



Rapport sur la crise financière

Premier rapport d'étape

Auteurs : Jérôme Clausen, Yann Coatanlem, Rama Cont, Raphaël Douady, Zina El Gheribi-Schmitz, Benoît Gausseron, Matthieu Grollemund, Augustin Landier, Thomas Lefebvre, Guillaume Martinez, Julien Ravalais Casanova, François Removille, Minh Trinh

New York, le 1^{er} octobre 2008

Le Club Praxis remercie particulièrement les personnes suivantes :

Rick Bookstaber, ancien directeur du risk management à Salomon Brothers et à Morgan Stanley, il a donné plusieurs témoignages devant le Congrès américain sur la crise financière.

Jean-Claude Gruffat, Country Corporate Officer à Citigroup France, président de la Chambre Américaine de Commerce.

Jean-François Lepetit, président du Conseil National de la Comptabilité.

Jeff R. Shafer, ancien sous-secrétaire d'Etat au Trésor américain, Vice Chairman de Citigroup.

Leo M. Tilman, professeur à Columbia

www.clubpraxis.com

@ClubPraxis 

PROPOSITIONS

1. L'Europe comme moteur de la réforme financière internationale

Un fort consensus émerge aujourd'hui sur l'insuffisance de l'appareil réglementaire financier. Les organismes existants de régulation n'ont pas pu remplir leur fonction pour prévenir ou gérer la crise que traverse le système financier mondial. Les raisons en sont multiples :

- la juridiction, le champ d'intervention sont nationaux alors que les mécanismes de la crise sont globaux.
- les régulateurs suivent uniquement le risque spécifique d'un établissement, qui ne permet pas de connaître les expositions d'un établissement à un autre et évaluer ainsi le risque systémique.
- la réglementation prudentielle a surtout trait aux banques mais laisse de côté un grand nombre d'institutions non bancaires, telles que les organismes de crédit qui ont été au cœur de la crise financière des banques.

Afin de pouvoir établir des indicateurs permettant d'évaluer le risque systémique posé par les opérations financières nous pensons qu'il faut se donner les moyens :

- d'étendre le champ de la régulation à toute institution financière (organisme de crédit, assureur, hedge funds, etc) dont la taille dépasse un certain seuil minimal.
- d'un suivi par les autorités de régulation de la taille des positions des établissements avec toutes leurs contreparties au-delà d'une certaine taille minimale d'exposition. Le suivi de ces expositions permettra d'élaborer un indicateur de *risque systémique*, qui permettra notamment de déclencher des interventions du régulateur.

Les contreparties des grandes institutions financières étant souvent au-delà des frontières nationales, les opérations évoquées ici nécessitent la création d'un organe international de régulation financière qui puisse notamment centraliser les données de risque de contrepartie et dont les décisions et recommandations soient implémentées au niveau national par les régulateurs nationaux et les banques centrales.

De façon réaliste, devant la résistance prévisible des Etats-Unis, nous recommandons que la réforme du système financier soit d'abord élaborée et exécutée dans un cadre unique européen, au moins avec les pays de la zone Euro et le Royaume-Uni, par la création d'un régulateur international qui travaillerait sous l'égide des banques centrales et des gouvernements. La mise en place d'un cadre réglementaire harmonisé en Europe encouragera la mise en place d'un système mondial.

2. Création d'un fonds international de réserves contre les risques systémiques

Afin de prévenir les crises de liquidité causées par des acteurs financiers en difficulté et leurs effets déstabilisateurs sur les marchés, nous proposons l'institution d'un fonds international de réserves contre les risques systémiques (FIRRS ou ISRRF International Systemic Risk Reserve Fund) qui pourrait être géré par les Banques Centrales et le FMI. Ce fonds assurerait contre le risque systémique et compléterait l'auto-assurance des institutions financières soumises aux contraintes de capital réglementaire.

Aujourd'hui les états jouent le rôle d'assureur sans véritable contrepartie des institutions dont l'aide comporte un élément d'aléa moral important.

La participation à ce fonds serait obligatoire pour toutes entreprises susceptibles de créer des risques systémiques (banques, courtiers, assureurs, hedge funds de grande taille, filiales financières de groupes industriels, bourses d'échanges...). Aujourd'hui, de nombreuses institutions non bancaires sont extrêmement actives sur les marchés et sont susceptibles de fragiliser le système financier dans son ensemble. Celles-ci devront donc souscrire au fonds de réserves au même titre que les institutions bancaires traditionnelles.

Ce fonds calculerait les primes demandées aux banques et autres institutions en fonction des risques systémiques. Le fonds serait investi en Droits de Tirages Spéciaux (DTS ou SDRs, "Special drawing rights") en période de non-crise afin de minimiser les risques de marché et jouerait le rôle de fournisseur de liquidités en dernier ressort en période de crise.

La participation à ce fonds serait donc équivalente à la souscription d'un contrat d'assurance avec un système d'indemnité qui dépendra des dégâts causés par une crise de liquidité ("assurance catastrophe financière").

Le FMI pourrait surveiller les risques et calculer les primes de risques pour le compte de ce fonds. Ces nouvelles fonctions devraient s'inscrire logiquement dans son mandat de surveillance des risques systémiques à l'échelle mondiale.

Chaque banque centrale serait chargée de collecter les primes et serait responsable de l'investissement et de la sauvegarde de ce fonds au niveau national (par ex: Federal Reserve) ou régional (par ex: ECB).

Les DTS rapporteront le taux d'intérêt directeur calculé en fonction des taux d'intérêt payés par chaque monnaie constituante du DTS (dollar, yen, euro, livre sterling).

En cas de crise, les banques centrales pourront convertir les DTS en la monnaie de leur choix en utilisant le taux de change du FMI et en s'appuyant sur les banques centrales émettrices, en fonction des besoins de liquidité demandés, ou encore créer des DTS avec l'accord des autres banques centrales. L'excès de liquidité pourrait être absorbé (stérilisé) en émettant des obligations d'Etat, qui sont justement en forte demande en période de crise.

3. Retour à la simplicité et à la standardisation

La complexité et le manque de lisibilité de certains contrats et instruments financiers ont été indéniablement une source de confusion pour les emprunteurs, les investisseurs et les autorités de régulation. Ce manque de transparence a été amplifiée par le fait que bon nombre de ces instruments étaient échangés de gré à gré.

Promouvoir la standardisation, c'est-à-dire la classification et codification des instruments financiers diminuerait l'asymétrie d'information qui règne aujourd'hui dans certains marchés, augmenterait la transparence des marchés, les rendrait plus propres à la régulation et encouragerait l'apparition de normes pour la gestion des risques de ces classes de produits. Cette standardisation pourrait être supervisée par une entité internationale de contrôle de la standardisation des produits financiers (Financial Products Surveillance Board) et encouragée par des différences de taxation et de réglementation entre produits standardisés et non-standardisés : on pourrait notamment imposer des fonds propres réglementaires élevés pour les nouveaux produits financiers, ou encore limiter la possibilité de leur agrégation avec les autres produits dans le calcul du risque lié aux fonds propres.

4. Nomination d'un Monsieur Risque

Nous sommes convaincus de la nécessité d'un « Monsieur Risque » au sein du régulateur international. Véritable Chief-Risk-Officer du système financier, il aura le pouvoir de réclamer toute information sur les portefeuilles de trading comme sur les contreparties de toutes les activités des institutions financières, de bilan comme de hors bilan.

En particulier il est important d'obtenir une information détaillée de chaque position des portefeuilles, de façon à éviter les ambiguïtés et les faux semblants – à titre d'exemple, si une banque reporte un CDO comme une obligation sans risque et que le régulateur n'a aucun moyen de vérifier, la valeur de son travail est forcément limitée. Les services de risque du régulateur seront chargés de définir les mesures de risque que devront fournir les institutions financières, et en même temps devront pouvoir les recalculer indépendamment. Une mesure de risque particulièrement utile est le « stress testing »,

qui consiste à examiner comment différents scénarios de marché affectent les positions. Il ne faut pas oublier que pour des raisons presque incompréhensibles, les banques américaines ont négligé de considérer le scénario de baisse de l'immobilier aux USA : il aurait été utile qu'un acteur indépendant ait pu rappeler que l'immobilier *peut* baisser... Cette vue contraire a manqué, notamment par manque de perspective internationale ou de perspective économique.

D'autre part, il faut donner au régulateur la possibilité d'agrèger l'ensemble des risques des institutions pour établir une vue du risque systémique. Là encore le détail des positions est indispensable, le risque du système n'étant pas la simple somme des risques des institutions. La technologie moderne rend tout à fait possible ce genre d'organisation.

Fondamentalement, l'instauration de cette nouvelle fonction permettra d'instaurer un contrôle de risque dynamique, là où n'existait que des règles statiques facilement contournables. Il s'agit de créer une culture où chacun comprend non seulement son propre risque, mais sa contribution au système dans son entier, et peut anticiper que le régulateur agira toujours dans le sens de la stabilité du système et de l'intérêt commun. Pour permettre l'instauration d'un véritable partenariat avec les institutions financières, il serait souhaitable que le Monsieur Risque puisse déléguer des représentants au sein même de celles-ci.

5. Communication des risques

Un des grands enseignements de la crise est que les investisseurs devront désormais raisonner en deux dimensions : perspectives de gain et estimation des risques.

Pour tout nouveau produit financier devant être commercialisé, un certain nombre de caractéristiques de risque devront être rendues publiques par les émetteurs. Ces caractéristiques devront être suffisamment claires et standardisées pour que les investisseurs ou acheteurs des produits puissent facilement les agréger pour l'évaluation du risque de leur portefeuille global.

Définies par le régulateur international, elles seront, par exemple, des facteurs de risque tels que taux d'intérêt, volatilité d'options, spreads de crédit, corrélations, etc.

Ces caractéristiques devront par ailleurs être aussi complètes que possible pour que les risques essentiels du produit soient pris en compte. Par exemple, dans un CDO, on ne peut pas se contenter de donner le risque de taux d'intérêt, il faut aussi mentionner le risque lié à une dégradation des conditions de crédit, même si la probabilité d'un tel événement peut sembler négligeable dans le court terme.

6. Adapter la régulation aux cycles économiques

Un des piliers de la réglementation prudentielle des banques – tel qu’il est envisagé dans les accords de Bâle II – est la notion de fonds propres réglementaires, calculé à partir d’une estimation du risque de la banque (Value at Risk). Plusieurs études récentes montrent le caractère pro-cyclique d’une telle règle de calcul: lors de la montée d’une bulle spéculative, elle tend à exiger moins de fond propre des banques, amplifiant ainsi le risque de défaut dans la phase de chute du cycle.

De plus, comme elle se fonde sur la position nette de la banque, cette approche ne permet pas toujours de déceler ou de pénaliser l’effet de levier, facteur important d’amplification du risque.

L’ancien mode de calcul de fonds propres (Bâle I), via les ratios réglementaires appliqués à la taille des positions, pénalisait évidemment l’effet de levier mais ne récompensait pas une meilleure gestion du risque.

Il n’est pas réaliste d’abandonner complètement le cadre de Bâle II dont l’implémentation, demandée par les régulateurs actuels, a coûté plusieurs années d’effort aux grandes institutions financières.

Nous proposons une solution intermédiaire pour renforcer les fonds propres des banques en période d’expansion en calculant les réserves de capital comme la somme pondérée des réserves calculées selon les méthodes Bâle II et Bâle I (ratios réglementaires). Ce mode de calcul réduirait l’incitation à utiliser l’effet de levier en période de haut de cycle par la constitution de réserves supplémentaires et diminuerait ainsi le caractère pro-cyclique de Bâle II.

7. Prévention des bulles spéculatives

La crise financière actuelle a débuté par une bulle immobilière alimentée par une création excessive de crédit dirigé vers des ménages très peu solvables. L’innovation financière - titrisation et redistribution des risques - et des investisseurs à la recherche de rendements toujours plus élevés dans un environnement de taux bas ont fourni les financements nécessaires à l’achat d’actifs surévalués.

Nous recommandons de contrôler l’inflation de la valeur des actifs non pas par la politique monétaire (car celle-ci ne dispose que d’un instrument trop grossier – le taux d’intérêt à court terme – et doit par ailleurs se concentrer sur l’inflation monétaire), mais par une politique de capitalisation des risques modulée en fonction du risque de surévaluation. Les banques qui financeraient l’achat d’actifs jugés surévalués seraient ainsi pénalisées. La surévaluation serait calculée sur la base d’indicateurs de risque de bulle par classe d’actifs, qui combindraient une comparaison des valeurs fondamentales et valeurs de

marché, des analyses historiques de prime de risques et des montants de crédit alloués à ces classes d'actifs.

8. Neutraliser les agences de notation

Nous proposons la fin de l'usage officiel des notations dans les textes législatifs et réglementaires, notamment dans la documentation contractuelle des produits financiers. C'est une mesure radicale, aux implications nombreuses, ramifiées, compliquées, mais justifiée par le désastre financier dû aux « subprimes » : force est de constater qu'il provient en partie de la confiance excessive accordée aux ratings de produits financiers d'une complexité telle qu'ils demandent une gestion des risques ne pouvant se réduire à une notation. Au lieu d'être des acteurs de réduction et de compréhension du risque, les agences de notation ont à l'inverse joué un rôle d'amplificateur et d'emballage par les réactions en chaîne qui suivent les changements de rating.

Les agences de notation pourront continuer à exister, mais ne joueront plus leur rôle oligarchique actuel : elles rejoindront le large groupe des organismes de conseil de gestion de risque auprès des investisseurs. Leurs conflits d'intérêt devront être examinés par le régulateur international, mais leur pouvoir de nuisance systémique sera largement réduit.

9. Renforcer l'indépendance des « whistle blowers »

Les contrôleurs de risque à l'intérieur des institutions financières ont parfois des difficultés à échapper aux réalités politiques internes. Il en est de même pour les directeurs financiers, les responsables d'audit, etc. Nous conseillons que tous ces « whistle blowers » puissent rapporter directement au conseil d'administration et au Monsieur Risque du régulateur, sans crainte de représailles.

10. Maintenir la discipline comptable

On doit réaffirmer avec force qu'il n'y a pas de raison de valoriser des actifs liquides à un niveau différent de celui donné par le marché. Mais en même temps, rien n'est plus dangereux que d'appliquer un principe de bon sens comme une religion.

Il faut reconnaître que la volonté des régulateurs américains à absolument relier l'évaluation des « subprimes CDOs » à un prix observable sur les marchés, celui des indices « ABX », alors même que ceux-ci étaient devenus non liquides, a sans doute entraîné une forte spirale de dépréciation d'actifs. Cependant personne n'a pu trouver d'alternative raisonnable. Au lieu d'accuser le Mark-to-Market, mieux vaut se demander

comment les régulateurs ont pu laisser se développer ce marché sur une échelle telle que les montants en question sont sans relation avec les volumes négociés sur des marchés équivalents, pourtant censés procurer une base de comparaison.

De même, on peut s'interroger sur l'application de la règle FASB 157 aux positions de « private equity » : en insistant sur le fait de baser l'évaluation sur une valeur de « sortie » des structures, alors qu'en pratique elles sont tenues jusqu'à leur date de maturité, on peut engendrer des effets très pervers. Quelles conséquences auraient eu cette réglementation sur la santé des banques lors du krach Internet de 2000 ? Là encore le pragmatisme doit remplacer la religion.

Il est donc important que le nouveau régulateur international, sans jamais abandonner la philosophie du Mark-to-Market, fasse montre de souplesse lorsque son application stricte conduit à des impasses. En tout état de cause, il est impératif d'inciter les entreprises et les banques à produire des annexes aux comptes (« disclosures ») les plus exhaustives possible et ne pas hésiter, notamment en présence de circonstances exceptionnelles comme dans la crise actuelle, à produire des recommandations sur le contenu de ces annexes, aidant, incitant les entreprises et les banques à compléter et préciser l'information financière et comptable. Ainsi pourra-t-on surmonter une difficulté momentanée d'application d'un principe comptable, sans pour autant le remettre en cause et faire d'une situation exceptionnelle le cas général.