

RE-RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE : UN DÉFI TRANSATLANTIQUE

JACQUES MISTRAL *

Le G20 réuni à Toronto au printemps 2010, le quatrième depuis le début de la crise financière, n'a délivré que peu de résultats tangibles dans le domaine de la réglementation financière, bien que ce fût là la partie la plus importante de l'agenda adopté depuis le début de ces rencontres. On se souvient qu'après le désastre de Lehman Brothers en septembre 2008, le mot d'ordre consistait à dire « qu'il fallait une réponse mondiale au problème mondial créé par la crise financière ». Les chefs d'État et de gouvernement avaient conclu qu'un renforcement des règles, leur harmonisation internationale et leur stricte application étaient indispensables pour assurer une meilleure stabilité de la sphère financière. Parmi les 47 points détaillés dans le communiqué du sommet de Washington en novembre 2008, pas moins de 38 étaient consacrés à des sujets financiers souvent très techniques.

Au printemps 2010, beaucoup de ces sujets paraissaient ensablés. Quelques traits ravivent le souvenir du sommet de Toronto : les négociations du Comité de Bâle sur la réglementation bancaire stagnaient, la date butoir pour la convergence des standards comptables (juin 2011) venait d'être repoussée *sine die* par la Securities and Exchange Commission (SEC), la scène médiatique était occupée par un désaccord manifeste sur la taxation des banques. Le communiqué publié à l'issue de la rencontre répétait un certain nombre d'engagements précédents - comment pouvait-il en être autrement ? -, mais

141

* Professeur de sciences économiques, directeur des études économiques, Institut français des relations internationales (Ifri).

il reconnaissait aussi pour la première fois que « chaque pays devait être libre d'examiner une gamme de solutions politiques ». Ce fut interprété comme un retour, contraire à l'ambition initiale, vers des solutions nationales.

Quelle différence en deux ans ! Lorsqu'ils s'étaient réunis à Washington, puis à Londres, les *leaders* faisaient face à des défis communs et pressants et ils réagirent avec succès. Aujourd'hui, comme l'a noté le président Sarkozy dans son discours dédié à la future présidence française en 2011, le G20 se trouve devant une bifurcation : soit il confirme sa vocation d'être un instrument de gestion de crise et se borne à répondre aux événements, soit il franchit un pas et se donne des objectifs plus ambitieux de coordination politique. Ce que l'on voit en tout cas clairement depuis deux ans, c'est que cette coordination ne peut pas consister en une convergence « pure et parfaite » des réglementations financières : *one size fits all*, en la matière, ne marche pas, et ce, pour des raisons respectables tenant à des intérêts fondamentaux des différentes nations. S'il faut faire preuve d'ambition pour réformer la sphère financière mondiale, il faut aussi savoir en formuler les objectifs de manière réaliste, en termes de « convergence praticable ». Ainsi conçu, le processus de re-réglementation financière en cours aux États-Unis comme en Europe permettra-t-il d'éviter la répétition d'un risque systémique comme celui que nous venons de traverser ? Délivrera-t-il ce résultat sans tomber dans l'excès ? Ou, au contraire, se réduira-t-il à un exercice complaisant ? Les réformes en cours de part et d'autre de l'Atlantique sont-elles suffisamment convergentes ?

142

DÉFAILLANCES DE MARCHÉ : QUEL EST LE PROBLÈME ?

La crise financière a clairement mis en évidence un certain nombre de défaillances de marché tenant aux produits, aux institutions, aux comportements, aux rémunérations, à la réglementation et à la supervision. Après deux ans de crise, on voit que le prix à payer est énorme pour les hommes, les finances publiques et l'économie. Il y a un réflexe répandu : « Plus jamais ça ! » Mais il n'est pas facile de se repérer dans le monde financier que l'on a sous les yeux après le naufrage. Quelques mots sur la compréhension de ce qui s'est produit ne sont pas inutiles avant d'aborder la question des réponses à apporter. Il y a heureusement une bonne convergence de vues de part et d'autre de l'Atlantique sur les origines de cette crise ; s'il fallait les résumer brièvement, on dirait trop de dettes, trop de levier. Comment en est-on arrivé là ?

Il y a des causes macroéconomiques : la politique monétaire a été

très lâche trop longtemps, les déséquilibres globaux ont éliminé tout sens de la discipline externe et favorisé l'accumulation sans réaction de montagnes de dettes. Il y a aussi des causes microéconomiques, l'innovation financière insuffisamment supervisée et encourageant des comportements à risques, ainsi que nombre de causes secondaires qui ont amplifié les mécanismes procycliques, les normes comptables, les agences de notation, des exigences de rentabilité démesurées, des rémunérations insensées constituant autant d'incitations dangereuses. Pour empêcher le retour d'un risque systémique de même nature, il faut donc naturellement agir sur tous les leviers. Mais comment réorganiser tous les ingrédients nécessaires à la stabilité financière, une meilleure politique monétaire, des mécanismes efficaces de régulation et de supervision, l'action sur les structures, les incitations et les comportements ?

Un point de départ commode, mais on verra qu'il ne mène pas très loin, c'est l'idée théorique de « défaillances des marchés » désormais largement reconnue : la déréglementation financière, tant vantée il y a peu, et la supervision « légère » font clairement partie des victimes directes de la crise. Les experts s'interrogent pour savoir ce qui, contrairement aux attentes, n'a pas été autocorrecteur dans le fonctionnement des marchés. En se posant ainsi la question, on voit rapidement que les réponses s'organisent selon deux grands axes. Certains n'y verront que des nuances analytiques, elles ont en réalité des conséquences importantes sur l'ampleur et la nature des politiques correctrices à mettre en œuvre.

Selon une première vision, la crise est une faillite de nature systémique : citons une conception inadéquate de la supervision financière, l'idéologie de l'autorégulation, l'introduction de trop de mécanismes procycliques nourrissant inévitablement une exubérance irrationnelle, très bénéfique pour certains, très coûteuse au moment du dénouement. La taille de l'industrie financière est allée au-delà de ce qui est utile à l'économie réelle, une finance plus modeste et plus resserrée serait dans l'intérêt d'une croissance stable et durable. L'avenir appartient à des réglementations strictes et à une supervision sans concessions appuyées sur des politiques macroéconomiques rigoureuses : la phase ascendante du cycle économique aura peut-être moins d'éclat, mais on y gagnera une plus grande stabilité à moyen terme.

D'autres, moins sensibles aux risques, considèrent la crise comme résultant d'une série d'erreurs de jugement amplifiées par les défaillances des autorités. Il est dans la nature humaine que les banques apprennent à faire le meilleur usage des règles et à les contourner lorsque c'est possible, elles l'ont fait avec profit, elles le feront ! S'attaquer aux points faibles de la nature humaine est un vaste programme qui peut

se révéler plus nuisible que bénéfique. Même bien intentionnée, la régulation a toujours des effets secondaires négatifs. Il y a de bonnes raisons de penser que malgré les accidents de parcours inévitables, l'expansion de la sphère financière reste un moteur puissant de la croissance économique à long terme. La prise de risques est la source ultime du progrès et ne doit surtout pas être découragée.

Ces attitudes ne sont pas seulement analytiques, certains seront peut-être tentés d'y voir l'effet de cultures différentes en Amérique et sur le continent européen. Quoi qu'il en soit, en se réunissant à Washington, puis à Londres, les *leaders* n'avaient pas le temps de peser de telles nuances, ils devaient agir vigoureusement, ils ont sonné l'heure de la re-régulation, ils ont donné l'image d'une étroite convergence de vues. Vingt-quatre mois plus tard, on voit la différence qui sépare un accord sur des principes et des objectifs généraux et la rédaction de règles et d'engagements précis.

L'ARBITRAGE ENTRE RISQUE ET RENDEMENT

On désigne usuellement par « réglementation financière » l'ensemble des dispositions publiques visant à assurer le bon fonctionnement de ce secteur. Une partie de ces obligations est, dans leur principe, similaire à ce qui existe dans d'autres industries : ce qui a trait à la protection des consommateurs, par exemple, à la conception des produits ou à la diffusion des informations pertinentes. Mais la finance présente aussi des caractéristiques différentes, elle a une tendance procyclique avérée, elle déclenche régulièrement des crises ; c'est cela que cherchent à atténuer les réglementations propres à cette industrie. Bref, réglementer en matière financière, c'est toujours établir une balance entre risque et rendement.

Contrairement à ce qui peut venir à l'esprit, on ne peut donc pas aborder la question de la convergence des réglementations à l'échelle internationale dans le même esprit que celui présidant, par exemple, aux accords commerciaux. En matière commerciale, le libre-échange est désirable et c'est un objectif poursuivi en tant que tel, sous réserve bien sûr de délais ou de restrictions circonstanciels (restrictions liées à la sécurité des produits alimentaires, par exemple). On ne peut pas résumer aussi simplement les choses en matière financière : bien sûr, l'innovation financière et la liberté de circulation des capitaux sont également désirables, sous réserve que l'on tombe d'accord sur l'arbitrage inévitable entre risque et rendement. La réalité inconfortable à laquelle nous faisons face, c'est qu'il n'existe pas de réglementation financière idéale, il faut choisir un point sur la courbe des possibles.

Jusqu'aux années 1970, la réglementation financière ne s'était

développée qu'au niveau national, caractéristique bien compréhensible à une époque dominée par les entraves aux mouvements de capitaux (il faut se souvenir que c'était une condition quasiment indispensable au bon fonctionnement des accords de Bretton Woods et au régime des changes fixes). Les premiers éléments de réglementation financière internationale sont intervenus en 1973 avec le Comité international des normes comptables et en 1974 avec le Comité de Bâle sur la supervision bancaire. La coordination des autorités de marché a commencé en 1983 avec la création de l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Les ministres des Finances et les banquiers centraux ont développé leur coopération au sein de différents forums, le G5 devenu G7, le G10 et finalement le G20 en 1999. Cette année-là, le Forum de stabilité financière (FSF) a été créé et le Fonds monétaire international (FMI) a mis en œuvre son programme d'évaluation des réglementations des États membres. Beaucoup a été fait en vingt ans, mais si l'on examine les résultats, on constate que cet activisme a été dramatiquement insuffisant pour détecter et prévenir le risque de crise financière globale. Faut-il en conclure que la réglementation financière internationale est toujours en retard d'une crise ?

Certains considèrent que la réglementation financière a aujourd'hui des fondations peu solides parce qu'elle n'est devenue que depuis peu un enjeu politique important. Ce n'est qu'une demi-vérité. Il est bien vrai que ces fondations sont fragiles. Mais quelle en est la cause ? Ce qui a été un enjeu politique central depuis deux décennies, c'est la déréglementation de la sphère financière. Faire reculer les réglementations existantes, voilà le programme qui s'est vu doté de fondations solides. Il a trouvé avec la théorie des marchés efficients un argument académique trop longtemps présenté comme incontestable. Et les enseignements en sont connus, ils nous ont été répétés à satiété : « l'innovation permet le transfert des risques à ceux qui sont les mieux à même de les porter » ; « une régulation légère est la mieux adaptée à un univers fonctionnant sous la stricte discipline des marchés » ; « l'allègement des ratios de capital se justifie pleinement grâce au perfectionnement des méthodes de mesure du risque ». Ce n'étaient pas des balivernes, mais bien le produit d'un effort conceptuel puissant, minutieusement transformé en une force idéologique et politique.

Que l'intervention gouvernementale soit nuisible, que la *fair market value* soit l'incarnation quantitative de la raison, que la titrisation permette la transmutation des risques, tout cela, qui éclaire évidemment un aspect des réalités économiques, n'est pas le résumé d'un savoir de nature scientifique, c'est devenu, grâce aux zélotes de

la déréglementation, une sorte de croyance religieuse et c'est l'héritage avec lequel il nous faut vivre. L'arbitrage entre risque et rendement a été grossièrement déplacé vers la minimisation des risques et la maximisation des rendements. Il est temps de revenir vers un autre équilibre. Mais lequel ? Les défaillances de marché sont bien reconnues, mais elles n'ont pas été travaillées, analysées, décortiquées depuis plus de deux décennies. Il n'est pas surprenant que les autorités politiques soient aujourd'hui mal outillées, elles ne peuvent que tâtonner. La théorie des marchés efficients a brillamment inspiré une vision homogène de la finance mondiale et guidé une politique qui servait cette dernière. Nous n'avons pas la théorie équivalente pour définir une politique qui sert l'intérêt général au moment où l'on s'engage dans une période de re-réglementation. Le monde financier dans lequel nous entrons est traversé d'inspirations, de présupposés et d'intérêts hétérogènes.

IL N'Y A PAS DE CONVERGENCE PURE ET PARFAITE DES RÉGLEMENTATIONS FINANCIÈRES

146

Il y a, selon les économistes, une situation où l'harmonisation internationale des politiques nationales (en matière douanière ou financière, par exemple) s'opère de manière (relativement) simple : c'est lorsqu'un pays en situation hégémonique est en mesure de surmonter les divergences et les attermolements. Après la crise des années 1930, les États-Unis ont exercé ce type de *leadership* d'une manière telle que les réglementations adoptées par l'administration Roosevelt (banques et marchés, obligations comptables, assurances des dépôts...) ont été plus ou moins transposées dans les autres pays. Par la suite, les États-Unis ont pris l'initiative de démanteler tout cela et ils ont agi pendant trente ans avec continuité pour étendre le champ des innovations financières, élargir l'horizon de la finance à la dimension de la planète et faire obstacle à toute proposition visant à réduire les dangers visibles de la procyclicité. Cette page est tournée non seulement parce que ce modèle économique a fait faillite, non parce que la crise a son origine aux États-Unis, mais plus fondamentalement parce que le monde devient multipolaire. Cela place la question de la coordination internationale des politiques publiques sur un terrain plus difficile.

Le terme de « multipolarité » est ambigu, il n'est pas sûr que sa signification soit consensuelle, mais au-delà de ces précautions, il capture évidemment quelque chose d'important. Le monde n'est plus le monde bipolaire de la guerre froide, ni celui, brièvement unipolaire, qui a suivi la chute du mur de Berlin. La création du G20 a précisément été célébrée parce qu'elle mettait les sommets mondiaux

en ligne avec les réalités géopolitiques de l'heure. Quelles implications cela a-t-il pour la sphère financière ? La géographie de la finance mondiale s'est construite selon un axe Londres/New York ; l'Allemagne et le Japon qui sont depuis longtemps devenus des superpuissances industrielles n'ont pas concurrencé - et d'ailleurs n'ont jamais cherché à concurrencer - la prééminence financière anglo-américaine. Cette prééminence persiste certainement, mais au sein d'un canevas se modifiant rapidement.

Premièrement, le centre de gravité de la finance mondiale se déplace vers l'est. La proportion des pays émergents parmi les 100 premières banques cotées a augmenté rapidement pour atteindre un tiers, ce qui reflète en particulier la montée en puissance des institutions financières chinoises. Une image similaire se dégage si l'on examine le poids relatif des grandes places financières mondiales parmi lesquelles Hong Kong, Singapour, Tokyo (en attendant Shanghai) s'élèvent en tête du classement. La combinaison du désendettement auquel doit se plier l'Occident et de l'accumulation de la richesse en Asie ne pourra que renforcer ces tendances. Il n'en découle certainement pas de manière mécanique un renforcement du poids de ces pays dans les négociations financières internationales, loin de là. Ils ne s'engagent sûrement pas dans la voie d'une réglementation « à l'occidentale », ils n'agissent qu'avec prudence et précaution en fonction de leurs objectifs et contraintes propres. Mais de tout cela ne ressort pas, contrairement à la formule de Tom Friedman, l'image d'un univers financier devenant plat.

En second lieu, l'Europe est à la recherche de son avenir financier. La nature même de l'espace financier européen ne rend pas l'exercice facile et a ralenti son homogénéisation. La création d'un marché financier unifié a depuis longtemps été reconnue comme un complément au marché unique, mais malgré la création de l'euro, l'action est restée timide du fait du poids des intérêts nationaux. Un observateur distingué des réalités financières européennes a récemment caractérisé l'Europe comme la combinaison d'un port, Londres, tourné vers l'océan, et d'un vaste arrière-pays. Sur le continent, la culture aussi bien que les structures financières sont très différentes de ce qu'elles sont à la City ou à Wall Street. L'Europe continentale n'a jamais complètement adhéré au dogme des marchés efficients autorégulateurs toujours considéré avec une certaine réticence. Certains n'auront pas oublié le fait que ce fut un ministre allemand qui qualifia les financiers de Wall Street de *locusts*. Face à la crise financière, l'Europe est apparue désarmée, mais avec la réaction du public, l'inaction cessait d'être une option. À la surprise générale, l'Europe devient un acteur financier à part entière.

L'EUROPE DANS UN MONDE FINANCIER MULTIPOLAIRE

Pour l'Union européenne, les nuages du printemps 2010 sont en train de s'éclaircir. Après des mois de délais dus aux querelles ayant accompagné l'installation de nouvelles institutions, d'un nouveau Parlement et d'une nouvelle commission, les uns et les autres ont finalement abouti en septembre 2010 à un accord (dont l'adoption définitive devrait avoir lieu d'ici à janvier 2011) qui donne à l'Europe financière un nouveau départ. C'est un nouvel exemple de la capacité des Européens à utiliser toute crise comme une opportunité. À côté de la création du Conseil du risque systémique (sur lequel on revient plus loin), le nouveau régime reposera sur trois nouvelles autorités de supervision : une pour les assurances (à Francfort), une pour les banques (à Londres) et une pour les marchés (à Paris). La création de ces trois autorités à partir des comités préexistants constitue un développement logique. La supervision au jour le jour reste dans les mains des autorités nationales. Quel sera le rôle des nouvelles agences ?

La différence principale, c'est que ces agences, contrairement aux comités antérieurs, sont des institutions européennes formelles, réunissant les 27 superviseurs nationaux et prenant leurs décisions à la majorité simple ou qualifiée (il est néanmoins probable que la recherche du consensus restera une règle de conduite habituelle). Ces agences auront des pouvoirs contraignants dans certaines circonstances, en particulier en situation « d'urgence », mais à la condition que ces décisions n'aient pas d'implication budgétaire. Leur taille sera initialement modeste (une centaine de personnes) et elles dépendront clairement dans leur travail de la contribution des autorités nationales. Tout cela constitue un pas en avant significatif et habile en direction d'un meilleur fonctionnement de l'industrie et des marchés financiers en Europe ; c'est aussi un glissement de pouvoir subtil en direction de Bruxelles. Un monde multipolaire est un monde où les pôles s'organisent.

Dans la phase précédente de la mondialisation, les institutions européennes travaillaient à l'international presque instinctivement sur la base de considérations libérales non sous l'influence britannique comme on le dit parfois, mais tout simplement parce que ces considérations étaient aussi le moteur même de l'intégration interne. La dynamique est en train de changer parce qu'à Bruxelles comme ailleurs, des objectifs politiques plus nombreux et plus diversifiés sont inclus dans le processus d'élaboration des décisions. Cela est particulièrement net à un moment où se produit une extension des pouvoirs du Parlement européen qui a précisément joué, pour cette réforme financière, un rôle qu'il n'avait pas joué dans des circonstances comparables dans le passé.

Ce nouveau comportement européen est très typique de ce qu'il faut désormais s'attendre à trouver dans la gestion (pour ne pas dire la gouvernance) de la mondialisation. Le G20 n'est pas l'expression d'une quelconque communauté politique mondiale. Après les sommets et leurs communiqués, les décisions sont prises à Washington, à Pékin ou ailleurs. La re-réglementation financière est finalement dans les mains des élus, dans des enceintes où « toute politique reste locale », où il faut toujours commencer par surmonter les réticences à appliquer des règles conçues ailleurs (« cela n'a pas été inventé ici ») et à déléguer des pouvoirs à des instances supranationales. L'industrie financière est loin d'être homogène ; ses structures, sa culture et ses intérêts sont très différents d'un pays à l'autre. Discuter de réforme financière, c'est se situer à l'intersection entre deux courants : la pression des électeurs et les intérêts de l'industrie. Quels que soient les efforts des gouvernements, des banques centrales et des régulateurs, il ne peut pas en résulter une harmonisation idéale des réglementations. Si l'on veut significativement encadrer l'avenir de la finance mondiale pour éviter que se répète le type de risques systémiques que l'on vient de traverser, il faut se donner comme ambition une convergence praticable. Le sommet du G20 qui se réunit à Séoul en novembre 2010 en a deux exemples tangibles sur la table.

UN SYSTÈME BANCAIRE PLUS SOLIDE

La crise a clairement démontré combien il était important de renforcer la solidité du système bancaire en appliquant des règles plus strictes en matière de capital et de liquidité. Après de longues consultations, le Comité de Bâle a finalement délivré en temps et en heure un projet de réformes. Il prévoit de rehausser le niveau et la qualité des fonds propres pour les institutions de crédit et décrit un cadre pour la gestion du risque de liquidité. Les principaux éléments du projet, qui sera formellement adopté à Séoul, sont :

- améliorer la qualité du capital composant en particulier le tier 1 et accroître la capacité des banques à absorber des pertes éventuelles ;
- appliquer un ratio de dette indépendant de la mesure du risque pour compléter les instruments de Bâle II et tempérer directement la croissance excessive du bilan ;
- introduire une série de mesures comme le provisionnement dynamique qui atténue le caractère procyclique de la dynamique financière.

Tout cela est-il à la hauteur des défis ?

Les consultations menées sur la base d'avant-projets ont donné lieu à de vifs débats. L'industrie a de manière générale salué des intentions louables et dénoncé un excès de prudence qui aurait des conséquences négatives sur la distribution du crédit et la croissance. Cet argument

en défense de l'industrie bancaire ne peut manquer d'être reçu avec une certaine suspicion parce qu'il répète un mot d'ordre trop naïvement accepté dans le passé : « rendre le crédit plus accessible » ; ce fut de manière répétée le ressort de la rhétorique aboutissant à relâcher toutes les contraintes, en particulier le ratio de capital, et à produire l'excès de dettes à l'origine même de la crise. C'est en bref ce qui a servi à justifier l'idée qu'une croissance sans bornes de l'industrie financière était tout simplement indispensable à la croissance future de l'économie mondiale.

Cette question a pourtant été examinée avec le plus grand soin parce que l'on voit bien que dans une conjoncture hésitante, le crédit bancaire aux PME et aux ménages est un moteur indispensable de la reprise. De nombreuses études quantitatives ont été menées, elles n'ont naturellement pas abouti à un consensus. Mais il semble raisonnable de conclure pour un observateur désintéressé que les effets des mesures proposées sur les taux seraient modérés (1/4 %) ; l'impact sur la croissance serait limité et compensé par une plus grande stabilité à moyen terme. Enfin, le délai de mise en œuvre a été étendu jusqu'en 2019, une période de temps extraordinairement longue, et souvent critiquée à ce titre, pour la période de transition. Au total, le projet du Comité de Bâle est un compromis sensé, il offre des éléments de sécurité renforcés sans être exagérément restrictifs. Il y a néanmoins deux éléments troublants dans le dispositif.

En premier lieu, se trouve la portée de l'argument en faveur de ratios de capital plus élevés. Ce sont des composantes nécessaires, mais certainement pas suffisantes pour prévenir de futures crises bancaires. On en a d'ailleurs eu la démonstration dans le cas des cinq plus grandes institutions financières américaines qui ont fait faillite ou ont été contraintes à des regroupements forcés sous la tutelle gouvernementale (Bear Sterns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Wachovia et Washington Mutual) : chacune avait à l'époque de ces difficultés un ratio de capital allant de 12 % à 16 % ; non seulement elles respectaient les minima requis, mais elles pouvaient être considérées comme « bien capitalisées ». La conclusion simple, c'est que la solidité d'une banque dépend évidemment de la configuration de son bilan, mais que la stabilité du système ne dépend pas seulement de la solidité de ses banques (on y revient plus loin).

Un autre aspect qui n'a peut-être pas suffisamment retenu l'attention, c'est que Bâle III, comme son prédécesseur, repose sur l'utilisation par les grandes institutions bancaires de leurs propres modèles d'évaluation du risque pour déterminer les besoins en capital. Il y a deux arguments pour justifier cette position : le premier qui est fragile, le second qui est terriblement fragile. D'abord, dit-on, « les banques sont,

plus que les superviseurs, capables de dédier des ressources suffisantes et adaptées pour développer les méthodes sophistiquées qui sont nécessaires ». C'est vrai. Mais à quel coût pour la qualité de la supervision ? Deuxièmement, « les banques ont de fortes incitations à bien conduire ces exercices ». Nous savons maintenant d'expérience que cette hypothèse est tout simplement fautive, en particulier dans les institutions ou dans les conjonctures où, pour une raison quelconque, la perception du risque s'estompe progressivement. On peut à ce propos évoquer un moment curieux lors d'un témoignage d'Alan Greenspan au Sénat, où il avoua « avoir été surpris que les banques aient si peu pris soin de leurs propres intérêts ». Bref, on peut admettre que les méthodes de mesure du risque ont fait des progrès et que les banques ne sont pas encore prêtes à refaire les mêmes erreurs que par le passé, mais il y a bien plus de raisons de penser que les risques et les vices du système n'ont été que partiellement, et sans doute provisoirement, corrigés. Quoiqu'il en soit, le Comité de Bâle a conclu que les bénéfices étaient supérieurs aux coûts et surtout qu'il n'y avait pas de meilleure solution.

Les travaux du Comité de Bâle ont abouti dans un délai raisonnable à un accord complexe ; c'est bon signe pour ces travaux futurs (cf. *infra*). Le compromis, avec les limites que l'on vient d'analyser, fournit les règles d'une concurrence internationale équitable, même si certains pays (États-Unis, Suisse), en fonction de déterminants structurels et politiques qui leur sont propres, estiment ces précautions insuffisantes et envisagent de les durcir. Certains sont tentés de voir dans ces manœuvres la preuve que les efforts d'harmonisation ne peuvent conduire qu'à des standards internationaux trop faibles. C'est une conclusion inutilement cynique. Elle repose sur l'erreur de jugement consistant à croire possible une convergence parfaite sur quelques ratios, alors que bien d'autres paramètres doivent être pris en compte. Il est surtout piquant de voir aujourd'hui les observateurs dénoncer outre-Atlantique la permanence d'un capitalisme financier sauvage en Europe ! Comme on le sait, le Congrès des États-Unis va maintenant suivre sa voie et l'adoption de tout accord de Bâle, même s'il a reçu l'aval du président, reste à Washington une question ouverte jusqu'au jour où la loi sera signée. En l'état, le projet Bâle III reste finalement le meilleur exemple de ce que l'on peut appeler une convergence internationale praticable en matière financière.

LA PRÉVENTION DU RISQUE SYSTÉMIQUE

La crise financière a démontré que des banques solides constituaient une condition nécessaire, mais non suffisante pour la stabilité du système financier dans son ensemble. Les interconnexions profondes

et complexes entre toutes les institutions financières sont à l'origine d'un risque de nature systémique. La clé pour en prévenir la répétition est d'identifier et de corriger suffisamment tôt les faiblesses qui par accumulation incontrôlée mettraient à terme en péril cette stabilité. Il est facile de se remémorer une série de situations depuis la crise mexicaine, les *savings and loans*, la bulle Internet avant celle du crédit immobilier, où un tel processus aurait été plus que désirable. Ce constat d'impuissance répétée n'incite pas à l'optimisme. En sera-t-il différemment cette fois ? Au risque de paraître excessivement naïfs, nous pensons que la réponse courte est, cette fois, positive. La capacité de diagnostic et de recommandations se met en place. Il s'agit, pour être simple, d'un processus continu de collecte d'informations, d'analyse technique mêlant approches micro et macrofinancières et enfin de jugement sur l'ensemble de ce bilan.

Des solutions sont mises en place de part et d'autre de l'Atlantique et l'on doit pour le moment faire crédit aux réformes créant une nouvelle institution pour faire face à la nature unique de ces risques : le Conseil du risque systémique américain et européen. Tous deux sont composés de hauts fonctionnaires, de banquiers centraux et de membres des autorités prudentielles. La présidence est tenue en Europe par la Banque centrale européenne (BCE) et aux États-Unis par le Trésor. Un débat s'est ouvert pour déterminer la solution la plus sûre et la plus efficace. Dans les deux cas, les membres de ces Conseils sont en charge de responsabilités distinctes, ils peuvent avoir une conception différente de la manière de remplir la tâche qui leur est confiée - on retrouve inévitablement l'arbitrage entre risque et rendement -, ils pourront être exposés à des influences privées ou à des politiques différentes ; c'est la nature même de l'exercice qui le veut et il pourra, dans une situation concrète, être difficile d'aboutir au consensus. Les détracteurs des solutions européennes ont mis en avant le fait que le Conseil américain était entièrement composé de fonctionnaires fédéraux, ce qui leur paraît un gage d'efficacité parce que, une fois le consensus atteint, chaque agence a ensuite le pouvoir d'agir dans son domaine. Exact, à condition que ce consensus soit atteint. Mais la vraie question, évidemment, sera celle de la volonté politique pour agir préventivement. Or le bilan de l'administration américaine est à cet égard singulièrement peu probant. Non seulement elle n'a tiré aucun enseignement des épisodes précédents, *savings and loans*, bulle Internet, mais elle est restée obstinément sourde aux mises en garde exprimées au moment de la montée des risques immobiliers. Et ce, pour une raison simple, fréquemment exposée par Alan Greenspan lui-même : « On ne fait pas exploser préventivement une bulle qui apporte tant de richesse, on en corrige les excès *post festum*. » Le Conseil européen,

par comparaison et un peu par dérision, est accusé de n'exercer qu'un pouvoir de conviction. C'est excessif car sa capacité d'action n'est pas nulle même si elle est inférieure à celle de son homologue américain, mais surtout, le Conseil est présidé par la BCE et c'est le point important parce que celle-ci a effectivement démontré à la fois son pouvoir et son indépendance.

En bref, les distinctions techniques entre les solutions américaine et européenne ne sont que de second ordre, les deux Conseils constituent des solutions réalistes pour pister et prévenir l'accumulation d'excès financiers. L'expérience suggère aussi que la coopération entre les deux instances sera bonne et qu'elles sauront, de même que les banques centrales à l'automne 2007, préparer des réponses adaptées dans le cas de turbulences financières « standard ». La relation pourrait être moins simple en cas de troubles financiers plus sérieux, précisément du type de ceux que nous venons de traverser, une nouvelle crise bancaire majeure, une grave crise de la dette souveraine ou un mélange des deux. Le cas pourrait d'ailleurs se présenter plus vite qu'on ne le pense, l'expérience du printemps 2010 l'a démontré et cela pourrait rebondir si se confirmaient des divergences d'appréciation sur l'opportunité d'un nouveau soutien monétaire massif (*quantitative easing II*) dont on pressent bien qu'il a quelque chose à voir, à l'automne 2010, avec de nouvelles démonstrations d'exubérance irrationnelle. Dans une situation de ce type, où le jugement des deux Conseils ne convergerait pas spontanément, le sujet pourrait naturellement être élevé au niveau du G20, mais avec les difficultés politiques qui en découlent et que l'on a déjà vues à l'œuvre au moment du débat sur l'ampleur des plans de soutien budgétaire (printemps et automne 2009). On a alors vu confirmer le constat ancien suivant lequel il n'existait pas de méthode connue pour pousser à la convergence internationale des politiques macroéconomiques et surmonter les divergences d'appréciation sur les priorités concernant l'usage des instruments budgétaires et monétaires.

Au total, nous venons d'établir que les chefs d'État, lorsqu'ils se réuniront à Séoul en novembre 2010, auront sur la table les premiers résultats des initiatives prises à Washington deux ans plus tôt et donnant la preuve tangible d'une convergence praticable en matière de re-régulation financière. Est-ce une raison suffisante d'optimisme pour l'avenir ? Ou bien ces résultats encore partiels laissent-ils présager des défis plus difficiles pour 2011 ? Nous explorons maintenant deux de ces dossiers.

UNE INDUSTRIE FINANCIÈRE PLUS SÛRE ?

Les règles prévues par Bâle III sont loin de couvrir l'ensemble de l'industrie financière et il existe bien d'autres vulnérabilités de nature

systémique, au premier rang desquelles la question des institutions *too big to fail*. On a vu aux États-Unis plusieurs de ces institutions se trouver en situation d'insolvabilité menaçant la survie de l'ensemble du système. L'intervention de l'État était nécessaire, mais les outils appropriés pour faire face étaient défectueux. Il a fallu que les autorités apportent des prêts massifs pour organiser le sauvetage, étendre les interventions de la Federal Reserve bien au-delà de tout ce qui était jusque-là concevable et recapitaliser ces institutions avec des fonds engagés par le contribuable. En Europe, des difficultés similaires ont été rencontrées au Royaume-Uni et en Irlande ; sur le continent, certaines banques ont subi de lourdes pertes, mais sans le même enjeu systémique. Dans tous les cas, les réticences politiques pour engager ces sauvetages ont été fortes au Congrès à l'automne 2008, en Europe au moment de la crise des dettes souveraines du printemps 2010 puisqu'elle présente des points de similitude à cet égard.

La question posée par les institutions financières systématiquement importantes (ou SIFI - *systemically important financial institutions*) est véritablement au cœur de la finance moderne. Ces institutions ont grossi d'une manière qui les place carrément en dehors de la logique capitaliste dans ce qu'elle a de pur et dur : récompenser le succès par le profit, l'échec par la faillite. Il ne peut pas y avoir de bon fonctionnement d'une économie de marché si un sous-ensemble des acteurs est capable de se soustraire à cette discipline commune. Des solutions sont en cours d'examen, un rapport est en voie d'achèvement à Bâle et doit être également soumis aux *leaders* à Séoul. Le hasard moral créé par le sauvetage précédent étant désormais totalement intégré dans les stratégies des SIFI, quelles solutions adopter dès lors que le relèvement des ratios de capital a toutes les apparences d'une protection insuffisante ?

La première condition est d'être sûr que les autorités ont un pouvoir de résolution qui permet d'envisager des solutions alternatives au sauvetage budgétaire. Cette autorité, dont le Trésor américain ne disposait pas, fait maintenant partie de la loi Dodd-Frank. Ensuite, la partie sensible du dispositif consiste à mettre en place une procédure qui concoure à la discipline de marché : punir l'échec, ce doit être punir ceux qui y ont contribué de manière active ou par aveuglement, les actionnaires en premier lieu, le management, mais aussi les créanciers trop peu précautionneux. La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) entend proposer une démarche de ce type. Solution élégante sur le papier, mais qui se heurte à l'obstacle énorme que représente son application à des entités multinationales. Tout conduit à craindre que les régulateurs nationaux en charge de cette procédure seraient soumis à d'énormes pressions pour préserver les immenses intérêts nationaux

en jeu (cf. les réactions britanniques face à la déconfiture des banques islandaises). Beaucoup pensent qu'un régime d'insolvabilité à l'échelle internationale exigerait un traité délimitant le champ d'action de chaque juridiction en situation de crise, y compris pour agir, le cas échéant, au détriment d'intérêts nationaux ; autant dire que l'on n'en est pas là. D'autres idées circulent en Europe où l'on considère que le fait de se contraindre à liquider une institution défaillante peut être une erreur résultant d'un jeu politique trop sensible à l'attente pressante des électeurs comme le fait la loi Dodd-Frank. Une solution alternative consisterait à forcer les crédeurs à transformer en cas de nécessité leurs créances en fonds propres. Solution elle aussi élégante, mais qui rendrait la dette bancaire évidemment moins attractive pour les investisseurs ne désirant précisément pas être exposés à ce risque.

La façon dont a été gérée la crise financière a évité le cataclysme en chaîne qui avait provoqué une contraction dramatique de l'activité bancaire dans les années 1930, mais les solutions adoptées ont l'immense inconvénient d'avoir énormément étendu le champ du hasard moral dans le comportement des grandes institutions financières. L'élaboration d'une procédure internationale contraignante ne semble pas à portée de mains et certains concluent qu'en l'absence de mécanismes de résolution transfrontières, il n'existe pas de solution au problème des institutions *too big to fail*. D'un autre côté, ne rien faire vis-à-vis des SIFI serait certainement la recette la plus sûre pour préparer la prochaine crise. Il est douteux que les opinions publiques tolèrent l'inaction. La solution réaliste est de définir à Bâle un menu à la fois cohérent et diversifié qui permet d'élaborer de part et d'autre de l'Atlantique des solutions compatibles. La tâche est clairement plus difficile que pour fixer les ratios de Bâle III et le succès n'est pas encore assuré. Si l'on devait en arriver à ce constat, il faudrait peut-être en revenir au jugement du gouverneur de la Banque d'Angleterre : « Des institutions *too big to fail*, ce sont simplement des institutions *too big*. »

À côté des institutions, le fonctionnement des marchés peut lui aussi être une source de risque systémique. On en a clairement eu la démonstration dans la marche vers l'abîme lorsque le manque de transparence desdits marchés, en particulier des CDS (*credit default swaps*), a conduit à des erreurs grossières de jugement sur le risque qui s'est ainsi trouvé durablement et massivement sous-tarifé. Les efforts pour améliorer le fonctionnement de ces marchés consistent à les rendre plus transparents, pour avoir une meilleure définition des prix, et à réduire le risque de contrepartie, pour favoriser la souplesse de fonctionnement. Un consensus s'est dégagé pour migrer les

opérations OTC (*over-the-counter*) vers des marchés organisés. Lorsque de tels mécanismes de *clearing* existaient dès avant la crise, on a vérifié que les flux n'avaient pas été brutalement gelés et que la solution locale de défauts éventuels évitait les effets de propagation. Là aussi, la réponse que l'on cherche à mettre en œuvre doit rechercher un bon équilibre de sorte que les bénéficiaires du *clearing* multilatéral n'aient pas pour contrepartie une concentration de risques opérationnels excessifs dans les institutions qui en ont la charge et dont la taille pourrait à son tour croître de manière exagérée.

Le futur de la titrisation dépendra crucialement des réglages qui seront opérés. De nouvelles réglementations ont déjà et vont encore contraindre l'élaboration de produits dérivés particulièrement sophistiqués. C'est voulu, un retour en arrière par rapport à des pratiques extrêmes ne devrait pas handicaper la croissance future. Tout ce qui contribue à créer un environnement plus sûr pour les investisseurs de long terme (assureurs-vie, fonds de pension) va dans la bonne direction en les rassurant sur le fait que les abus passés ne se reproduiront plus. On en revient ainsi, en partie, à une vision plus traditionnelle de l'offre de crédit dans laquelle l'originateur du crédit en conserve une part assez substantielle dans ses livres. Cela est certainement bon pour une meilleure appréciation du risque, mais d'autres y verront une menace sur la rentabilité de ces opérations. Poussées trop loin, ces précautions pourraient fort bien amener les originateurs à réduire l'offre de crédit et, par conséquent, l'utilité de la titrisation. On se trouve à nouveau face à un arbitrage du type de ceux évoqués au début de l'article. Les régulateurs devront choisir où placer les curseurs et si des divergences transatlantiques devaient naître, il est assez clair que l'expérience récente n'inviterait pas à chercher une convergence internationale à tout prix. Sur ce point, un monde financier plus sûr est un monde où il est sage de suivre le chemin de la prudence.

Si les *leaders* peuvent célébrer de vrais progrès en matière de réglementation financière internationale, ils devront aussi constater que d'autres sources très importantes d'instabilité systémique demeurent. Il leur reviendra de donner une nouvelle impulsion aux efforts de leurs régulateurs pour traiter les questions des SIFI et de la titrisation.

L'INTÉGRATION FINANCIÈRE MONDIALE ET LA PRÉVENTION DES CRISES

La logique intrinsèque des marchés financiers est de poursuivre aussi loin que possible leur intégration globale. Il y a une conséquence paradoxale aux efforts de re-réglementation des banques puisqu'on peut en attendre de nouvelles opportunités pour les marchés et les

opérateurs non bancaires, là où peuvent donc s'accumuler les risques préparant la prochaine crise. En effet, les crédits les plus risqués auront tendance à échapper aux circuits bancaires. Les intermédiaires financiers non bancaires (banques d'investissement, *hedge funds*, *private equity*...) vont demander avec force, comme ils l'avaient fait dans la décennie précédente pour contourner Bâle II, une plus grande liberté d'action. Mais ces institutions financières ont en commun avec l'activité bancaire traditionnelle les risques que recèlent des effets de levier excessifs et une mauvaise gestion actif-passif. « L'intégration financière mondiale », désirable dans son principe, peut aussi constituer un mot d'ordre poussant à contourner les règles nouvelles imposées au secteur bancaire proprement dit. Vouloir toujours approfondir l'intégration financière mondiale peut entrer en contradiction avec la prévention de crises futures. Comment la réglementation répondra-t-elle à cet autre défi ?

Le secteur financier non bancaire poursuivra son *lobbying* pour faire valoir que la plus grande liberté est la meilleure contribution possible à la croissance mondiale et expliquer que sa façon de gérer les risques est acceptable dès lors qu'elle n'interfère pas avec un système bancaire soigneusement protégé. L'expérience suggère qu'il n'existe pas de telles cloisons étanches entre les différents sous-ensembles de l'industrie financière. Le risque de contamination est l'un des enseignements les plus fondamentaux que l'on doit tirer de l'expérience récente. On comprend mal comment il serait possible d'éviter le développement d'un nouveau *shadow banking system*, opérant à l'abri de la supervision et concentrant les risques de manière opaque sans que l'on puisse une nouvelle fois constater qu'ils aboutissent finalement chez les acteurs « les mieux à même de les porter ». Un proverbe américain dit : « *Fooled once, your fault, fooled twice, mine.* » Les non-banques doivent, comme cela était commenté haut et fort au moment de la crise, faire l'objet de réglementation et de supervision comparables dans leur essence à celles imposées aux banques. Une question très délicate en découle puisqu'il faut alors savoir si et à quelles conditions ces institutions peuvent être aussi éligibles à certains types de soutien public (comme la protection des dépôts) et avoir accès, le cas échéant, à la liquidité de la banque centrale (comme les institutions de Wall Street au moment où elles se transformèrent subitement en holdings bancaires). La réponse à toutes ces questions dépend encore plus crucialement que celles discutées dans les paragraphes précédents de la structure de l'industrie. On le voit clairement dans les débats concernant les banques d'investissement et de marché.

Contrairement à l'activité bancaire traditionnelle, l'activité des non-banques est très internationale par nature et très intégrée et elle tire, plus que les autres, profit de règles uniformes. D'un autre côté, la

structure de ce secteur est, plus que dans la banque commerciale qui est partout à peu près la même, étroitement dépendante d'une histoire nationale et des politiques qui ont formé le cadre dans lequel il opère. Aux États-Unis, le Glass-Steagall Act est le contrecoup politique d'un désastre attribué par les électeurs à la rapacité de Wall Street ; la séparation de la banque de détail a été après 1929 le message adressé aux déposants par les élus. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, ce thème a connu un retour de fortune très naturel avec ce que l'on appelle la règle de Volcker. Cette proposition a été accueillie avec scepticisme en Europe continentale où la structure de l'industrie est organisée autour du concept de banque universelle. Ce faisant, l'Europe est couramment jugée timorée dans la remise en ordre du secteur financier et accusée d'arrière-pensées mercantilistes dans la défense de ses champions nationaux. Il est facile de voir combien ces thèmes développés dans la presse financière anglo-américaine sont biaisés. L'expérience a démontré que la séparation de la banque de détail n'offre qu'une protection bien tenue contre le risque systémique : l'activité des banques de marché et le développement du *shadow banking system* ont exercé des forces bien suffisantes pour entraîner l'ensemble du système dans la crise. Il faut même aller plus loin : on peut raisonnablement soutenir que la séparation de la banque d'investissement est contre-productive en termes de sécurité systémique parce que les institutions concernées ne sont dès lors supervisées que par une autorité de marché comme la SEC. Ce contrôle s'est révélé radicalement inadéquat non seulement parce que la SEC était constamment sous-dimensionnée pour remplir ses tâches (l'affaire Madoff n'a été à cet égard que la cerise sur le gâteau), mais plus fondamentalement parce qu'il n'est pas prudent de confier la supervision d'institutions financières complexes à des autorités de marché. La SEC, ou toute autre autorité de marché, a été créée pour superviser l'appel à l'épargne publique, l'émission d'actions ou de titres de dette par Boeing, General Motors ou Wall-Mart. On conviendra aisément que c'est un métier différent de suivre et d'apprécier la réalité des comptes de Bear Sterns ou Goldman Sachs. Il y a finalement dans ce dossier un élément d'ironie dans le fait que les banques américaines d'investissement et de marché qui survivent aujourd'hui doivent leur salut à leur transformation en holdings bancaires et au sauvetage opéré par les autorités monétaires. Il est bien audacieux dans ce contexte de prétendre que ce sont leurs concurrentes européennes, logées au sein de banques universelles, qui bénéficient d'un avantage concurrentiel indu. C'est l'inverse qui est vrai : sans le sauvetage organisé par Washington, Wall Street aurait été réduit à néant et serait prêt pour un nouveau départ, *from scratches*.

La re-régulation de l'industrie financière non bancaire, finalement, est bien un enjeu central pour prévenir le risque systémique. Peut-être y a-t-il moyen, sur ce sujet comme sur d'autres, d'élaborer des solutions respectueuses des structures et des cultures financières différentes de part et d'autre de l'Atlantique ; il faut toujours chercher la voie d'une convergence praticable. Mais la manière dont ce débat a été amorcé est peu prometteuse et ce serait un danger de le voir réduit à une alternative caricaturale. On comprend bien pourquoi le corps politique américain est poussé par son électorat à réactiver, sous une forme ou sous une autre, le Glass-Steagall Act, mais on peut aisément comprendre pourquoi cette orientation n'a que peu d'attrait en Europe continentale. Si ce débat devenait un enjeu posé abstraitement dans ces termes, mieux vaudrait reconnaître que la convergence n'est pas un objectif à poursuivre à tout prix.

La matière première de l'industrie financière, c'est l'information. Il y a beaucoup à faire pour améliorer celle-ci, la rendre plus homogène, plus transparente et moins coûteuse. Le G20 peut à ce titre se saisir d'un certain nombre de dossiers. Par exemple, en matière de communication sur les risques, des leçons peuvent être tirées des stress tests pratiqués aux États-Unis après Lehman Brothers et en Europe après la crise grecque. De tels exercices pourraient être intégrés dans des cadres cohérents utiles pour évaluer sur une base homogène la situation des banques dans le monde. Un autre domaine concerne les agences de notation. Il est facile de les accabler du fait de leurs performances récentes médiocres, mais les responsabilités de ces échecs sont nombreuses et l'on considère souvent que l'on attendait trop de ces notes. Les autorités publiques ont le devoir de créer un cadre où l'activité de ces agences serait plus sûre, mais où le jugement des investisseurs serait moins mécaniquement dépendant de la notation. Une troisième observation concerne les firmes d'audit qui, curieusement, sont restées récemment en dehors de l'attention publique bien que la loi Sarbanes-Oxley ait, il y a quelques années, montré la sensibilité du sujet en introduisant une dimension extraterritoriale aux dispositions américaines ; c'est aussi un domaine où l'idée d'une meilleure convergence des pratiques fait sens. Tout cela dit, on sait qu'il y a en matière d'informations financières un sujet plus épineux que d'autres, celui des normes comptables. Il n'y a pas de sujet plus provocant lorsqu'on pense au thème de la procyclicité, qui a si manifestement joué un rôle central dans l'accumulation du risque systémique. La reconnaissance prématurée comme profits de plus-values non réalisées peut être considérée comme la matrice de tous les débordements. Il n'y a pas de sujet sur lequel la candeur intellectuelle des régulateurs a été aussi systématiquement pervertie par un idéal de rigueur déplacé.

Il n'y a pas d'exemple où l'organe de normalisation a été plus systématiquement capturé par l'industrie. Tirant les leçons de l'expérience, le sommet de Londres avait demandé aux deux normalisateurs, l'IASB (International Accounting Standards Board) et le FASB (Financial Accounting Standards Board), de procéder à la convergence de leurs standards avant juin 2011. Cette date a été repoussée *sine die* par l'IASB. Malgré ce revers, il ne faut pas perdre espoir de voir là aussi se dégager un compromis réaliste. Après tout, il n'y a pas que les banques d'investissement qui sont intéressées à la convergence des normes comptables ! Les entreprises de l'économie réelle ont un immense intérêt pratique à n'utiliser qu'un seul standard, elles ne sont guère parties prenantes au débat sur la *full fair value* qui n'intéresse qu'une catégorie d'acteurs, celle pour lesquels la valeur de l'entreprise se réduit de manière exclusive à sa valeur à la casse, les banques d'investissement. Le fait que les deux organes normalisateurs aient vu récemment arriver à leur tête une nouvelle génération est un élément positif pour sortir des querelles anciennes. Le président-élu de l'IASB, ancien ministre des Finances hollandais, s'est immédiatement déclaré confiant que rien n'annonçait que les deux normalisateurs devraient emprunter des voies divergentes. À l'inverse, le constat bien établi en Europe des dangers de procyclicité que recèle la *full fair market value* oblige à reconnaître à nouveau que la convergence est un objectif désirable aussi longtemps que le contenu et la qualité des standards ont bien pour effet de contribuer à la transparence et à la stabilité, pas aux fluctuations erratiques et à la volatilité.

160

Deux ans après le sommet de Washington, la re-régulation financière internationale n'est pas allée aussi loin que l'imaginaient ceux qui avaient été frappés par les ambitions sans précédent que s'étaient données les chefs d'État dans leur communiqué. Le danger souvent évoqué par la suite d'une surréaction ne s'est manifestement pas concrétisé. Aujourd'hui, les banques d'investissement et les banques d'affaires sont de retour au sommet de la hiérarchie financière mondiale. A-t-on laissé passer la chance de rendre le système financier international plus sûr, plus stable ? Ce serait une conclusion prématurée. Les gouvernements et les régulateurs ont commencé à mettre en place une partie des dispositifs qui, s'ils avaient été à l'œuvre il y a douze ans, auraient certainement permis de prévenir ou en tout cas d'atténuer l'emballement que l'on a connu et la crise qui en a été le résultat. Les engagements pris par le premier sommet du G20 ont eu, dans une période de temps assez courte, les effets que l'on pouvait espérer compte tenu des obstacles qu'il faut surmonter dans un monde financier

multipolaire et hétérogène. Cela dit, beaucoup des mécanismes qui ont contribué à l'accumulation des dangers sont toujours là et les futurs sommets ne peuvent se satisfaire des résultats engrangés. Il est naturel que la re-régulation procède étape par étape. Ce qui a été fait représente un facteur d'espoir pour l'avenir, mais le G20 ne peut s'en tenir là. Il doit donner un nouvel élan pour traiter un certain nombre de sujets sensibles : titrisation, *too big to fail*, institutions financières non bancaires, normes comptables... Le G20, s'il ne se limite pas désormais à un instrument de gestion de crise, doit pousser la convergence sur ces sujets aussi loin que cela s'avérera praticable. Mais les obstacles à venir étant plus sérieux que ceux déjà surmontés, il faudra faire preuve d'une volonté politique renouvelée.

Cet article a été finalisé le 19 octobre 2010.

