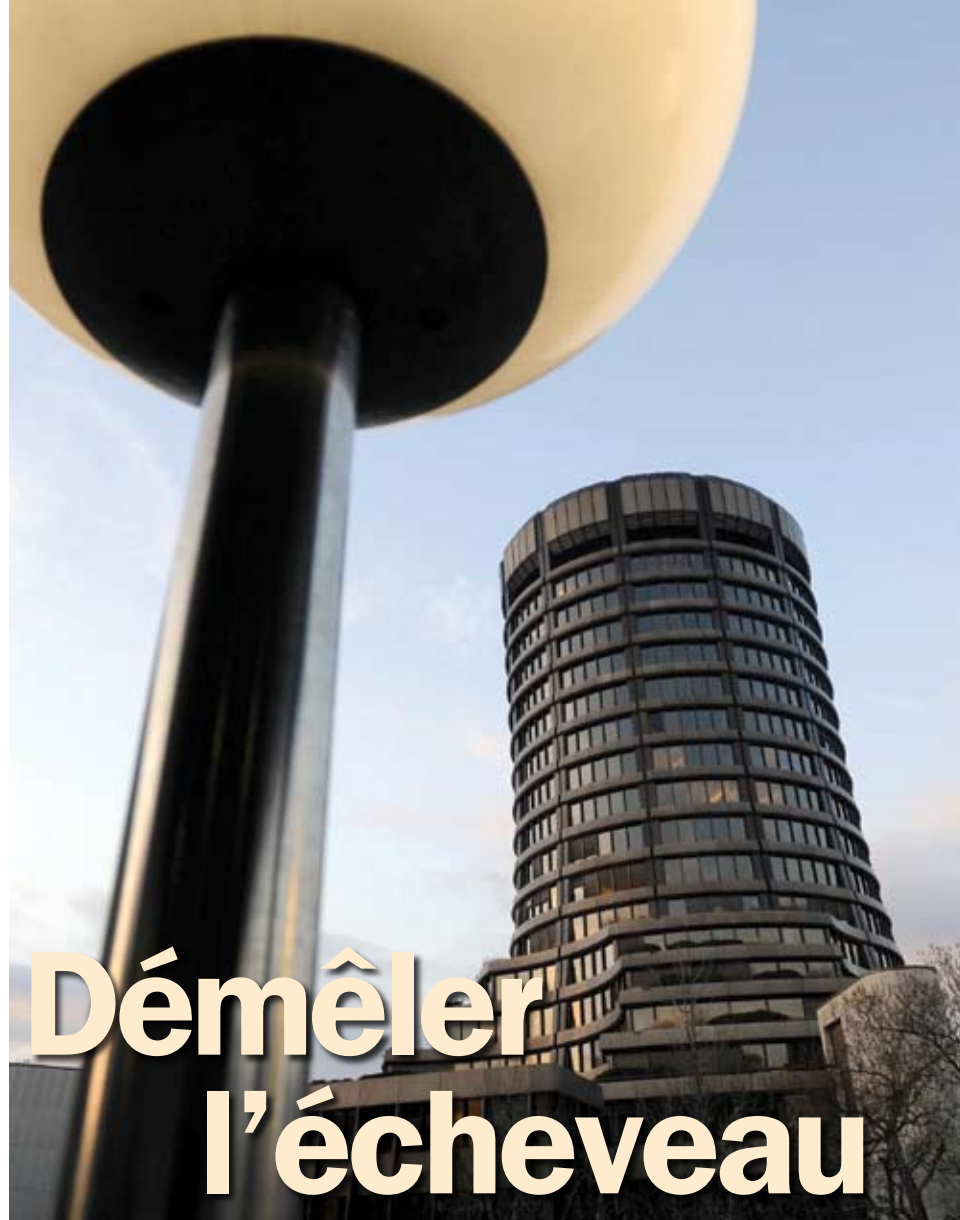


Les avis concordent sur la nécessité de revoir la gouvernance des marchés financiers, mais qui doit faire quoi?



Démêler l'écheveau

Amar Bhattacharya

LA crise financière qui se répand à travers le monde met singulièrement en relief les profondes lacunes des règles régissant les marchés financiers internationaux. Depuis les années 70, ces marchés, dominés par les institutions des économies bien établies, ont connu une croissance exponentielle, beaucoup plus rapide que celle de tout autre marché.

Cette expansion a eu pour éléments moteurs les forces de la déréglementation et de l'innovation financière qui se renforçaient mutuellement. Les banques ont été le pivot de ce développement prononcé et continu ainsi que de son internationalisation progressive, même si les marchés de capitaux et la tendance à la titrisation ont aussi contribué à transformer le monde de la finance.

En revanche, l'aspect qui a été négligé — ou dont le développement n'a pas été à la mesure de cette hypertrophie des marchés financiers — est

celui des institutions et structures chargées de veiller à leur supervision en qualité d'organes de régulation ou de supervision. Il subsiste, à l'heure actuelle, un profond décalage entre les activités des marchés et le champ de leur réglementation, en particulier sur les marchés matures.

La crise financière actuelle illustre de manière spectaculaire le lourd préjudice que les carences de la réglementation ont porté à l'économie mondiale et mis en lumière la nécessité d'une régulation concertée à l'économie mondiale. Traité jusque dans les années 90 comme un pan isolé — et très complexe — de la gouvernance de l'économie mondiale, la réforme des marchés financiers est à présent unanimement reconnue comme une priorité absolue et immédiate. Si les propositions de réforme abondent, les avis divergent encore sur la quantité et la portée des réformes nécessaires, sur la répartition des

Siège de la Banque des règlements internationaux à Bâle (Suisse).

tâches et sur les modalités de coordination de la coopération internationale.

Évolution rapide des marchés financiers

Jusqu'au début des années 80, les systèmes bancaires nationaux étaient dominés par les banques, soumis à une réglementation assez stricte et avaient peu d'engagements extérieurs. Après de modestes émissions d'euro-obligations durant cette décennie, les flux financiers et les liens internationaux ont connu une expansion spectaculaire. Si les crises d'endettement des années 80 ont donné un coup d'arrêt à l'intégration des pays en développement et si les crises financières des années 90 ont durement frappé quelques pays émergents, elles n'ont eu qu'un faible impact sur l'évolution et l'expansion des marchés financiers internationaux.

Grâce à la croissance accélérée de l'activité bancaire, les marchés financiers internationaux ont poursuivi leur expansion — passant de 100 milliards de dollars EU en 1970 à 6.300 milliards en 1990, puis au chiffre faramineux de 31.800 milliards en 2007. Cette évolution est allée de pair avec une consolidation de l'activité bancaire internationale — résultat d'une vague de fusions-acquisitions internationales. Les banques ont pénétré des secteurs jusque-là l'apanage d'institutions non bancaires (souscription, gestion d'actifs, banque d'affaires et négoce pour compte propre), effaçant les distinctions entre établissements bancaires et institutions non financières, donnant naissance à un système bancaire «occulte» et faisant ainsi échapper des pans importants de l'activité bancaire à la régulation. La montée en flèche des produits structurés et titrisés tels que les dérivés de crédit ont fortement accru l'effet de levier des banques, masquant les risques sous-jacents. Le marché des dérivés de crédit, insignifiant en 2001, a atteint quelque 50.000 milliards de dollars EU en 2007.

L'alerte donnée par la crise asiatique

La crise asiatique de 1997–98 a suscité des initiatives de réforme de l'architecture financière internationale (voir encadré), permettant

de maîtriser le risque et les coûts de futures crises financières ainsi que leur effet de propagation.

Juste après la crise, des groupes de travail (le groupe du Willard par exemple) ont été mis en place pour tirer parti de l'expérience de décideurs de 22 pays développés et émergents, ainsi que de représentants des institutions financières internationales (IFI) et fixer les priorités de réforme en matière de transparence, de renforcement des systèmes financiers et de résolution des crises financières internationales.

Puis en 1999, les grands pays industrialisés membres du G-7 demandèrent à Hans Tietmeyer, alors Gouverneur de la Bundesbank, d'étudier les possibilités de renforcement du dispositif institutionnel de coordination internationale. M. Tietmeyer présenta un rapport proposant un forum de ministres des finances et de gouverneurs de banques centrales, ainsi qu'une enceinte regroupant des décideurs, les organes de régulation, les IFI et les organes de normalisation et de supervision. Ces recommandations ont conduit à la mise en place de deux institutions qui occupent aujourd'hui le devant de la scène, le *Groupe des Vingt* (G-20) et le *Forum de stabilité financière* (FSF) qui réunit les autorités financières des grandes économies, les organes de régulation et les IFI.

Dès le départ, le G-20 a constitué un important vecteur de dialogue entre les pays développés et les principaux pays émergents sur le calendrier de réforme de la sphère économique et financière mondiale, et notamment sur celle de l'architecture financière mondiale.

Le FSF, appuyé par un petit secrétariat et abrité par la BRI, visait à rassembler de hauts représentants des autorités financières nationales, des IFI et d'organes internationaux de régulation et de supervision pour examiner les risques systémiques des marchés financiers et les moyens de les contenir. Ses membres appartiennent pour la plupart aux pays du G-7, chacun représenté par trois hauts fonctionnaires du Trésor, de la banque centrale et des autorités de supervision. L'Australie, Hong Kong, les Pays-Bas et Singapour y sont aussi représentés par un représentant de leur banque centrale.

Un enchevêtrement de régulateurs

La supervision des marchés financiers internationaux a évolué avec le temps à l'image de l'évolution de ces marchés, mais l'écart entre le champ de régulation et les activités des marchés financiers n'a cessé de se creuser. Créée en 1930, la *Banque des règlements internationaux* (BRI) est le noyau central et le point de référence du dispositif de coordination de la gouvernance mondiale. Ses 55 membres sont les banques centrales des pays avancés et un nombre croissant de pays émergents.

La BRI est investie des pouvoirs que lui confère le *Groupe des Dix* (G-10), composé des ministres des finances et gouverneurs de banque centrale des dix pays les plus avancés. Le G-10 a établi d'importants comités dont la BRI assure le secrétariat et qui jouent un rôle primordial dans leur domaine respectif. Le Comité de Bâle est l'organe de normalisation en matière de contrôle bancaire; le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement s'occupe des mécanismes de paiement, de compensation, de règlement et apparentés; et le Comité sur le système financier mondial est chargé d'identifier et d'évaluer les sources potentielles de tension sur les marchés financiers internationaux ainsi que les mesures de promotion de la stabilité des marchés émergents.

La BRI abrite aussi le secrétariat de l'*Association internationale des contrôleurs d'assurance* qui couvre quelque 190 secteurs dans 140 pays, représentant 97 % des primes d'assurance collectées dans le monde, ainsi que le *Forum de stabilité financière*.

L'*Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières*, qui n'est pas liée à la BRI, comprend 109 membres et couvre 90 % des marchés boursiers dans le monde. L'*International Accounting Standards Board*, autre organisme important, supervise l'élaboration et la conclusion d'accords sur les normes comptables internationales.

Actuellement, les pratiques comptables et les agences de notation ne sont soumises à la supervision directe d'aucun organe international, bien que les organes de régulation financière assurent indirectement le respect de la réglementation.

Les autres organismes de normalisation et forums de coopération internationale sont notamment le *FMI* chargé des codes de transparence monétaire et financière, l'*OCDE*, qui établit les normes et bonnes pratiques de gouvernance des entreprises, ainsi que la *Banque mondiale* et la *Commission des Nations Unies pour le droit commercial international* qui ont élaboré conjointement une norme sur les régimes d'insolvabilité et les droits des créanciers.

Le FSF a été le principal organe à relier entre eux, le nombre croissant d'institutions intervenant dans la gouvernance financière mondiale et à effectuer un travail technique sur les questions transversales, à savoir la normalisation et la codification à l'échelle internationale, les institutions à fort effet de levier, les centres financiers offshore et les systèmes d'assurance des dépôts. Il a établi un inventaire systématique des travaux des IFI et des organes de régulation et de supervision; il a aussi constitué un forum d'évaluation et d'examen de l'évolution et des marchés financiers et de leurs risques potentiels.

En dehors du FSF, l'essentiel des travaux et de l'attention du FMI, entre 1997 et 2003, a porté sur des initiatives visant à renforcer l'architecture financière internationale (le programme conjoint FMI-Banque mondiale d'évaluation des systèmes financiers, les rapports sur l'observation des normes et codes par exemple, et le mécanisme de restructuration de la dette souveraine qui n'a jamais vu le jour).

Tous ces efforts visaient les pays émergents, ignorant les faiblesses sous-jacentes des marchés parvenus à maturité. Ils tenaient pour acquise la robustesse de ces marchés et voyaient peu d'intérêt à renforcer leur contrôle. Les efforts visant à étendre la supervision aux segments des économies matures ayant une importance systémique, tels que les fonds spéculatifs, se sont heurtés à la résistance de certaines grandes économies et de certains participants au marché.

La crise a révélé de profondes lacunes...

La crise financière actuelle suscite une profonde remise en cause du rôle des marchés financiers à la lumière des carences de leur gouvernance, en particulier dans les pays avancés. Nombreux sont ceux qui estiment que le rôle des marchés financiers s'est accru au-delà de ce que qu'il est censé être — un moyen et non une fin en soi — et que leur mondialisation débridée a rendu les économies et les personnes vulnérables aux aléas de ces marchés. Certes, la réflexion se poursuit sur les erreurs qui ont engendré la crise et sur les leçons à en tirer, mais on peut déjà cerner trois grandes lacunes pour les réformes à venir.

Premièrement, la crise met en lumière les principaux dysfonctionnements des marchés financiers. L'asymétrie d'information, l'aléa moral, le problème principal-agent sur les marchés financiers sont bien connus, mais la crise a révélé les faiblesses de la gouvernance des entreprises (liées en partie à la nature de la rémunération de leurs dirigeants), du montage des dossiers de prêts et des normes de souscription qui confinent à l'escroquerie. Elle montre aussi à quel point la complexité croissante des nouveaux instruments financiers (illustrée par de nouveaux produits titrisés tels que les swaps de défaut de crédit) a amplifié le caractère procyclique des risques sous-jacents tout en les masquant. Les deux grands facteurs de correction des marchés, la gestion des risques par les institutions financières et la discipline de marché, n'ont pas non plus fonctionné.

Deuxièmement, on assiste à une défaillance généralisée de la régulation des marchés financiers. Malgré l'accent mis sur le ratio de fonds propres, l'application de la réglementation prudentielle a donné lieu à l'hypertrophie de l'effet de levier et encouragé les comportements procycliques. De plus, le compartimentage de la réglementation, surtout aux États-

Unis, a contribué à l'arbitrage réglementaire et à la prise de risques immodérée, tout comme le fait que des pans importants et systémiques de la sphère financière (fonds spéculatifs et produits structurés créés par les banques) aient échappé à la réglementation prudentielle.

Troisièmement, la crise a révélé les profondes carences de la coordination et de la coopération internationales. La surveillance exercée par le FMI et le FSF est restée parcellaire et incomplète, en grande partie parce que ces deux institutions ne sont pas fondamentalement équipées pour bien superviser les pays avancés d'importance systémique. Et même après avoir pris la mesure du problème, pour les déséquilibres macroéconomiques croissants qui ont contribué à l'accumulation des vulnérabilités, ces institutions ne se sont pas entendues sur les responsabilités ni sur la mise en œuvre des mesures concertées qui s'imposaient. Comme l'illustre la crise actuelle, le FMI n'a ni les ressources ni les outils nécessaires pour juguler les poussées d'instabilité systémique, ce qui dénote par ailleurs les divergences d'opinion entre les pays membres sur le rôle de l'institution. Les disparités en matière de voix et de représentation entre pays émergents et pays développés au sein du FMI et, plus encore, au sein de la BRI et d'autres organismes internationaux de normalisation, ont nui à la légitimité et à l'efficacité de la gouvernance financière mondiale.

... appelant une nouvelle vague de réformes

Les lacunes de la régulation ne sont plus guère contestées, donnant lieu à plusieurs propositions de réforme. Elles ont pour dénominateur commun, l'équilibre à rétablir entre les impératifs de régulation et de laisser-faire et ce, au profit d'une réglementation prudentielle qui soit anticyclique, exhaustive dans sa couverture des institutions financières et mondiale dans sa portée et sa cohérence.

Ces propositions soulignent notamment la nécessité : 1) d'améliorer les incitations à une prise de risque modérée par la réforme de la structure de rémunération et une meilleure répartition des risques de la part des émetteurs de titres de créance et de participation; 2) d'adopter des règles prudentielles plus contraignantes assorties de limites strictes sur l'effet de levier et la mise en place de stabilisateurs automatiques pour contrer les attitudes procycliques et la formation de bulles d'actifs; 3) d'accorder une plus grande attention au contrôle de la liquidité et aux risques de financement; 4) d'établir de meilleurs mécanismes de supervision des grands établissements financiers internationaux à structure complexe; 5) d'étendre la portée de la réglementation financière de manière à couvrir toutes les institutions financières d'importance systémique; 6) d'accroître la transparence et de réduire les risques systémiques liés aux produits dérivés et instruments financiers complexes, en recourant davantage à des plateformes de transactions boursières ou électroniques plutôt qu'à des transactions sur produits dérivés hors cote; 7) de s'assurer que les agences de notation du crédit respectent des normes rigoureuses et évitent tout conflit d'intérêts.

Si la plupart de ces éléments font l'objet d'un large consensus, c'est dans les détails que le bât blesse. L'avis des partisans du renforcement de la réglementation diffère de celui des défenseurs de la discipline de marché, qui tiennent à ménager une marge de manœuvre à l'innovation financière.

Qui fera quoi?

Ce canevas général de réforme pose toute une série de questions complexes, que l'on peut résumer ainsi : qui devrait être chargé de quoi, comment combler les lacunes de l'architecture institutionnelle actuelle et comment renforcer la coopération internationale?

Les réformateurs les plus ambitieux préconisent une refonte totale des organes ou des méthodes de régulation (institutions d'envergure internationale en particulier) par l'intermédiaire d'une institution financière mondiale, d'une charte bancaire internationale et d'un régime international de règlement de l'insolvabilité. À défaut d'un tel mécanisme, d'autres proposent la création de «collèges de superviseurs» qui seraient solidairement responsables de l'efficacité de la supervision. Plus généralement, les avis concordent sur la nécessité de renforcer la coopération et la communication entre les organes de régulation compte tenu de la portée nationale de la réglementation et du caractère international des marchés financiers.

L'importance des liens macrofinanciers dans l'accumulation des facteurs de vulnérabilité et pour la résolution des crises impose une répartition précise des tâches entre le FSF et le FMI. Il importe encore plus de réformer en profondeur le FMI pour lui permettre de jouer effectivement un rôle pivot dans la maîtrise des risques d'instabilité financière et la résolution des crises. Il s'agira d'une réforme profonde de la surveillance du FMI sur les pays et les marchés d'importance systémique, mais aussi de ses instruments et de ses politiques, pour qu'il puisse fournir l'appui préventif ou curatif nécessaire à tous les États membres face aux crises, en le dotant de ressources beaucoup

plus importantes et en réformant sa gouvernance pour qu'il soit plus responsable de son action et plus représentatif des pays qui le composent. Il est aussi grand temps de redéfinir le rôle du FMI dans le système monétaire international et dans le nouveau contexte mondial de volatilité des flux de capitaux. Il ne s'agit pas simplement de réformer les institutions de Washington, mais de garantir l'attachement indéfectible de tous les pays membres à l'esprit de coopération qui est à l'origine de l'institution.

Vu l'ampleur, à la complexité et les obstacles politiques à la réforme de la gouvernance financière mondiale, un comité de pilotage ayant l'autorité politique et les compétences techniques nécessaires s'impose pour impulser les réformes. Le G-20 est bien placé pour jouer ce rôle puisqu'il regroupe les ministres des finances et gouverneurs de banque centrale des pays qui ont la plus grande importance systémique. Porter le débat au niveau des dirigeants donne un meilleur élan politique et permet d'élargir le champ d'analyse des questions transversales.

Si le G-20 peut donc jouer un rôle constructif, il ne peut supplanter les structures de portée universelle et dotées d'une plus grande légitimité. À cet égard, il importera que le G-20 (et d'autres forums connexes comme le FSF) soit aussi inclusif que possible dans ses travaux et s'en remette aux institutions compétentes pour la prise de décisions définitives. Le Comité monétaire et financier international et le Conseil des Gouverneurs du FMI auront un rôle clé à jouer, de même que les Nations Unies, organisme le plus universel réunissant des chefs d'État. ■

Amar Bhattacharia dirige le Secrétariat du G-24.

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program

concludes with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses,

markets and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products. The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about sipa, please visit:

www.sipa.columbia.edu