

Réguler la finance moderne : l'information avant tout

LA CHRONIQUE DE
AUGUSTIN LANDIER
ET DAVID THESMAR



Pour les banques, la longue crise d'indigestion de CDO et autres dérivés de « subprimes » semble s'achever. C'est maintenant le tour de l'économie réelle : les Etats-Unis entrent en récession et provoqueront un net ralentissement des économies émergentes et européennes. Face à cette débâcle, la demande politique pour une plus forte régulation du système financier n'a jamais été aussi importante. C'est le cas aux Etats-Unis, où la régulation est devenue un thème de campagne. Dans notre pays, leader mondial de la réglementation et du dirigisme tous azimuts, la fréquence des tirades présidentielles contre « un système financier qui marche sur la tête » ne fait qu'augmenter. Il est donc temps de faire la différence entre ce qui peut et doit être fait et ce qui relève du pur fantasme politique.

Principe numéro un : il faut cesser de dénoncer les supposés effets pervers de la politique des banques centrales consistant à

sauver coûte que coûte le système financier. Contrairement à ce qu'affirment maints observateurs et hommes politiques, les injections massives de liquidités par la Fed et la BCE sur le marché interbancaire ne sont ni du gaspillage ni un pousse-au-crime. Tout d'abord, ces injections ne sont pas des dons aux acteurs financiers : elles correspondent à des prêts de très court terme et bien rémunérés, faits par la banque centrale. Le contribuable est gagnant et la Fed veille à ce que les acteurs paient le prix de leurs actes (comme dans le cas des actionnaires de Bear Stearns). Mais, au-delà de ce malentendu sur le terme « injection », les économistes craignent que, se sachant protégées, les banques soient moins incitées à être prudentes, ce qui augmenterait la fréquence des crises. C'est le fameux « aléa moral ». En fait, cet argument ne s'applique pas en présence de risque systémique : en cas d'écroulement généralisé du système, toutes les entreprises financières, même celles qui seraient demeurées vertueuses, seraient prises dans la tornade. C'est donc plutôt en se montrant « dure » que la Fed inciterait les banques à l'incurie.

Principe numéro deux : en finance plus qu'ailleurs, il faut garder en tête qu'une régulation pointilleuse est condamnée à provoquer des tentatives de contournement qui peuvent être plus nocives que le mal qu'elles viennent soigner. La crise actuelle en est une illustration éclatante. Les banques sont traditionnellement soumises à des exigences de solvabilité : pour chaque euro prêté, elles doivent mettre de côté environ 10 centimes de fonds propres,

plus si les prêts sont risqués. Cette contrainte a en fait été très largement contournée en accumulant les mauvaises créances dans des véhicules fantômes situés hors bilans (les fameux SIV). De même, certains investisseurs (assureurs-vie, fonds monétaires) sont contraints d'investir exclusivement en titres notés AAA par les agences de notation. Les banques

Une régulation pointilleuse est condamnée à provoquer des tentatives de contournement qui peuvent être plus nocives que le mal qu'elles viennent soigner.

ont donc construit des CDO de CDO, sortes de « Frankenstein » du dérivé de crédit, suffisamment compliqués pour que les modèles des agences de notation ne puissent en saisir le risque.

Le danger pour le régulateur est donc d'opter pour des réformes spécifiques visant le détail de certains produits ou de certaines catégories d'acteurs. Ces réformes risqueraient de pousser à l'invention de nouveaux produits et acteurs similaires mais épargnés par les règles. La prochaine crise financière n'aura d'ailleurs certainement pas la même source (les opérateurs apprennent). Mais elle viendra de comportements bien connus : prise de risque excessive, fraude, bulle spéculative... Il faut donc formuler des règles suffisamment générales pour s'appliquer aux crises à venir. Le rapport présenté lundi 31 mars par le secré-

taire du Trésor américain, Henry Paulson s'inscrit dans cette volonté de rendre les régulations existantes moins spécifiques. Par exemple, la régulation aux Etats-Unis restreint la supervision de la banque centrale aux seules banques traditionnelles. Or celles-ci ne sont plus, loin s'en faut, les seuls prêteurs de fonds sur les marchés financiers. Banques d'affaires et « prime brokers » prêtent à leurs clients, notamment les « hedge funds », de quoi financer leurs positions. Pour évaluer le risque de faillite du système, tous ces agents doivent donc être surveillés en bloc par une seule entité. Henry Paulson propose que cela soit la Fed.

Ce qui nous amène au principe numéro trois : la régulation doit pallier l'opacité des marchés financiers. Le régulateur doit accéder à toute l'information sur les positions qui est nécessaire à une vision du risque systémique pour l'économie, permettant d'anticiper et de gérer les crises et de décider de mesures de diminution du levier de l'économie si nécessaire. Des exigences accrues de transparence de l'ensemble de ces acteurs s'imposent : l'ère des véhicules hors bilan (les SIV) est révolue. Dans le même esprit de mise à jour de l'information, le plan Paulson prévoit une supervision de l'émission des prêts immobiliers, qui garantirait que l'information sur l'emprunteur est exacte, rendant plus fiable la valorisation de ces prêts.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern) ;

DAVID THESMAR est professeur associé à HEC, et directeur scientifique du BNP Paribas Hedge Fund Center.