grande prudence. L'environnement est, certes, très différent aujourd'hui de ce qu'il était dans la première moitié de la décennie écoulée, mais la crise de 2007–2009 montre que la frénésie financière favorisée par des taux directeurs aussi bas – envolée des prix des actifs et du crédit, sous-tarification du risque, etc. – finit par avoir des effets dévastateurs.

Le bas niveau des taux d'intérêt qui prévaut dans les grands centres financiers n'aide guère, c'est le moins que l'on puisse dire, les économies en forte croissance, où un resserrement monétaire s'impose. En effet, les écarts de taux induisent des mouvements de capitaux, lesquels pèsent sur le change, encouragent les boums du crédit et les bulles des prix des actifs, et déstabilisent les économies lorsque la normalisation des écarts de taux provoque une inversion des flux (chapitres III et IV).

Les dépenses budgétaires massives décidées pour soutenir la demande globale en réponse à la crise de 2007–2009 – associées aux engagements antérieurs en matière de santé, retraites et autres prestations sociales – ont propulsé la dette publique de nombreux pays industrialisés sur une trajectoire intenable. Le vieillissement démographique commence à peser lourd sur les finances publiques de la plupart des économies avancées (chapitre V). Les

événements du premier semestre montrent qu'il est peut-être déjà trop tard pour que certains pays puissent, par eux-mêmes, préserver ou rétablir rapidement leur réputation sur les marchés de la dette. Mais, en tout état de cause, un important effort d'assainissement budgétaire s'impose d'urgence dans certains pays industrialisés, le plus souvent sous deux formes : des coupes immédiates pour réduire les déficits actuels et des initiatives convaincantes pour éviter qu'ils ne réapparaissent à l'avenir.

L'assainissement budgétaire est encore plus urgent pour les pays qui sont entrés dans la crise avec un lourd endettement imputable à leur prodigalité budgétaire et à une croissance potentielle peu élevée en raison de leur manque de compétitivité internationale. Il est simple, quoique douloureux, de s'attaquer à la première de ces causes. En revanche, les pays qui forment une union monétaire avec leurs principaux partenaires commerciaux n'ont pas la possibilité de recourir à la dévaluation ; leurs gains de compétitivité ne peuvent venir que d'une amélioration de la productivité ou d'une baisse des salaires nominaux. Comme le montre la longue histoire des crises de la dette souveraine, lorsque les investisseurs perdent confiance dans la capacité d'un pays à assurer le service de sa dette et ne sont plus disposés à détenir les titres qu'il émet, il n'y a plus d'autres solutions que des plans de sauvetage, des opérations de renflouement ou même une restructuration de la dette de l'État.

Diagnostic : identifier les causes de la crise

Tout bon médecin doit avoir pour principe de traiter les symptômes de la maladie sans jamais en oublier les causes. Il en va de même quand la crise est financière et économique : les autorités doivent s'attaquer à ses symptômes tout en poursuivant les réformes entreprises pour en combattre les causes, de façon à réduire au plus vite le risque financier systémique. Pour mieux faire le point sur l'avancement des travaux, il est bon de commencer par un bref rappel des causes de la crise. Toutes sont étroitement imbriquées, bien sûr, mais on peut, pour simplifier, les classer en deux catégories : microéconomique et macroéconomique³.

Causes microéconomiques

Les causes microéconomiques de la crise sont au nombre de trois : distorsions des incitations, défaillances dans la mesure des risques et dans leur gestion, carences de la réglementation et de la surveillance. Ensemble, ces lacunes ont permis au secteur financier tout entier d'enregistrer des bénéfices trop tôt et trop aisément, sans considération suffisante des risques encourus.

La crise a mis en évidence une distorsion des incitations des ménages, des investisseurs, des agents du secteur financier et des agences de notation. Les deux premiers n'ont pas su protéger leurs propres intérêts, empruntant massivement et investissant dans des produits trop complexes et opaques. Les

³ BRI, 79^e Rapport annuel, juin 2009, chapitre I.

dirigeants d'établissement financiers, encouragés par des systèmes liant la rémunération aux rendements à court terme et au volume d'affaires, ont augmenté l'effet de levier et accumulé des risques énormes. Les agences de notation, dépassées par l'avalanche de produits structurés complexes, mais incapables de résister à la tentation des bénéfices liés à leurs prestations, ont négligé d'évaluer correctement les probabilités de remboursement.

Mesurer, tarifer et gérer le risque requièrent des outils statistiques élaborés qui reposent largement sur des données historiques. L'idée selon laquelle le monde est en lente mais permanente évolution a conduit à une sous-pondération des données relatives au passé plus éloigné et à ses turbulences. Aussi la longue, mais plus récente période de relative stabilité a-t-elle donné l'impression que le risque avait définitivement diminué. Il en est résulté une propension à acheter et à vendre le risque à très bas prix. Cela étant, comme l'expérience nous l'a enseigné au prix de lourdes conséquences pour la collectivité, ces méthodes statistiques omniprésentes se révèlent particulièrement inadaptées à l'analyse d'événements graves mais peu fréquents. C'est quand on en a le plus besoin qu'elles sont le moins fiables.

Les carences de la gouvernance dans la gestion du risque ont créé des problèmes supplémentaires⁴. Faute d'être soutenus par leur direction, les responsables du contrôle des risques – auxquels incombait la tâche impopulaire de dire aux opérateurs de marché de renoncer à leurs activités les plus lucratives – ont été marginalisés.

Enfin, le dispositif réglementaire a été trop indulgent et, pour certaines activités, trop facile à contourner. La confiance excessive que les instances de réglementation et de surveillance plaçaient dans la discipline de marché (y compris celle imposée, en principe, par les agences de notation) a, dans certains pays qui sont au cœur du système financier mondial, débouché sur un cadre réglementaire *a minima*. Et, lorsque même ces contraintes limitées ont été jugées trop lourdes, les établissements financiers n'ont pas eu de difficulté à sortir certaines activités du champ réglementaire. En se satisfaisant de règles lacunaires ou dévoyées, les instances de réglementation et de surveillance ont donc laissé s'accumuler d'énormes risques.

Causes macroéconomiques

Les causes macroéconomiques de la crise sont de deux ordres : problèmes associés à l'accumulation de déséquilibres dans les créances internationales ; difficultés liées au maintien de taux d'intérêt réels peu élevés.

L'ampleur et la persistance des excédents ou déficits des paiements courants ont donné lieu, pendant l'essentiel de la décennie qui a précédé la crise, à des sorties nettes de fonds des pays émergents, pauvres en capitaux, vers les pays industrialisés qui en étaient richement dotés. Les opinions varient quant aux facteurs à l'origine de ces mouvements et de l'accumulation de créances transfrontières qui en est résultée – demande intérieure excessive

⁴ Groupe de gestion du risque de contrepartie (Counterparty risk management policy group – CRMPG), *Containing systemic risk: the road to reform*, Rapport du CRMPG III, 6 août 2008.

dans certaines grandes économies avancées, excès d'épargne dans le monde, manque d'opportunités de placement, recherche d'actifs internationaux peu risqués dans un souci de diversification des portefeuilles, constitution de trésors de guerre par les économies émergentes –, mais cela est secondaire. Ce qui importe, c'est que la relation symbiotique entre une croissance tirée par les exportations dans certains pays et une croissance tirée par l'endettement dans d'autres a engendré d'importants flux bruts de capitaux et d'énormes stocks de créances des résidents des pays exportateurs sur les résidents des pays importateurs. Ces flux et ces créances ont contribué à fausser le prix des actifs et à propager la crise à travers le monde.

Seconde cause macroéconomique de la crise : la faiblesse persistante des taux d'intérêt réels – taux directeurs et taux à long terme – depuis 2001. Elle a favorisé notamment une explosion du crédit aux ménages qui, dans bon nombre d'économies avancées, a alimenté des épisodes manifestement intenable de flambée des prix des logements. C'est elle aussi qui a incité les investisseurs institutionnels en quête de rendement à prendre beaucoup plus de risques pour une rentabilité à peine plus élevée.

Traiter les causes de la crise

Si l'on veut doter le système financier de fondements plus stables, il faut que les réformes engagées s'inspirent, dans leur conception, des enseignements de la crise. Pour formuler des recommandations efficaces, il est crucial de tirer les bonnes conclusions de l'analyse de ses causes. On pourrait, par exemple, en déduire que, pour éviter un nouvel effondrement financier, il faudrait interdire des activités comme la titrisation ou les opérations de gré à gré, et des instruments comme les CDO (*collateralised debt obligations*, titres garantis par des créances) ou les CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut). Mais, même si cette interdiction était réalisable, elle ne saurait prévenir un nouveau choc, ni permettre d'y faire face. Il convient donc plutôt d'adopter une démarche souple et prospective, en s'attaquant aux externalités qui ont permis à certaines activités de causer des dommages systémiques. Plutôt que de tenter d'éradiquer les crises, ce qui est impossible, il faut chercher à en réduire la probabilité et la gravité.

Si l'on veut bâtir un système financier plus résilient, il faut absolument, comme le rappelait la BRI l'an passé, s'attaquer aux risques associés à deux types d'externalités : les premières concernent les défaillances collectives résultant d'expositions communes (les établissements sont tous exposés au même risque) et des interrelations (les établissements sont tous inextricablement liés), les secondes concernent la procyclicité⁵. Les deux sections suivantes récapitulent les principales réformes requises pour s'attaquer à ces externalités (tableau I.1) et en décrivent succinctement les articulations.

⁵ BRI, 79^e Rapport annuel, juin 2009, chapitre VII.

Réforme du système financier : bilan			
Réduire la probabilité de défaillance		Réduire la contagion et la procyclicité	
Établissements	Établissements	Marchés	Instruments
		Politique économique	
<p>Gérer le bilan (taille, composition, degré de risque) :</p> <p>Renforcer les fonds propres (volume, qualité)</p> <p>Imposer des exigences minimales de liquidité</p> <p>Augmenter la couverture des risques</p> <p>Imposer des limites à l'effet de levier</p> <p>Amender la gouvernance et les incitations :</p> <p>Renforcer la gestion du risque</p> <p>Corriger les pratiques de rémunération</p> <p>Améliorer les normes prudentielles et réglementaires</p> <p>Favoriser la discipline de marché :</p> <p>Développer la communication financière, surtout en matière d'expositions de titrisation</p> <p>Harmoniser les normes comptables nationales</p> <p>Renforcer la surveillance des agences de notation</p>	<p>Réformes en cours</p> <p>Rendre plus sûrs les établissements financiers d'importance systémique (EFIS) :</p> <p>Limiter les opérations (gamme, volume)</p> <p>Imposer des exigences de fonds propres et de liquidité pour risque systémique</p> <p>Limiter la contagion en cas de défaillance d'un EFIS :</p> <p>Adopter une surveillance transfrontière</p> <p>Développer des procédures transfrontières de gestion des crises et de traitement des défaillances des EFIS</p> <p>Faire assumer le coût des défaillances des banques aux contreparties de leurs passifs (EFIS compris)</p> <p>Placer tous les EFIS à l'intérieur du champ réglementaire</p> <p>Réduire la procyclicité du système financier :</p> <p>Imposer des volants de fonds propres anticycliques</p> <p>Mettre en place des marges de sécurité/décotes calculées sur l'ensemble du cycle</p> <p>Utiliser d'autres instruments (plafond sur ratio prêt/valeur et asymétrie de devises)</p>	<p>Transférer à des contreparties centrales les opérations de gré à gré</p> <p>Améliorer la transparence du négoce, notamment par l'utilisation accrue de référentiels centraux de données</p> <p>Transférer les transactions de gré à gré aux marchés organisés ou aux plateformes électroniques</p>	<p>Exiger l'enregistrement et la notation des instruments</p> <p>Intégrer la stabilité financière dans le cadre macro-économique</p>
		Tâches inachevées	
		Maintenir les EFIS dans un champ réglementaire étanche	

Recommandation : réduire les risques résultant des expositions communes et des interrelations

L'élaboration de nouvelles règles visant à réduire le risque systémique résultant des expositions communes et des interrelations permet de réduire le risque de défaillance au niveau des établissements individuels et du système financier.

Réduire la probabilité de défaillance des établissements individuels

Il est possible de limiter la probabilité de défaillance d'un établissement financier en agissant sur le bilan (taille, composition et exposition au risque), en améliorant sa gouvernance et les incitations de ses dirigeants, et en renforçant la discipline de marché. Associées et correctement mises en œuvre, ces actions devraient brider les comportements à risque, renforcer la capacité des établissements à absorber les pertes éventuelles et amoindrir leur probabilité de défaillance.

Concernant l'action sur le bilan, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a recommandé quatre types de mesures, qui devraient toutes amener les banques à détenir des fonds propres et des liquidités plus en rapport avec les risques qu'elles encourent⁶.

La première mesure vise à améliorer le volume et la qualité des fonds propres des banques, afin qu'elles puissent mieux gérer une baisse inattendue de la valeur de leurs actifs.

La deuxième tend à prévenir une situation d'illiquidité en limitant la transformation d'échéances (emprunts à court terme nourrissant des prêts à long terme) et le recours aux financements interbancaires. De toute évidence, plus une banque pratique la transformation d'échéances, moins elle est liquide. Et, comme l'a montré la crise récente, la liquidité est au moins aussi importante que le niveau de fonds propres en période de tensions, surtout s'agissant des banques qui se financent sur les marchés internationaux ou qui opèrent dans plusieurs juridictions.

La troisième mesure préconisée par le CBCB consiste à mieux prendre en compte les expositions au risque de contrepartie lié aux instruments suivants : dérivés, pensions, prêts de titres et structures complexes de titrisation.

La quatrième, enfin, vient compléter les exigences détaillées de fonds propres pondérés en fonction des risques par un critère supplémentaire, le ratio de levier. Comme le levier amplifie tout autant les pertes que les bénéfices, il accroît le risque de défaillance en période de difficultés⁷.

⁶ En décembre 2009, le CBCB a soumis à consultation des propositions visant à renforcer la réglementation des fonds propres et de la liquidité, parmi lesquelles une série de mesures destinées à accroître la qualité, l'homogénéité et la transparence des fonds propres : *Strengthening the resilience of the banking sector* et *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, 17 décembre 2009. Parallèlement, l'International Accounting Standards Board (IASB) a proposé une méthode de provisionnement plus prospective : *Financial Instruments: amortised cost and impairment*, ED/2009/12, novembre 2009.

⁷ Il est ici essentiellement question des banques, mais des efforts sont également déployés pour réduire la probabilité de défaillance d'autres types d'établissements financiers. On peut citer le dispositif élaboré, au niveau mondial, par l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), Solvabilité II, déjà appliqué dans l'UE.

Certaines juridictions – dont la Suisse et, plus récemment, l'Irlande – ont commencé à imposer à leurs banques des critères plus stricts pour le niveau minimal de fonds propres et un ratio de levier⁸. Des exigences comparables ont été introduites par les autorités des États-Unis et du Royaume-Uni via les résultats des tests de résistance. Devançant semblables mesures, et sous la pression des investisseurs, de nombreux établissements ont déjà nettement renforcé la structure de leurs fonds propres, dans une tendance devenue générale.

Une deuxième série d'actions destinées à réduire le risque de défaillance d'un établissement a trait à la gouvernance et aux incitations données à la direction. Dans maints pays, les autorités prudentielles ont approfondi leur surveillance pour obtenir une meilleure gestion des risques au sein des établissements financiers. De nombreuses mesures ont été prises pour créer des régimes spécifiques de résolution de cas de difficultés bancaires (y compris par des « testaments »). Le but recherché est aussi, indirectement, d'inciter la direction à mieux s'informer sur les risques auxquels est exposé l'établissement⁹. Les efforts visant à rendre les structures de rémunération plus conformes à une prise de risque prudente réduiront les mesures d'incitation perverses qui incitent les dirigeants à maximiser les bénéfices à court terme sans tenir compte des risques à long terme imposés à l'établissement et au système¹⁰.

En outre, le CBCB prépare un cadre destiné à améliorer les normes prudentielles, les méthodes de valorisation, les mécanismes destinés à assurer la liquidité et les tests de résistance. Une plus large adhésion aux normes prudentielles et réglementaires internationales constitue très certainement une première étape. À cet égard, le CSF a défini, en janvier 2010, un cadre, actuellement en phase de mise en œuvre, qui repose sur trois grands principes : valeur de l'exemple ; évaluations collégiales au sein du CSF ; adhésion large aux normes financières internationales.

Une troisième série d'actions vise à favoriser la discipline de marché par plus de transparence. Ainsi, le CBCB a publié, en juillet 2009, des amendements au dispositif réglementaire de Bâle II pour remédier aux carences de l'information financière des banques sur leurs expositions de

⁸ En Suisse, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers a institué, en novembre 2008, des volants de fonds propres et des ratios de liquidité anticycliques pour les deux grandes banques du pays. Les volants de fonds propres, dont la mise en œuvre est prévue en 2013, sont 50–100 % supérieurs aux exigences de Bâle II (premier pilier). En Irlande, l'Autorité des services financiers a annoncé, en mars 2010, que les banques seraient tenues, en fin d'année, de détenir des fonds propres de base équivalant à 8 % des actifs pondérés des risques, dont 7 en fonds propres de la plus haute qualité (actions). En outre, les provisions pour créances irrécouvrables seront relevées, d'un montant variable d'un établissement à l'autre.

⁹ Des régimes spécifiques de résolution des faillites de grands établissements financiers ont été proposés ou institués dans plusieurs juridictions : Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni et Suisse. Des mécanismes pour leur application à l'échelle internationale sont également à l'étude (*infra*).

¹⁰ Le Conseil de stabilité financière (CSF) répond à ces préoccupations dans la réforme du cadre réglementaire et prudentiel qu'il recommande : *FSB Principles for sound compensation practices – implementation standards*, septembre 2009 (ce document développe un rapport publié en avril 2009 par le prédécesseur du CSF, le Forum sur la stabilité financière). Le CSF présente un bilan collégial de l'avancement de la mise en œuvre de ces normes dans *Thematic review of compensation*, mars 2010.

titrisation¹¹. Autres propositions : plus grande harmonisation internationale des normes comptables, recommandée par l'IASB et le Financial Accounting Standards Board ; renforcement des normes et de la surveillance des agences de notation, préconisée par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ; plus généralement, amélioration de l'information financière.

Réduire la probabilité de défaillance systémique

S'il convient d'éliminer, par les remèdes indiqués ci-avant, les sources d'instabilité excessive au niveau des établissements individuels, il ne faut pas pour autant les mettre à l'abri de toute faillite¹². Ce qui ne peut être toléré, c'est qu'une défaillance généralisée se produise, soit parce que tous les établissements présentent des expositions communes aux mêmes risques, soit parce que l'un d'entre eux, en raison de sa taille ou de ses relations avec les autres, déclenche, par son insolvabilité, une cascade de défaillances et, donc, une crise systémique.

Le problème des expositions communes est relativement simple. Un système financier caractérisé par un grand nombre de petits établissements au profil identique sera tout autant susceptible de s'effondrer qu'un système composé d'un petit nombre de géants de la finance. Pour se prémunir contre de telles faiblesses, les instances de réglementation et de surveillance doivent, en principe, simplement veiller à ce que les intermédiaires ne soient pas tous pareillement vulnérables aux mêmes tensions.

Le véritable défi consiste à empêcher un établissement financier d'être à l'origine d'une cascade de défaillances. Cela implique trois lignes d'action : réduire l'importance systémique des établissements financiers ; limiter l'effet de contagion, en faisant assumer le coût de la défaillance aux actionnaires et aux créanciers chirographaires ; amener tous les établissements financiers et toutes les activités d'importance systémique à l'intérieur du champ réglementaire, et les y maintenir. Dans ces trois directions, des progrès ont été réalisés, grâce à la réglementation et la surveillance des établissements financiers individuels – souvent dans une démarche macroprudentielle éminemment souhaitable – et grâce à la réforme des structures de marché.

Réduire la dimension systémique. La première ligne d'action – empêcher qu'un établissement devienne si grand ou si interdépendant que sa défaillance ne soit pas tolérable – consiste à s'attaquer au risque systémique créé par sa défaillance éventuelle. Il existe diverses possibilités pour empêcher les établissements de contribuer au risque systémique, notamment en restreignant la gamme de leurs opérations et en pesant sur leur politique de tarification.

¹¹ CBCB, *Enhancements to the Basel II framework, Revisions to Pillar 3*, juillet 2009. Le CSF prépare actuellement un rapport s'appuyant sur des enquêtes d'étape (menées par des pays membres) sur les pratiques des intervenants de marché en matière d'information sur les risques.

¹² Néanmoins, dans les pays de petite taille où les établissements sont peu nombreux et revêtent donc tous une importance systémique, la seule solution est d'éliminer quasiment toute possibilité de défaillance.

Pour restreindre la gamme des opérations, les autorités envisagent des règles les limitant de manière sélective ou plafonnant globalement la taille de l'actif de l'établissement. Un exemple en est fourni par la proposition Volcker, qui interdirait aux établissements de dépôt, aux États-Unis, d'effectuer des transactions pour compte propre¹³.

S'agissant de la politique de tarification, les banques et autres établissements pourraient être tenus de payer le risque systémique qu'ils font naître. Parmi les diverses formules possibles, la meilleure semble être une exigence supplémentaire de fonds propres ou de liquidité. Elle obligerait les établissements d'importance systémique à détenir plus de fonds propres et à être plus liquides, afin de diminuer leur probabilité de défaillance. En théorie, une taxe spécifique pourrait obtenir les mêmes résultats qu'une exigence de fonds propres, mais la complexité de cette option la rend peu attrayante¹⁴.

Maîtriser les coûts de résolution et la contagion. Limiter l'importance systémique des établissements permet de maîtriser l'effet de contagion – deuxième ligne d'action – en faisant intégralement assumer aux contreparties de son passif le coût de la défaillance. Il faut pour cela, dans la perspective d'une défaillance éventuelle, identifier les points de concentration des risques dans le système et avoir mis en place des procédures de résolution solides et transparentes. Cet exercice présente indéniablement une dimension internationale et la question de la transparence a une incidence sur la structure des marchés financiers.

La récente crise a montré que, pour parvenir à limiter l'effet de contagion résultant de la défaillance d'un grand établissement financier à dimension mondiale, les mécanismes de gestion de crise et de résolution des faillites doivent avoir une dimension internationale¹⁵. L'adoption de mesures visant à harmoniser et à coordonner, au plan mondial, la surveillance d'un tel établissement permettra aux instances prudentielles d'intervenir préventivement.

Une approche collégiale de la surveillance d'un grand intermédiaire financier international permet de coordonner les efforts des autorités prudentielles nationales. L'institutionnalisation de cette approche pour tous les grands groupes financiers transfrontières fait l'objet d'une initiative conjointe du CSF, du CBCB et de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA). La Commission européenne a déjà fait entrer dans les textes un tel dispositif pour l'UE¹⁶.

¹³ Audition de Paul A. Volcker par le comité du Sénat des États-Unis chargé des questions bancaires, Washington, 2 février 2010.

¹⁴ Une troisième formule est d'imposer à tous les établissements financiers une taxe *ex post* correspondant au coût, pour le Trésor public, des défaillances de grande envergure. Cette option est bien moins attrayante encore, car elle ne décourage pas *ex ante* la prise de risque excessive.

¹⁵ Plusieurs initiatives sont en cours pour traiter cet aspect. Le CBCB a publié, en mars 2010, un ensemble de recommandations. Un groupe de travail du CSF examine actuellement les procédures nationales de résolution des défaillances d'établissements financiers et leur interaction ; le CSF compte publier, au plus tard en octobre 2010, des principes en vue de l'harmonisation de ces procédures. Le FMI examine aussi les modalités de résolution des établissements financiers transfrontières.

¹⁶ Au sein de l'UE, un amendement de 2009 aux directives sur les exigences en matière de fonds propres dispose que, fin 2010, chaque groupe bancaire transfrontière devra être contrôlé par un « collège des autorités de surveillance » ; la directive Solvabilité II impose la même mesure pour la surveillance des entreprises d'assurance transfrontières, au plus tard à fin octobre 2012.

S'agissant de la structure des marchés, il convient de rappeler que les paniques financières découlent souvent des asymétries d'information. Lors de la crise de 2007–2009, l'incertitude quant aux agents qui supporteront les pertes éventuelles a été à l'origine du mouvement de contagion. Transparence et information sont les éléments essentiels de toute solution, y compris pour le bon fonctionnement des marchés. L'une des principales réformes dans ce domaine, simple du point de vue conceptuel, mais complexe sur le plan technique, consiste à mettre en place des contreparties centrales et à exiger qu'un volume plus important de transactions de gré à gré, essentiellement bilatérales, soit transféré aux marchés organisés. Une telle réorientation du négoce présente plusieurs avantages indéniables. Elle améliore la gestion du risque de contrepartie, puisque la contrepartie centrale agit comme acheteur pour tous les vendeurs et inversement. Elle simplifie la compensation multilatérale des expositions et des paiements. Elle accroît la transparence, en rendant accessibles aux instances de réglementation et au public les informations (prix et volumes) concernant les transactions et les positions¹⁷.

Appréciant les avantages qu'offrent les contreparties centrales, la centralisation de la compensation et le négoce sur les marchés organisés, les législateurs et les régulateurs ont accompli des progrès tangibles sur la voie des réformes pour accroître la sécurité systémique¹⁸.

Comblent les lacunes du champ réglementaire. Comme la crise financière nous l'a appris à nos dépens, amener tous les établissements financiers et toutes les activités d'importance systémique à l'intérieur du champ réglementaire, et les y maintenir – troisième ligne d'action – est une nécessité. Certains progrès ont été réalisés dans ce domaine. Ainsi, l'Instance conjointe a recommandé un vaste ensemble de mesures tendant à étendre la réglementation à tous les secteurs et produits financiers, sans exception, en la rendant homogène – mais il y a encore fort à faire¹⁹.

¹⁷ S. Cecchetti, J. Gyntelberg et M. Hollanders, « Central counterparties for over-the-counter derivatives », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2009, pp. 45–58.

¹⁸ Diverses mesures ont été prises en faveur d'un recours plus répandu aux contreparties centrales, notamment : constitution, en septembre 2009, du Forum des instances de réglementation des dérivés de gré à gré ; engagement pris, également en septembre 2009, par les principaux opérateurs sur dérivés (G 15), d'atteindre certains objectifs fixés pour le recours à une compensation centrale des dérivés de crédit de gré à gré ; recommandations formulées, en janvier 2010, par l'Instance conjointe (Comité de Bâle, AICA et OICV) pour renforcer la surveillance prudentielle des instruments de transfert du risque de crédit ; publication, par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et l'OICV, en mai 2010, de normes révisées, applicables aux contreparties centrales, pour mieux gérer les risques associés à la compensation des dérivés de gré à gré ; propositions du CBCB visant à ajuster les exigences de fonds propres de façon à favoriser un transfert du gré à gré vers des contreparties centrales ; projets législatifs en vue d'une réforme, aux États-Unis et en Europe.

¹⁹ En janvier 2010, l'Instance conjointe a publié un rapport intitulé *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*. Elle y formule plusieurs recommandations concernant le champ réglementaire, pour, notamment : harmoniser la réglementation dans l'ensemble des secteurs financiers (banque, assurance et titres) ; renforcer la surveillance et la réglementation des groupes financiers, surtout ceux qui offrent des services transfrontières ; établir et appliquer des normes homogènes pour l'octroi des prêts hypothécaires ; élargir le champ de la réglementation pour y inclure les opérations des fonds alternatifs (*hedge funds*) ; renforcer la surveillance réglementaire des instruments de transfert du risque de crédit.

Recommandation : réduire la procyclicité

Afin d'accroître la résilience du système financier, il convient, comme on l'a vu, de prescrire une réduction des risques résultant d'externalités de deux types : pour le premier (défaillances simultanées ou en chaîne résultant d'expositions communes ou d'interrelations), les remèdes viennent d'être décrits. Pour le second – procyclicité (spirale d'amplification des interactions entre sphères réelle et financière) –, les symptômes fondamentaux sont clairs. En phase d'expansion économique, le crédit tend à devenir plus accessible et moins cher. Les banques disposent d'une surabondance de ressources et de fonds propres, les emprunteurs sont plus solvables et la valeur des sûretés augmente. En phase de repli, le retournement est complet. Les banques sont contraintes d'absorber des pertes inattendues, qui font baisser leur niveau de fonds propres, et elles réduisent donc l'offre de prêts. Les emprunteurs deviennent moins solvables. Et la valeur des sûretés chute.

Les autorités monétaires et prudentielles travaillent à l'élaboration de stabilisateurs automatiques qui, en complétant les mesures discrétionnaires de politique monétaire, viendront atténuer les effets amplificateurs à l'œuvre dans le système financier. Ces stabilisateurs, éléments essentiels d'un dispositif macroprudentiel, peuvent prendre au moins trois formes : volants de fonds propres calibrés sur la base du ratio crédit agrégé/activité économique, de sorte qu'ils s'étoffent en phase d'expansion et décroissent en phase de contraction ; provisionnement sur l'ensemble du cycle conjoncturel ; protection de la valeur des sûretés par des marges de sécurité/décotes moins cycliques (chapitre VII). Les deux premiers types de stabilisateurs sont à l'étude au CBCB ; le troisième fait l'objet d'un rapport récent du Comité sur le système financier mondial²⁰. Divers autres instruments prudentiels anticycliques sont en cours d'élaboration, notamment un ajustement du ratio prêt/valeur et des limites sur l'asymétrie de devises (chapitre VII).

Réformes : principales tâches inachevées

Dans la poursuite de leur objectif de stabilité financière, les autorités ont accompli des progrès tangibles. Mais il leur incombe de mener à terme et d'appliquer les réformes en cours. En outre, beaucoup reste à faire. Sur le plan réglementaire, tout en poursuivant les travaux ciblant les établissements, il est indispensable de porter une attention accrue aux instruments et aux marchés. Et il faut redoubler d'efforts pour que le champ réglementaire résiste aux inévitables tentatives faites pour y échapper. Il convient par ailleurs de reconnaître plus clairement qu'il ne suffira pas d'améliorer la réglementation : les politiques macroéconomiques ont un rôle essentiel à jouer, et, pour obtenir les résultats escomptés, il faut étendre leur champ d'application.

²⁰ Comité sur le système financier mondial, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, CGFS Papers, n° 36, mars 2010.

Comme l'indiquait la BRI l'an dernier²¹, pour bâtir un système financier plus sûr, il faut identifier et atténuer le risque systémique associé aux trois composantes clés du système : marchés, instruments et établissements. Ceux-ci doivent être rendus plus sûrs et plus transparents, sans faire obstacle à l'innovation, porteuse de gains de productivité, et sans nuire à leur fonction essentielle, assurer une allocation plus efficiente des ressources dans l'économie. S'agissant des marchés, les initiatives visant à l'institution d'un système de compensation et de règlement centralisé pour les dérivés de gré à gré, qui apportera une amélioration salubre de l'infrastructure, représentent une première étape du transfert de ces instruments vers les marchés organisés.

S'agissant des instruments, une solution pour trouver un juste équilibre entre innovation et sécurité est d'exiger une forme d'enregistrement des produits qui en réduise l'accès en fonction de leur degré de risque. Parmi les mesures engagées dans ce sens figurent les initiatives destinées à améliorer la standardisation et la documentation des instruments, à faciliter le recours aux contreparties centrales et à mieux informer les ménages en renforçant l'information financière sur les produits de placement. Mais ces mesures ne devraient être que le point de départ de réformes plus vastes.

Dans une dynamique de marché, essentiellement axée sur la recherche d'une plus grande rentabilité, il faut s'attendre que les établissements financiers cherchent, en permanence et à tout propos, à tester les limites du champ réglementaire, à y échapper ou à en sortir certaines de leurs activités. Si les instances de réglementation doivent se garder de freiner l'innovation, elles doivent aussi veiller à ce que les règles de base s'appliquent aux nouvelles pratiques. En d'autres termes, il faut empêcher tous les établissements d'importance systémique – quelle que soit leur taille et leur forme juridique – de se soustraire aux règles et contrôles prudentiels. Cela est particulièrement vrai de la surveillance macroprudentielle, qui, comme la crise l'a montré, doit toujours prêter attention aux menaces pour la stabilité pouvant émaner des recoins les plus obscurs du système financier.

Pourtant la réforme de la réglementation ne suffit pas à garantir, à elle seule, la stabilité financière. Les politiques monétaire et budgétaire ont également un rôle à jouer, à condition d'élargir au préalable leur cadre opérationnel et de lui fixer un horizon plus lointain. Les taux d'intérêt et les politiques prudentielles anticycliques constituent des outils complémentaires à l'appui de la résilience du système financier (chapitre VII). Il faut cependant veiller à ce qu'une politique de taux prenant plus en compte ses conséquences pour les prix des actifs et la dette n'affaiblisse pas l'engagement de la banque centrale en faveur de ses objectifs traditionnels. Les politiques monétaire et prudentielle doivent œuvrer ensemble vers le même but : une croissance soutenue et stable.

Dans le domaine budgétaire, les réformes doivent donner aux autorités la possibilité de compenser un déficit en phase de récession par un excédent en phase d'expansion, tout en disposant de réserves mobilisables en cas d'urgence.

²¹ BRI, 79^e *Rapport annuel*, juin 2009, chapitre VII.

En outre, les autorités nationales ne doivent pas perdre de vue qu'elles œuvrent dans un environnement mondialisé. Pour de nombreuses économies émergentes, cela veut dire qu'elles ne sauraient ignorer que les mouvements de capitaux peuvent être déstabilisateurs, que les réserves de change ne constituent pas une panacée et qu'une croissance tirée par les exportations ne peut pas se poursuivre indéfiniment si elle est génératrice de déséquilibres courants persistants. Surtout, pour favoriser un ajustement macroéconomique ordonné et une croissance mondiale équilibrée, un resserrement monétaire conjugué à un assouplissement du change reste inévitable (chapitre IV).

Conclusion

Les perturbations financières du premier semestre 2010 ont mis en exergue les fragilités qui persistent dans le système financier des pays industrialisés : tout choc, quelle que soit son intensité, risque de reproduire, dans une certaine mesure, la situation de fin 2008-début 2009. Et, manifestement, la crise de la dette souveraine en Grèce met en péril la reprise naissante en Europe après la profonde récession née de la crise.

À la différence de la période 2008-2009, toutefois, la marge de manœuvre est réduite. Les taux directeurs sont déjà à zéro et les bilans des banques centrales, hypertrophiés. La dette du secteur privé a commencé à diminuer, mais celle du secteur public s'y est substituée, et la situation budgétaire d'un certain nombre d'États est déjà sur une trajectoire intenable. En somme, la politique macroéconomique, moins apte à contrer une nouvelle crise, est dans une situation plus tendue qu'il y a trois ans : il serait difficile de trouver un nouveau traitement à administrer en cas d'urgence. Recouvrer l'aptitude à faire face aux crises économiques et financières, en plaçant les politiques sur des trajectoires tenables, est donc une priorité pour la politique macroéconomique.

Pour la politique budgétaire, il est urgent d'appliquer les vastes mesures d'assainissement requises dans plusieurs pays industrialisés. Celles-ci devraient généralement viser deux objectifs : réduire les déficits actuels et ramener les budgets à des niveaux durablement viables. Pour la politique monétaire, la fragilité de l'économie en général peut retarder le moment du resserrement. Mais les autorités ne devraient pas perdre de vue les risques, pour la stabilité financière et macroéconomique, découlant d'une longue période de très bas taux d'intérêt. Les effets secondaires continueront de s'accumuler et viendront renforcer, à terme, l'incidence des facteurs qui étaient précisément à l'origine de la fragilité du système financier et de sa vulnérabilité aux crises.

Il est devenu encore plus urgent d'achever les réformes touchant le système financier, surtout celles qui accroîtront rapidement sa résilience, car elles peuvent offrir la protection la plus directe contre toute nouvelle crise. En outre, exiger des banques, dès maintenant, qu'elles améliorent leur base de fonds propres et leur liquidité ne nuira pas à la reprise. Au contraire, en rendant les établissements financiers plus solides, ces mesures favoriseront une reprise viable.

Ces efforts permettront un début de réalisation de l'objectif à long terme, qui est de réduire la probabilité et l'acuité des crises ; pour l'atteindre pleinement, il faudra s'attaquer sans tarder aux réformes qui restent à accomplir : mettre en œuvre un champ réglementaire étanche couvrant tous les établissements financiers d'importance systémique ; corriger les faiblesses systémiques tenant à l'infrastructure de marché et aux instruments financiers ; intégrer le souci de stabilité financière dans le cadre des politiques macroéconomiques.