



## *Lettre du Président*

### Trois ans après la crise : la réforme réglementaire va de l'avant

Compte-rendu de l'assemblée et du congrès annuels de la SIFMA  
Le 7 novembre 2011

Il y a trois ans, l'économie mondiale s'effondrait et le responsable de cette catastrophe était Wall Street. Quelles ont été les améliorations réglementaires depuis ce temps et que reste-t-il à faire? J'ai pu obtenir des réponses à ces deux questions au cours de l'assemblée et du congrès annuels de la SIFMA qui se sont tenus à New York le 7 novembre. Le congrès intitulé « Réforme mondiale : impact sur le secteur » avait traité des progrès de la réforme réglementaire et son impact sur le secteur des valeurs mobilières aux États-Unis. Le congrès portait sur trois sujets interdépendants :

- Progrès de la réforme réglementaire – qu'est-ce qui a été fait et que reste-t-il à faire;
- L'impact de la réforme sur le secteur des valeurs mobilières aux États-Unis; et
- La crise fiscale au Canada et ailleurs (États-Unis et Europe), l'incapacité de régler la dette souveraine et les conséquences sur la reprise économique et les marchés.

#### **Réforme réglementaire : lentement mais sûrement**

La réforme réglementaire aux États-Unis a eu l'effet d'un tsunami sur le secteur et les marchés des valeurs mobilières au cours des trois dernières années et ce n'est pas encore fini pour un certain nombre d'années avant que la réforme ne soit complètement en vigueur. La réforme des services bancaires et des valeurs mobilières a été globale et d'une portée considérable dans le secteur des valeurs mobilières et les marchés des capitaux et elle couvre la loi Dodd-Frank et le programme de la réforme du G20. À cause de la complexité des règles proposées, du besoin d'analyser et de tenir de nombreuses consultations avec les participants au marché et des ressources limitées de l'organisme de réglementation, la mise en œuvre des réformes a pris du retard, car le processus réglementaire est devenu gigantesque. Jusqu'à maintenant, il y a environ 126 échéances sur un total de 235 règles qui n'ont pas été respectées.

Même si le rythme des réformes a été plus lent que prévu, d'importants progrès ont été réalisés sur certaines règles et aussi concernant les mesures pour améliorer la santé des institutions financières américaines. En moyenne, le levier des banques américaines a été réduit en passant d'un ratio estimé de 16:1 à 11:1, et les provisions pour prêts ont beaucoup augmenté. Les fonds reçus dans le cadre du TARP ont

été remboursés en entier et le Trésor fédéral a réalisé des bénéfices de 20 G\$.

Les organismes de réglementation et le secteur des valeurs mobilières ne sont pas déçus que le rythme des réformes soit plus lent que prévu, car cela montre qu'on consacre plus de temps à étudier, analyser et consulter pour s'assurer que les règles sont efficaces et bien rédigées. Les membres du secteur et les organismes de réglementation ont répété plusieurs fois au cours du congrès le besoin de recherches et d'examen approfondis et d'une analyse coûts-avantages rigoureuse. La faillite récente de MF Global a rappelé aux participants au marché l'importance d'aller de l'avant avec le programme de la réforme, surtout en ce qui concerne l'amélioration de la transparence et l'augmentation du flux des opérations mandatées compensées par des chambres de compensation.

#### **Réforme réglementaire : quelques éléments clés**

Les discussions du congrès sur la réforme réglementaire ont porté sur quatre éléments clés du programme de la réglementation : la règle Volcker pour réglementer les opérations « hors parquet » et la propriété des fonds de couverture, les opérations de swap des courtiers « expulsives », l'obligation fiduciaire pour les courtiers-contrepartistes et les règles de Bâle III sur la liquidité et les fonds propres. Il y avait un large consensus entre les participants au congrès sur la décision de régler les différends entre les opérations pour compte propre, incluant les opérations « hors parquet » et la propriété des fonds de couverture, et la tenue de marché pour les clients. Les organismes de réglementation et les membres du secteur ont reconnu qu'il est difficile de distinguer les opérations « hors parquet » des activités légitimes de tenue de marché, et personne n'est convaincu qu'il est possible de concevoir une règle qui puisse distinguer clairement entre ces activités. Par ailleurs, la règle Volcker compliquera la conformité à la réglementation et il est probable qu'elle nuira aux activités de négociation.

Premièrement, elle provoquera le transfert des opérations pour compte propre sur les titres d'emprunt et les produits dérivés vers une variété d'institutions « fantômes » plus petites qui ne sont pas des banques, comme les fonds de couverture.

Deuxièmement, il est probable que les autorités laisseront une large marge de manœuvre aux groupes financiers bancaires dans l'interprétation de la version définitive de la règle pour s'assurer que les institutions financières américaines ne soient pas désavantagées commercialement par rapport à leurs contreparties étrangères et que les grandes sociétés de gestion de fonds comme Blackrock aient suffisamment de liquidités pour permettre les ajustements de portefeuille de grande envergure. Ces sociétés de fonds de placement ont besoin d'intermédiaires qui sont de grandes entreprises avec suffisamment de fonds pour fournir la liquidité nécessaire aux activités de tenue de marché, particulièrement pour les titres d'emprunt.

La loi Dodd-Frank stipule des exigences précises concernant l'inscription pour les courtiers-contrepartistes qui exécutent des opérations de swap. L'inscription prévoit de nouvelles règles ayant trait à la déclaration et la négociation des ententes de swap, ce qui pourrait « expulser » les opérations de swap vers des sociétés affiliées indépendantes. Les nouvelles règles régissant les opérations de swap, particulièrement celles concernant les exigences de fonds propres et la compensation par des institutions de compensations centrales, diminueront les marges de profit générées par des activités commerciales importantes et en pleine expansion.

Les entreprises de gestion de patrimoine privé continuent de se questionner sur l'imposition de l'obligation fiduciaire pour les courtiers-contrepartistes prévue dans la loi Dodd-Frank. Après de nombreuses consultations avec les organismes de réglementation, le secteur attend les résultats de l'étude de la SEC sur l'application de l'obligation fiduciaire aux courtiers contrepartistes, les nouvelles règles et directives pour les courtiers-contrepartistes, une définition simple de la notion de conseils de placement personnalisés, et un projet de cadre réglementaire. On s'attend à ce que tout cela soit prêt au cours de l'année prochaine. Le secteur des valeurs mobilières est d'accord avec l'imposition d'une obligation fiduciaire pourvu qu'il s'agisse de règles efficaces qui n'ont aucune conséquence imprévue et ne diminuent pas les choix des consommateurs. Le secteur a fait valoir que pour éviter les conflits d'intérêts, les organismes de réglementation devraient réglementer davantage les informations à fournir plutôt qu'interdire certaines opérations. Après sa publication, le projet de règles de la SEC sur l'obligation fiduciaire fera sans doute l'objet d'intenses représentations de la part du secteur.

La loi Dodd-Frank imposera aux institutions financières américaines les règles de Bâle III sur les fonds propres et la liquidité. Cela causera un changement majeur dans les règles sur les fonds propres des groupes financiers américains, car ces groupes n'étaient pas assujettis auparavant aux règles de Bâle II. En plus de l'ajout de ces règles, le Financial Stability Board a établi qu'il existe 29 entreprises multinationales d'importance systémique, et parmi elles il y a 8 ou 9 institutions américaines. Ces 29 entreprises multinationales d'importance systémique seront assujetties à des exigences supplémentaires en matière de fonds propres variant de 100

à 250 points de base.

### **Quel a été l'impact sur le secteur?**

Plusieurs des conférenciers ont mis l'accent sur l'impact des nouvelles exigences réglementaires sur les bénéficiaires et la rentabilité, particulièrement les restrictions prévues à la règle Volcker en matière d'opérations pour compte propre et les règles plus sévères de Bâle III sur la liquidité et les fonds propres. À cause surtout des règles plus sévères sur les fonds propres et des mauvaises conditions pour faire des affaires, les rendements des actions des grands groupes financiers oscillent maintenant autour d'une moyenne de 7,5 %. Il a été mentionné que les évaluations actuelles des institutions du secteur financier révèlent des taux de rendement des capitaux propres plus conformes aux moyennes historiques de 11-13 %, ce qui suggère que le cours des actions ne montera pas beaucoup à court terme et que le financement par actions sera coûteux. Ces grands groupes financiers ont pris des mesures pour augmenter la rentabilité et le taux de rendement des capitaux propres. Le principal objectif de la stratégie est de continuer à réduire massivement les dépenses, un processus qui est déjà bien engagé, mais complété partiellement. D'autres stratégies comprennent une disposition sélective des actifs, une informatisation plus poussée des opérations de la salle des marchés et des services d'arrière guichet, l'utilisation d'Internet pour communiquer avec les clients et mener des activités financières, et l'augmentation des produits d'exploitation en adaptant les activités commerciales actuelles au marché mondial et en créant de nouveaux créneaux commerciaux. Au fil du temps, les groupes financiers s'attendent à profiter de l'amélioration des conditions du marché.

Les conférenciers ont reconnu que le démantèlement de la structure de société de portefeuille bancaire par les groupes financiers bancaires pour diminuer le fardeau réglementaire n'est pas une option valable. Certaines des plus grosses sociétés, notamment Goldman Sachs et Morgan Stanley, se sont réorganisées en société de portefeuille bancaire en 2008 pour obtenir de la Federal Reserve du financement et des prêts de dernier ressort. Les discussions ont clairement mis en évidence que les grandes institutions qui ne font pas partie d'une structure de société de portefeuille seraient quand même assujetties à un cadre réglementaire semblable parce qu'il s'agit d'institutions d'importance systémique pour les marchés des capitaux aux États-Unis. Une réduction importante des opérations pourrait constituer une stratégie pour alléger le fardeau réglementaire. Cependant, pour atteindre cet objectif, la disposition des actifs devra être substantielle, car ces sociétés possèdent des actifs de l'ordre de 500 800 G\$, alors que les sociétés qui ne font pas partie des institutions d'importance systémique possèdent des actifs plutôt de l'ordre de 50 G\$, ce qui nécessitera donc une réduction des actifs par un facteur dix. La diminution de la marge bénéficiaire à cause de l'importante diminution de taille serait probablement compensée par les économies réalisées à la suite de l'allègement du fardeau réglementaire.



Au cours du congrès, on a aussi discuté de la grande incertitude des investisseurs sur les marchés mondiaux qui a contribué à la prise de risque en « dents de scie » dans les marchés, ce qui a causé des fluctuations importantes du prix des actifs et une réduction des activités d'investissement et de financement. Une bonne partie de cette incertitude et du manque de confiance quant aux perspectives du marché provient de l'incapacité des décideurs politiques en Europe et aux États-Unis de régler la dette souveraine et le problème politique sous-jacent – l'État providence. Don Kohn, ancien gouverneur de la Federal Reserve, a souligné qu'au milieu de l'année 2010 la Fed avait révisé à la baisse les perspectives de croissance économique aux États Unis à cause de la faible reprise du marché immobilier aux États-Unis et de l'impact de la crise fiscale causée par l'incertitude et la réduction des dépenses des entreprises et des consommateurs. La perspective à moyen terme est une reprise économique modeste, sauf s'il y a une crise financière majeure en Europe qui touche les marchés mondiaux. Kohn a déclaré qu'il n'y aura pas de retour à la normale sauf si l'Europe trouve une solution efficace à la dette souveraine sans tenir compte des intérêts politiques nationaux et que le supercomité composé de membres du Congrès américain arrive à s'entendre et adopte un plan fiscal crédible à long terme. Vikram Pandit, chef de la direction de Citigroup, a déclaré qu'il est essentiel que les gouvernements se présentent devant les marchés des capitaux avec des mesures politiques constructives plutôt que de jouer à un jeu dangereux de rattrapage qui pourrait déclencher l'écroulement de la confiance et une crise financière majeure.

#### **Conclusion : optimisme modeste**

Le secteur des valeurs mobilières aux États-Unis est passé au travers de grandes épreuves au cours des trois années qui ont suivi la crise financière. Il y a eu l'effondrement généralisé et la restructuration des institutions dans le secteur financier, une reprise économique hésitante, des marchés perturbés et le rappel constant d'une réforme réglementaire. L'incapacité actuelle de trouver une solution crédible à la dette souveraine menace de déboucher sur une crise de la même ampleur que l'effondrement de 2008. La seule petite consolation qui ressort de tout cela est que la persistance de fortes fluctuations sur les marchés avertit les politiciens qu'ils doivent agir rapidement et prendre des décisions politiques responsables, s'occuper des marchés turbulents et redresser l'économie mondiale. Les participants au congrès faisaient preuve d'un optimisme modeste sur les possibilités à court terme que les décideurs politiques aux États-Unis et en Europe puissent faire abstraction des intérêts politiques partisans et qu'ils mettent en œuvre des solutions efficaces pour s'occuper du problème de la dette souveraine et des politiques sociales qui l'ont causée.

***Veillez agréer mes salutations distinguées,***



**Ian C.W. Russell, FSCI**  
**Président et chef de la direction, ACCVM**  
**Novembre 2011**