

L'important n'est pas de réguler les entités juridiques, mais les fonctions qu'elles occupent dans le système

Le Monde, 2 Avril 2009.

Rama Cont dirige le Centre d'ingénierie financière à l'université Columbia. Il a participé, avec Marco Avellaneda, professeur à New York University, à l'élaboration d'une chambre de compensation bancaire pour résorber le risque systémique des *credit default swaps* (CDS), qui sont des contrats d'assurance contre le défaut d'institutions financières.

Comment avance l'idée de régulation du système financier international ?

Alors qu'il y a deux ans, le débat était entre partisans et opposants de la régulation, aujourd'hui, hormis pour les idéologues, le seul débat est : comment mieux réguler ? Les banques sont soumises aux accords Bâle 2, un cadre de régulation dite micro-prudentielle dans lequel chaque banque doit disposer d'un capital réglementaire, qui dépend de son niveau de risque, défini comme une estimation de la perte de son portefeuille sur un horizon de dix jours. Plus on prend de risque, plus on doit avoir de capital en réserve. Or cette règle s'est avérée très insuffisante. Bear Stearns, la première banque d'affaire à faire défaut en 2007, était capitalisée au dessus du montant réglementaire requis au moment de son défaut. Elle respectait la règle. Bâle 2 n'a rien empêché.

La bonne question à poser, c'est : si une institution fait défaut, quel serait l'impact sur le système financier ? Or on ne dispose pas des informations qui permettent d'y répondre. Jusqu'à la défaillance de l'assureur AIG, les régulateurs n'avaient pas conscience du montant de ses engagements vis-à-vis des banques. Pourquoi ? Un régulateur demande à ses banques nationales de lui fournir une estimation agrégée de leurs risques. Mais elles ne fournissent pas la liste exhaustive des établissements avec lesquels elles contractent. On n'a aucune visibilité du réseau de connexions entre les établissements financiers au niveau mondial. On ne savait pas qu'autant d'établissements dans le monde était exposé à AIG pour de si grands montants.

Quels sont les enseignements de la crise en termes de régulation ?

Les leçons de l'effondrement du fonds LTCM, en 1998, n'avaient pas été tirées. Ce fond de 4 milliards de dollars, au moment de son défaut, avait des pertes journalières de 400 millions. Une somme assez faible comparée à la taille du système financier. Pourtant la Fed a dû intervenir parce que l'important n'était pas sa taille, modeste, mais le risque systémique que sa chute impliquait. Ce fond avait pour contrepartie une liste impressionnante de banque d'affaires internationales. Son effondrement se répercutait sur des centaines de milliards de dollars. Même soumis à Bâle 2 – ce qu'il n'était pas, étant un hedge fund – cela n'aurait rien modifié. L'importance n'est pas seulement la taille des établissements ni le ratio entre leur risque individuel et leur capitalisation, mais le rôle qu'ils jouent dans le système. LTCM était un nœud essentiel du maillage financier international.

Qu'en concluez-vous ?

Pour évaluer la contribution d'un établissement au risque systémique, ni sa taille ni le risque potentiel de ses pertes individuelles ne sont des indicateurs suffisants : il faut aussi tenir

compte de sa centralité dans le système financier. Or pour en juger, il faut connaître la cartographie du réseau qui relie les acteurs financiers. D'autant qu'au-delà des banques, il existe un énorme univers dérégulé. Il est impossible de réfléchir à une architecture financière stable si le régulateur n'a aucune prise sur une société comme AIG ou sur certains hedge funds qui jouent un rôle de contrepartie centrale dans le système. Et il faut cesser de penser en termes d'entités juridiques – banques, fonds d'investissements, assureurs, etc. – pour réguler les fonctions financières. C'est ça qui compte.

Pourquoi les Etats-Unis accordent-ils peu d'importance à une meilleure régulation des hedge funds ?

Le terme hedge fund couvre des activités très différentes. En 2006, le fond Amaranth a fait défaut sur son portefeuille de produits dérivés sur le gaz. Avec 9 milliards, il était deux fois plus gros que LTCM. Or sa chute n'a eu aucune conséquence systémique, parce qu'Amarante occupait une niche sans grande connexion avec le reste du marché. Je répète : l'important n'est pas de réguler les entités juridiques, mais les fonctions. Les hedge funds peuvent jouer un rôle important dans la répartition des risques: ils prennent les risques que les autres investisseurs ne prennent pas, ce qui peut être utile. Quand la bulle des subprimes a éclaté, certains hedge funds ont joué un rôle d'absorbeur du choc. En revanche, d'autres, comme Citadel, sont devenus des contreparties importantes du système bancaire. Son défaut infligerait des pertes à tout le système. Quand une banque a une exposition importante à un tel fond, il faut le savoir. Et réglementer. Bref, encore une fois : il faut réguler les fonctions, pas les entités en tant que telles.

Le maillage mondial des connexions financières ressemble à une pelote de fils emmêlés dans tous les sens. Peut-on parvenir à une vision claire, à un « gouvernement mondial » du système financier ?

Le réseau des institutions financières est global et sans frontières. Or les régulateurs sont nationaux. La juridiction de la Banque de France ou de la Commission Bancaire se limite au territoire français. Cette supervision ne leur permet pas d'intervenir à New York, ou de surveiller les contreparties allemandes des banques françaises. Et au niveau européen, la supervision est encore plus faible. Le Comité de Bale émet des recommandations mais n'a pas de pouvoir exécutif. Aucune institution internationale n'a aujourd'hui le pouvoir de rassembler les données nécessaires pour créer un pôle de surveillance efficace, *a fortiori* avec un pouvoir coercitif. Les membres du G20 évoquent une autorité internationale de surveillance du risque systémique, mais on en est loin.

Que faire ?

Il faut distinguer deux niveaux : la centralisation mondiale des informations, dans un objectif de surveillance, et le contrôle effectif. Les Etats-Unis s'opposent à tout pouvoir coercitif extérieur sur leurs banques. Il faut installer une autorité internationale qui édicte des indicateurs de risque sur la stabilité financière mondiale. Regroupant les régulateurs nationaux, elle serait chargée de la surveillance, dotée d'un appareil régulateur strict mais sans juridiction. Une structure un peu analogue à Interpol qui coordonne les polices sans jamais arrêter personne. Mais lorsqu'Interpol lance un mandat d'arrêt, les polices des pays adhérents ont le devoir d'y obtempérer.

La volonté politique nécessaire pour y parvenir est-elle suffisante ?

Je pense que la volonté de réguler n'a jamais été aussi grande, tout comme la conscience qu'on ne peut garder le système financier international dans son opacité actuelle. Et que si on ne le fait pas aujourd'hui, on ne le fera jamais.

Propos recueillis par Sylvain CYPEL