

Réforme du système financier international : aller plus loin

Réunissant les 20 grandes économies de la planète pour faire face ensemble à une crise exceptionnelle, le G 20 de Novembre a été une étape historique majeure. En avril le G 20 a deux priorités. D'abord mettre en œuvre ce qui a été annoncé, et ne pas décevoir les attentes. Ensuite être plus ambitieux encore. A la lumière de l'expérience récente, il lui faut franchir *une étape décisive dans la construction du nouveau système financier international*.

▪ Quatre constatations

Quatre constatations conduisent à approfondir et développer l'approche de novembre, tout en lui donnant des points d'application concrets et opérationnels.

Première constatation : nul doute que les marchés sont le moyen le plus efficace pour confronter les offres et les demandes et créer la croissance. Mais la crise nous apprend *que ces marchés ne sont pas toujours capables d'auto-organisation, encore moins d'éviter les effets systémiques*. Leur organisation et leur fonctionnement sont donc en dernière analyse une responsabilité publique, et quand les marchés sont internationaux, elle est internationale. Il faut donc *institutionnaliser la surveillance et l'organisation des marchés au niveau international*, selon un programme de réformes et en mettant en place les organes nécessaires. Mais, comme en cas de crise la responsabilité est politique et donc nationale (ou européenne), c'est par une *institutionnalisation de la coopération internationale entre autorités nationales* (ou européennes) qu'on avancera.

Deuxième constatation : il faut *revoir les priorités de la régulation et donc les missions des régulateurs, anciens et nouveaux*, y compris dans leurs statuts. On connaissait la protection des épargnants non professionnels, le bon fonctionnement des marchés, la lutte contre les abus et manipulations. Il faut désormais y ajouter la prévention du *risque systémique*, qui joue peu ou n'a pas de rôle actuellement ; et plus largement tout dysfonctionnement de tout marché, même de gré à gré, s'il est d'importance systémique.

Troisième constatation : la transparence et l'information sont vitales et le communiqué de novembre le rappelle avec force sur de nombreux points. Mais souvent elles ne suffisent pas. Dans bien des cas, il faut aller plus loin : il faut créer *des outils communs*, notamment ceux nécessaires au bon fonctionnement et à la sécurité du marché (Bourse ou chambre de compensation par exemple). Si l'*initiative* privée n'y suffit pas, elle doit être *publique*.

Quatrième constatation : *la liquidité est indispensable au bon fonctionnement du système international* Or en dernier ressort, elle est assurée par les *banques centrales*. En liaison avec les autres institutions, celles-ci ont dès lors *un rôle majeur à jouer tant dans la supervision des établissements que dans la structuration du marché* (et du post-marché) qui doit se faire par zones monétaires.

▪ Des propositions pour aller plus loin

A la lumière des constatations précédentes, ce sont des développements pratiques des principes posés par le G 20 en Novembre.

- 1. Structurer la coopération internationale autour du risque systémique**
 - a. Par des réunions régulières du G 20,
 - b. devant qui un FSF renouvelé et institutionnalisé est responsable et assume avec l'OICV et le Comité de Bâle la supervision internationale des marchés et des établissements selon un programme de travail explicite
 - c. en prévoyant des sanctions pour les zones non coopératives
 - d. et en plaçant le risque systémique au cœur de la régulation dans un cadre défini par le FMI et sous sa surveillance, selon un programme explicite.

- 2. Organiser la surveillance des grandes institutions autour d'un régulateur leader**
 - a. Dans le cadre d'un code de conduite élaboré sous l'égide du Comité de Bâle qui précise le fonctionnement des collèges de régulateurs.
 - b. Prévoyant qu'au niveau mondial le régulateur en charge de la maison mère le préside et assure le respect du code.

- 3. Pour lutter contre la procyclicité, mettre en place un provisionnement ex ante**
 - a. A construire sous l'égide du FSF, par le comité de Bâle, en liaison avec les régulateurs comptables IASB et FASB ;

- 4. Responsabiliser et canaliser les normes comptables**
 - a. En posant qu'elles doivent respecter les trois priorités de la supervision (protection de l'investisseur, risque systémique et fonctionnement des marchés)
 - b. Ce qui implique supervision de l'IASB par les régulateurs (FSF)
 - c. Et un principe de réalisme : ne valoriser au prix de marché que lorsqu'il y a un marché.
 - d. Parvenir ainsi dans les cas où il n'y a plus de marché à un concept de « valeur d'usage »

- 5. Prendre des initiatives publiques pour créer des outils collectifs de marché**
 - a. En posant que les autorités de marché sont responsables de leur bon fonctionnement même s'ils sont de gré à gré (OTC)
 - b. qu'en cas de défaillance du marché, elles doivent prendre l'initiative
 - c. notamment avec des chambres de compensation sur les grands produits suffisamment standardisés dans chaque zone monétaire, avec priorité aux CDS (*credit default swaps*)

- 6. Imposer enregistrement et *reporting* aux hedge funds**
 - a. En posant que tout acteur opérant sur les marchés dépassant une certaine taille et un nombre d'investisseurs (à définir) s'enregistre auprès d'une autorité, lui communique les stratégies d'investissement qu'il suit et son niveau d'endettement
 - b. et que si une opération porte sur plus d'un seuil (à définir) du marché considéré (flottant), tout acteur est tenu d'expliquer son intervention à l'autorité de marché.

7. Responsabiliser les agences de notation envers la communauté internationale

- a. En demandant qu'elles s'enregistrent par zone monétaire d'intervention
- b. En organisant la reconnaissance mutuelle entre leurs régulateurs
- c. En exigeant d'elles un compte-rendu périodique de comparaison entre les notes, leur évolution, et les résultats effectifs des papiers notés
- d. En différenciant les échelles de notation entre produits et entités.
- e. S'agissant des produits notés, en donnant une indication sur la liquidité de leur marché.

Propositions concrètes

(Analyse détaillée)

Pour chaque question, on rappelle la partie pertinente de la déclaration de novembre, les constatations à faire et les mesures pratiques qui en découlent.

▪ Régulation internationale

Rappel de Novembre

8. Regulation is first and foremost the responsibility of national regulators who constitute the first line of defence against market instability. However, our financial markets are global in scope, therefore, intensified international cooperation among regulators and strengthening of international standards, where necessary, and their consistent implementation is necessary to protect against adverse cross-border, regional and global developments affecting international financial stability. Regulators must ensure that their actions support market discipline, avoid potentially adverse impacts on other countries, including regulatory arbitrage, and support competition, dynamism and innovation in the marketplace.

9. The IMF, in collaboration with the expanded FSF and other bodies, should work to better identify vulnerabilities, anticipate potential stresses, and act swiftly to play a key role in crisis response.

Promoting Integrity in Financial Markets

Immediate Actions by March 31, 2009 : Our national and regional authorities should work together to enhance regulatory cooperation between jurisdictions on a regional and international level.

National and regional authorities should work to promote information sharing about domestic and cross-border threats to market stability and ensure that national (or regional, where applicable) legal provisions are adequate to address these threats.

National and regional authorities should also review business conduct rules to protect markets and investors, especially against market manipulation and fraud and strengthen their cross-border cooperation to protect the international financial system from illicit actors. In case of misconduct, there should be an appropriate sanctions regime.

Medium -term actions: National and regional authorities should implement national and international measures that protect the global financial system from uncooperative and non-transparent jurisdictions that pose risks of illicit financial activity.

Constatations

Les régulateurs nationaux (ou européens) sont effectivement les seuls compétents techniquement, les seuls à même de vérifier la mise en œuvre ; mais ils doivent être engagés au niveau international *dans un processus clair de mise au point des références communes et de normes minimales, et responsabilisés en ce sens. Donc dans un cadre institutionnalisé, clairement précisé par rapport au texte de Novembre.*

Outre le rôle accru du FMI en matière systémique (voir ci-après), cela signifie concrètement que *les organisations actuelles de régulateurs au niveau international et au premier chef le FSF doivent passer du stade de club basé sur la seule bonne volonté et le consensus à celui d'institutions dont un résultat est attendu, résultat défini par des autorités gouvernementales et donc le G 20.*

Propositions

Au niveau politique il serait naturel le G 20 se réunisse régulièrement, par exemple annuellement. Il mettra au point une liste des sujets qu'il veut voir pris en charge.

Le Forum de stabilité financière responsable devant le G 20 établira un programme de travail annuel, mis en œuvre par les organisations internationales de régulateurs : BRI, OICV, Comité de Bâle, Gafi etc. Ce programme prendra la forme de recommandations et de codes de conduite que chaque pays traduit dans ses règles internes.

Si un pays ne respecte pas ces règles (centres offshore notamment), il est placé sur une liste noire ou grise. Lors de transactions avec ces pays-là, les acteurs du marché sont tenus à des règles spéciales, voire à des limitations en volume ou en nature.

▪ Risque systémique

Rappel de Novembre

Reforming International Financial Institutions

Immediate Actions by March 31, 2009: The IMF, with its focus on surveillance, and the expanded FSF, with its focus on standard setting, should strengthen their collaboration, enhancing efforts to better integrate regulatory and supervisory responses into the macro-prudential policy framework and conduct early warning exercises.

The IMF, given its universal membership and core macro-financial expertise, should, in close coordination with the FSF and others, take a leading role in drawing lessons from the current crisis, consistent with its mandate.

Medium-term actions : The IMF should conduct vigorous and even-handed surveillance reviews of all countries, as well as giving greater attention to their financial sectors and better integrating the reviews with the joint IMF/World Bank financial sector assessment programs. On this basis, the role of the IMF in providing macro-financial policy advice would be strengthened.

Constatations

Il faut traduire en termes concrets de programme les demandes de Novembre. Le rôle central du FMI est la bonne voie. Mais il faut préciser ce qu'on en attend.

La prévention du risque systémique doit recevoir une priorité absolue dans les missions de tout régulateur.

Le risque systémique étant depuis les origines de l'économie largement lié à l'endettement et à l'effet de levier, c'est à ces critères qu'il faut donner la priorité.

Propositions

Introduire la prévention du risque systémique dans les missions de tout régulateur.

Faire établir au niveau du FMI et en liaison avec le FSF et la BRI une méthodologie de suivi générale de ces risques, avec priorité à la mesure des effets de levier et de leur combinaison possible. Ceci doit se traduire en outre dans des procédures régulières.

Il faut définir en conséquence les exigences de fournitures de données au niveau du FSF, puis des organisations qui le composent. Aucun opérateur actif dans le champ financier au-delà d'une certaine taille ne doit y échapper, quel que soit son statut.

Un rapport *annuel* sera établi par le FMI avec avis du FSF et de la BRI et transmis au G 20. Il peut se traduire par des recommandations directes aux superviseurs nationaux.

▪ Supervision des établissements

Rappel de Novembre

Reinforcing International Cooperation

Immediate Actions by March 31, 2009: Supervisors should collaborate to establish supervisory colleges for all major cross-border financial institutions, as part of efforts to strengthen the surveillance of cross-border firms. Major global banks should meet regularly with their supervisory college for comprehensive discussions of the firm's activities and assessment of the risks it faces.

Regulators should take all steps necessary to strengthen cross-border crisis management arrangements, including on cooperation and communication with each other and with appropriate authorities, and develop comprehensive contact lists and conduct simulation exercises, as appropriate.

Constatations

En cas de menace perçue sur un établissement financier, *le premier intervenant est la banque centrale concernée*, car le premier levier réside dans l'apport de liquidités.

Dans leur sauvetage ensuite, *le rôle clef a été joué par les Etats des pays où les institutions en question ont leur établissement principal. Leur régulateur doit donc jouer un rôle clef dans la coordination de la surveillance et du traitement.*

Les uns et les autres sont donc les parties prenantes essentielles dans la question de la supervision des établissements.

En même temps, toute action doit être menée en coordination la plus efficace possible entre les autres autorités responsables, notamment celles des autres pays d'implantation de l'institution financière ou du marché concernés.

Propositions

Les collèges de régulateurs sont institués comme prévu en novembre ; au minimum pour les 50 institutions financières les plus importantes en termes de total de bilan. Un code de conduite élaboré sous l'égide du Comité de Bâle précise leur fonctionnement.

Au niveau mondial, ils fonctionnent sur base consensuelle, mais *le régulateur en charge de la maison mère le préside et assure le respect du code.*

Un comité spécialisé au sein du comité de Bâle synthétise les conclusions d'intérêt général des *rapports périodiques* faits par ces collèges, examinés ensuite par le FSF et le FMI.

▪ Normes prudentielles

Rappel de Novembre

Regulatory Regimes

Immediate Actions by March 31, 2009: The IMF, expanded FSF, and other regulators and bodies should develop recommendations to mitigate pro-cyclicality, including the review of how valuation and leverage, bank capital, executive compensation, and provisioning practices may exacerbate cyclical trends.

Medium-term actions: Definitions of capital should be harmonized in order to achieve consistent measures of capital and capital adequacy.

Prudential Oversight

Immediate Actions by March 31, 2009: Authorities should ensure that financial institutions maintain adequate capital in amounts necessary to sustain confidence. International standard setters should set out strengthened capital requirements for banks' structured credit and securitisation activities.

Medium-term actions: Supervisors and central banks should develop robust and internationally consistent approaches for liquidity supervision of, and central bank liquidity operations for, cross-border banks.

Constatations

Bâle II n'est pas à l'origine de la crise puisque ses règles n'étaient pas encore réellement entrées en vigueur. Mais plusieurs de ses limites sont déjà perceptibles : effets procycliques, séries statistiques trop courtes, absence de normalisation de la définition des fonds propres. Le texte de Novembre est adéquat, mais ne définit pas ni *délai ni organisation*.

Il est en outre apparu qu'en temps de crise, le niveau des fonds propres ne peut baisser et tend même à monter sous la pression du marché. Le seul moyen de prévoir une souplesse d'adaptation au cycle est donc d'anticiper le renversement de cycle en recommandant un *provisionnement ex ante*, lequel suppose une modification des normes comptables et fiscales.

Propositions

Sous l'égide du FSF, le comité de Bâle est chargé d'établir :

- un rapport sur la voies et moyens d'un provisionnement ex ante ; il est simultanément demandé à l'IASB d'examiner comment l'intégrer dans les normes comptables ;
- un nouveau rapport sur la procyclicité de ses normes et des propositions concrètes pour la réduire (sauf si les travaux demandés en novembre ont assez avancé sur ce point) ;
- un troisième rapport de propositions sur la normalisation mondiale de la définition du capital.

▪ Normes comptables

Rappel de Novembre

Strengthening Transparency and Accountability

Immediate Actions by March 31, 2009 : With a view toward promoting financial stability, the governance of the international accounting standard setting body should be further enhanced, including by undertaking a review of its membership, in particular in order to ensure transparency, accountability, and an appropriate relationship between this independent body and the relevant authorities.

The key global accounting standards bodies should work to enhance guidance for valuation of securities, also taking into account the valuation of complex, illiquid products, especially during times of stress.

Constatations

La crise a montré les difficultés de mise en œuvre de la notion de *fair value*, qui est entièrement basée sur la notion de marché et donc sur la capacité desdits marchés à donner des prix représentatifs. Or les marchés des produits en cause dans la crise, soit ont disparu, soit ne sont pas représentatifs. D'où un effet de spirale descendante.

En outre, des normes internationales sont indispensables. Mais il se confirme qu'on ne peut laisser un organisme mettre au point des normes internationales sans être astreint à rendre des comptes, ce qui n'est pas le cas du régulateur comptable, l'IASB, qui fonctionne de façon autarcique selon un programme conceptuel défini par lui-même et sans débat.

Propositions

Clarifier le principe que des normes comptables mondiales homogènes sont nécessaires, avec pour objectif premier l'information du marché, mais que leur élaboration doit s'effectuer au vu de leur impact en regard des trois priorités de toute supervision (protection de l'investisseur, prévention du risque systémique et bon fonctionnement des marchés).

En tirer la conséquence organisationnelle : supervision effective de l'IASB par les régulateurs, sans doute au niveau du FSF.

Poser le principe que lorsque des titres ne font pas l'objet d'un marché actif, ils ne doivent normalement pas être valorisés en valeur de marché puisque ce sont en réalité des « paquets » de créances et non des valeurs mobilières - quelle que soit leur forme juridique.

Demander à l'IASB et au FASB d'en tirer les conséquences comptables, et au comité de Bâle de faire de même sur le plan prudentiel.

▪ Compensation et marchés organisés

Rappel de Novembre

Prudential Oversight

Immediate Actions by March 31, 2009 : Supervisors and regulators, building on the imminent launch of central counterparty services for credit default swaps (CDS) in some countries, should: speed efforts to reduce the systemic risks of CDS and over-the-counter (OTC) derivatives transactions; insist that market participants support exchange traded or electronic trading platforms for CDS contracts; expand OTC derivatives market transparency; and ensure that the infrastructure for OTC derivatives can support growing volumes.

Regulatory Regimes

Medium-term actions: The appropriate bodies should review the differentiated nature of regulation in the banking, securities, and insurance sectors and provide a report outlining the issue and making recommendations on needed improvements. A review of the scope of financial regulation, with a special emphasis on institutions, instruments, and markets that are currently unregulated, along with ensuring that all systemically-important institutions are appropriately regulated, should also be undertaken.

Constatations

Il faut traduire en mesures concrètes deux des constatations issues de la crise : d'un côté les marchés ne s'auto-organisent pas toujours spontanément et en tout cas pas de façon toujours optimale ; de l'autre, la réduction du risque systémique est une priorité absolue.

La méthode la plus efficace est la mise en place de *chambres de compensation* pour tous les produits pour lesquels c'est possible. En effet, elles viennent s'intermédiaire entre des contrats bilatéraux relevant des procédures dites OTC (gré à gré), par un interface entre chaque participant et qui assure la bonne fin des opérations, tout en annulant automatiquement l'effet des contrats de sens opposés qui se compensent (netting). Ces chambres de compensation doivent avoir un accès direct aux liquidités de la Banque Centrale qui les supervise, ce qui implique l'existence d'au moins une chambre de compensation par grande zone monétaire.

S'agissant des marchés eux-mêmes, y compris de gré à gré, leur mode de fonctionnement doit être clairement placé sous la responsabilité de l'autorité de marché compétente. En outre et surtout le passage à des formules de marché plus organisées, plus transparentes, plus liquides doit être favorisé dès lors que la standardisation des produits concernés est possible.

Propositions

Poser le principe que les autorités de marché sont responsables du bon fonctionnement des marchés, même OTC et ont en charge de faire des propositions pour améliorer leur fonctionnement au moins dès lors qu'ils ont une importance systémique.

Poser le principe que chaque fois que nécessaire les banques centrales doivent s'assurer que les chambres de compensation des grands produits sont mises en place et en cas de défaillance du marché s'y substituent en prenant l'initiative. Demander au FSF une liste des marchés visés par ce besoin.

Mettre en œuvre les demandes précédentes dans chaque zone monétaire avec priorité aux CDS (*credit default swaps*), en créant les chambres de compensation nécessaires en tant que de besoin.

Demander à l'OICV (IOSCO) sous l'égide du FSF, de mener une analyse et de faire des propositions sur les cas où la mise en place de marchés organisés apporterait un bénéfice en termes de transparence et de sécurité.

▪ Hedge funds

Rappel de Novembre

Regulatory Regimes

Medium-term actions: The appropriate bodies should review the differentiated nature of regulation in the banking, securities, and insurance sectors and provide a report outlining the issue and making recommendations on needed improvements. A review of the scope of financial regulation, with a special emphasis on institutions, instruments, and markets that are currently unregulated, along with ensuring that all systemically-important institutions are appropriately regulated, should also be undertaken.

Constatations

Les *hedge funds* ne sont pas responsables de la crise. Mais ils posent deux séries de questions au vu des principes posés : d'un côté ils peuvent contribuer au risque systémique par l'effet de levier qui les caractérise le plus souvent ; d'un autre côté, ils peuvent altérer le fonctionnement de certains marchés par des méthodes non conventionnelles (exemple du « naked short selling »). En même temps ce sont des acteurs échappant par définition à la gestion classique et donc difficiles à définir et à cerner.

Propositions

Tout acteur opérant sur les marchés dépassant une certaine taille d'actifs sous gestion (montant à définir) et agissant pour le compte de plus de x investisseurs est tenu de s'enregistrer auprès d'une autorité de marché, d'indiquer les stratégies qu'il pense mettre en œuvre et de fournir une information régulière sur son niveau d'endettement et sur les types d'actifs dans lesquels il investit.

Au cas où une action de sa part sur un marché porte sur plus x % du flottant, tout acteur est tenu d'expliquer son intervention à l'autorité de marché. Celle-ci intervient en tant que de besoin et selon la législation en vigueur, mais au minimum peut exiger une communication au public.

▪ Agences de notation

Rappel de Novembre

Prudential Oversight

Immediate Actions by March 31, 2009 : Regulators should take steps to ensure that credit rating agencies meet the highest standards of the international organization of securities regulators and that they avoid conflicts of interest, provide greater disclosure to investors and to issuers, and differentiate ratings for complex products. This will help ensure that credit rating agencies have the right incentives and appropriate oversight to enable them to perform their important role in providing unbiased information and assessments to markets.

The international organization of securities regulators should review credit rating agencies' adoption of the standards and mechanisms for monitoring compliance.

Medium-term actions: Credit Ratings Agencies that provide public ratings should be registered.

Constatations

Leur rôle dans la crise réside principalement dans la fausse sécurité donnée aux investisseurs, aggravée par un soupçon de déontologie insuffisante. Il est en même temps difficile de poser un principe généralisé de responsabilité sur leurs notations (hors grave manquement déontologique), car cela les mettrait dans l'impossibilité d'agir.

Il faut donc poursuivre l'effort en cours par un renforcement du code de conduite élaboré sous l'égide de l'OICV, et par le contrôle par les régulateurs de marché des méthodes utilisées et de leur mise en œuvre. En particulier doit être mise en force l'interdiction de noter un produit lorsque l'agence a contribué à son élaboration, à plus forte raison comme conseil.

Propositions

Poser qu'une agence doit être enregistrée dans une zone monétaire pour effectuer des notations sur des émetteurs ou produits de la zone.

Mettre au point (à l'OICV) un dispositif de reconnaissance mutuelle entre régulateurs pour permettre l'action responsable des agences en dehors de leur zone tout en sécurisant les pays d'accueil.

Demander aux agences (sous l'égide de leur régulateur compétent) un compte-rendu historique et périodique de comparaison entre les notes, leur évolution, et les résultats effectifs des papiers notés.

Exiger des échelles de notation différentes entre produits structurés d'un côté, entités vivantes de l'autre (entreprises ou Etats).