

LA PRIORITÉ DES RÉGULATEURS EST SYSTÉMIQUE



**Pierre
de Lauzun**

Délégué général
Association
française des
marchés financiers
(Amafi)

L'idéologie bruxelloise des marchés capables de se réguler seuls par le jeu de la concurrence est erronée. Les marchés ont besoin de règles du jeu.

La crise que nous vivons est exceptionnelle, comme 1929. Mais de quelle crise s'agit-il ? À l'origine, on trouve des crédits hypothécaires à risque élevé, octroyés sur le marché américain et reconditionnés par des titrisations complexes, souvent dotées de notations excellentes. Des crédits : ce n'est donc pas une crise boursière. Et ce n'est pas non plus une crise spéculative : certes, les opérateurs cherchaient des rémunérations rapides, mais issues de commissions, pas de positions sur les marchés.

Est-ce une crise de marché ? Mais s'agit-il de marchés ? Sans doute au niveau du placement. Mais pas du marché secondaire, pratiquement inexistant. En fait, c'était des crédits bancaires, empaquetés de façon compliquée et peu lisible sous l'étiquette de valeur mobilière, et achetés parce qu'à notation identique, le rendement était meilleur qu'avec les produits classiques. La crise en a révélé les failles : des prêts trop souvent octroyés n'importe comment par n'importe qui, des instruments illisibles ou trop compliqués, des notations peu fiables ou pas faites pour l'usage qu'on en faisait, un filtre insuffisant des professionnels qui mesuraient mal leurs risques. En outre, la liquidité sur le marché secondaire s'est avérée nulle et les valorisations fondées sur le *mark to market* se sont effondrées.

En bref, nous avons affaire à un pseudo-marché. S'il s'est développé, ce n'est pas seulement du fait de pratiques aberrantes, activées par des rémunérations détachées de toute considération de risque. Cela suppose aussi ce qu'il faut bien appeler une idéologie. Les crises du crédit, classiques en cas d'expansion monétaire, sont de loin les plus meurtrières. Mais celle-ci a été considérablement aggravée par une foi aveugle dans ce qu'on appelait en bloc le "marché". Foi aveugle qui se traduit dans l'idée que le "marché" trouve spontanément son organisation – alors que l'histoire prouve largement le contraire : il lui faut des règles du jeu et des arbitres. Mais foi aveugle qui a aussi conduit à des règles comptables affirmant imperturbablement que la meilleure valeur est celle du "marché", même s'il est sporadique, mal informé et peu fiable. Le tout aggravé par des erreurs de régulation : outre un défaut de surveillance, il faut rappeler le rôle joué par des règles prudentielles (Bâle I était alors en vigueur) encourageant l'arbitrage réglementaire en faveur de l'opacité : dès qu'on sortait un actif du bilan, on économisait du capital et on échappait largement à la supervision. On laissait ainsi un *no man's land* énorme proliférer, et on pinaillait sur les détails. Que faire alors ? D'abord, tirer les leçons de la crise.

« La responsabilité ultime de la sécurité est nationale, le marché international. Il faut donc coordonner et harmoniser ces deux niveaux incontournables. »



PREMIÈRE LEÇON : IL Y A MARCHÉ ET MARCHÉ

Il y a un modèle de référence du marché financier, pas parfait, mais tendu vers sa fonction : la découverte des prix et l'offre de liquidité. C'est celui du marché organisé. Une confrontation active et permanente des ordres d'achat et de vente, portant sur des produits dotés d'une information calibrée et régulière et d'analyses financières nombreuses et concurrentes, produit une valeur représentative des appréciations portées par des professionnels, et une liquidité minimum. C'est sur de tels marchés que se fait la confrontation des différents projets d'investissement destinés à bâtir le futur de l'économie et en compétition pour l'épargne disponible. Malgré leurs limites, au cours de la crise ils n'ont jamais perdu leur fonction essentielle, ni leur liquidité. Il n'en est pas de même des "marchés" ci-dessus, qui s'en éloignent considérablement et paraissent devoir rester ainsi.

DEUXIÈME LEÇON : ORGANISER ET RÉGULER DIFFÉREMMENT ET SANS A PRIORI

Que faire alors ? Il faut œuvrer quand cela a un sens pour faire bénéficier un marché donné des avantages de ce modèle, au moins au niveau de la compensation (qui réduit massivement les risques). Mais dans beaucoup de cas cela n'est pas possible : par exemple, si les produits sont trop hétérogènes, si leur mode réel de détention consiste à les garder au bilan, ou si cela conduit à dévoiler les positions des opérateurs. Dans ces cas, oubliant l'idée fautive selon laquelle tous les marchés se valent, un traitement différencié doit leur être appliqué, notamment prudentiel et comptable.

TROISIÈME LEÇON : COORDONNER ET HARMONISER

La responsabilité ultime de la sécurité est nationale, le marché international. Il faut donc coordonner et harmoniser ces deux niveaux incontournables.

En cas de crise, les solutions doivent être trouvées vite et bien. Par qui ? On l'a vu expérimentalement : au niveau des liquidités, par les Banques centrales ; au niveau solvabilité et marché, par les autorités nationales. Première conséquence : régulateurs prudentiels et Banques centrales doivent être proches ; le modèle FSA séparé de la Banque centrale n'est pas bon. Deuxième conséquence : si le marché est international, il faut le plus possible des

règles internationales harmonisées ou équivalentes ; mais on ne peut supprimer le niveau national, lieu de la décision ultime. Il faut donc les articuler : on verra comment. Troisième conséquence : il faut que les régulateurs des marchés et ceux des établissements soient étroitement coordonnés entre eux au niveau mondial.

QUATRIÈME LEÇON : LA PRIORITÉ DES RÉGULATEURS EST SYSTÉMIQUE

Une fois qu'il est clair que le marché ne s'auto-organise pas magiquement, la priorité première est le risque systémique, soit sur le marché, soit au niveau des grands acteurs. La régulation et surtout les régulateurs doivent donc se concentrer avant toute chose sur ces risques d'ensemble. Et au niveau mondial. Les règles et les actions qui ne concourent pas à cet effet n'ont qu'une priorité seconde.

TRAVAUX PRATIQUES : QUELQUES PISTES

L'AMAFI a fait de claires propositions de réforme (*encadré*), que nous ne reprendrons pas ici. Quelques points cependant. D'abord, il faut du discernement dans la régulation. Elle est indispensable, comme les règles du jeu pour le foot, mais toute règle n'est pas bienvenue. Pour fonctionner efficacement, elles doivent être souples, proches du terrain, maniables par les professionnels et concertées. Mais il faut ne négliger aucun marché, aucune famille de produit, aucun risque significatif.

Ensuite, un marché, ce sont des informations et des règles de transaction. L'information doit donc être systématique, sur tous les produits et transactions : la seule limite est de ne pas dévoiler les positions des participants. Quant aux règles, il faut les décider consciemment, les changer quand cela améliore le fonctionnement du marché ou diminue les risques, ou même créer des outils de place.

Sur les acteurs, même principe. La supervision ne peut en laisser aucun à l'extérieur, même les *hedge funds* (Affaire Madoff!). Mais naturellement en fonction de leur rôle et de leurs risques. Elle ne peut laisser non plus de côté ce qui peut affecter leur solvabilité ou liquidité : le hors-bilan. Pas plus qu'elle ne peut accepter des territoires opaques aux règles aberrantes : centres *offshore* de tout genre.

En ce qui concerne l'architecture comptable et pruden-

SIGLES

- **Gafi** : Groupe d'action financière
- **OICV** : Organisation internationale des commissions de valeurs
- **CESR** : Committee of european securities regulators
- **CEBS** : Committee of European Banking Supervisors
- **CEIOPS** : Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors

tielle, celle-ci doit être réaliste et pragmatique, sans a priori. Il s'agit de donner une image des faits aussi précise et complète que possible. Donc refléter ces faits dans leur diversité, en fonction de la stratégie des acteurs et de la nature des marchés, loin de la *fair value* et son idéologie. Il s'agit ensuite d'assurer la sécurité long terme du système : donc des provisions *ex ante*.

Enfin, sur la concurrence, elle doit être au bon endroit, sur le marché et pas entre les marchés. On en est arrivé à l'aberration de chercher à créer le maximum de concurrence entre Bourses et chambres de compensation, au risque de la fragmentation et de l'opacité. Un bilan s'impose en vue de rechercher activement de nouvelles solutions.

UN CHANTIER MAJEUR : LE NIVEAU INTERNATIONAL

On a vu le rôle irréductible des autorités nationales et le besoin de coordination internationale. Or à des degrés divers, le Comité de Bâle, le Gafi et l'OICV, composés de régulateurs en charge, montrent qu'on peut faire à ce niveau des recommandations utiles, normalement impératives pour leurs destinataires. Et le Forum de

stabilité financière (FSF) qui les coiffe a bien réagi à la crise. On peut imaginer que sous la supervision politique d'un G20, instance majeure de pilotage du système mondial, le FMI assumant la surveillance systémique, un FSF reconnu comme institution assumerait deux responsabilités : faire élaborer par les institutions spécialisées (OICV, Bâle, Gafi etc.) des normes systématiques, sur un programme précis ; et mettre en place des collèges de régulateurs supervisant chaque institution d'importance mondiale sous l'égide du régulateur le plus concerné.

Et l'Europe ? Elle est prise entre le niveau national et le niveau international, mais son rôle est essentiel : prendre en charge des fonctions qui dans d'autres zones sont nationales mais qu'ici il faut assurer à ce niveau. À savoir le gros de la réglementation ; mais aussi l'harmonisation et la coordination des régulateurs. Ce qui implique de doter CESR, CEBS et CEIOPS de statuts et de pouvoirs réels. Mais aussi de sortir de l'idéologie bruxelloise du "marché-capable-de-s'organiser-seul-par-le-jeu-de-la-concurrence", et prendre l'initiative, y compris pour créer des outils communs. Sans *leadership*, le marché ne les crée pas. ■

RÉFORME DU SYSTÈME FINANCIER MONDIAL

ANALYSES ET PROPOSITIONS DE L'AMAFI

■ État des lieux mondial

La coopération internationale est sectorialisée (Comité de Bâle, Gafi, OICV/IOSCO, etc.) et donc non intégrée (au Forum de stabilité financière), de sorte que personne n'a en charge la régulation et supervision d'ensemble. D'autre part, elle n'a pas de pouvoir propre et se borne à proposer des recommandations, avec trop de lenteurs et des blocages fréquents s'il n'y a pas de consensus (ce sont en fait des "clubs" de régulateurs).

■ Les possibilités concrètes
L'AMAFI part des trois constatations suivantes :

- il importe de prendre appui

sur les régulateurs en charge des acteurs comme des marchés et donc de mobiliser ces "clubs" de régulateurs nationaux ou européens (OICV, Gafi, les institutions de Bâle et FSF). Mais il convient également d'utiliser l'autorité d'institutions comme le FMI, essentiellement au niveau des équilibres d'ensemble et de l'élaboration des scénarios de risque ;

- il faut reconnaître à ces organismes de façon encore plus développée qu'aujourd'hui la capacité à élaborer des recommandations qui, sans avoir de force juridique directe, auront une autorité morale et politique considérable comme le

montrent les précédents (Bâle, Gafi etc.) ;

- la crise montre la nécessité d'une gestion politique exemplaire, comportant en outre une association large des pays dits émergents à la recherche de solutions.

Ainsi, sous la supervision politique d'un G20 reconnu comme instance majeure de responsabilité du pilotage du système économique et financière mondial, une institution internationale (le FMI) assumerait, en sus de ses fonctions actuelles, une fonction de surveillance systémique. Parallèlement et en coordination avec le FMI, un FSF étoffé auquel serait reconnu

un caractère d'institution assumerait deux types de responsabilités et serait doté des pouvoirs correspondants. Ce serait, d'une part, l'élaboration par les institutions spécialisées (OICV, Bâle, Gafi etc.) de normes qui devraient constituer une recommandation quasi impérative pour leurs destinataires. Et, d'autre part, la mise en place de collèges de régulateurs qui prendraient en charge les institutions d'importance mondiale. La consultation de l'industrie se pratiquerait à ces différents niveaux.

Source : rapport disponible sur le site www.amafi.fr, sous la référence AMAFI / 08-51, novembre 2008.