

## JOHN LIPSKY

Distinguished Visiting Scholar, International Economics Program, The Paul H. Nitze School of Advanced International Studies

Il est judicieux de se rappeler que la première réaction institutionnelle à la crise financière mondiale a été la création du G20. Lors de son tout premier sommet, en novembre 2008, quatre objectifs principaux ont été définis : 1) restaurer la croissance mondiale ; 2) rénover et réformer le système financier international ; 3) empêcher les nouveaux protectionnismes et s'efforcer de libéraliser plus avant les échanges ; et 4) réformer les institutions financières internationales.

L'objectif global de rénovation et de réforme du secteur financier s'articule autour de quatre thématiques principales. Il est en général question de régulation financière. Néanmoins, si les objectifs du G20 en termes de rénovation du système financier englobaient des réformes réglementaires, ils ne prévoyaient pas seulement l'élaboration de nouvelles « règles » mais aussi la réforme du périmètre de régulation. De fait, l'un des problèmes principaux mis en lumière par la crise n'a pas tant été les détails de la régulation, mais le fait que nombre d'institutions importantes au sein du système se maintenaient hors du cadre réglementaire. En outre, les règles en matière de capitaux avaient besoin d'être renforcées afin de régler le problème illustré par la crise : le système dans son ensemble opérait avec des capitaux insuffisants pour couvrir les risques encourus.

Outre ces questions de régulation, des questions portaient sur la qualité de la supervision du secteur financier. De fait, le FMI a conclu qu'une supervision insuffisante contribuait autant à la crise que les problèmes de régulation. Les objectifs de la réforme du G20 impliquaient également la question du « trop gros pour faillir » – en d'autres termes, le manque d'un mécanisme efficace de résolution, notamment pour les institutions opérant dans des juridictions multiples. Quatrième axe de la réforme du secteur financier, le besoin d'une meilleure évaluation – c'est-à-dire, s'assurer que les réformes décidées sont effectivement mises en œuvre. Sans surprise, cette dimension est souvent négligée. Associée à ces quatre axes de réforme du secteur – mais différente en termes d'outils politiques – l'intention était de développer des mesures réglementaires macroprudentielles plus efficaces.

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Indéniablement, des progrès considérables ont été réalisés – probablement plus que ce que la plupart des participants avaient anticipé, et plus que ce qui est généralement reconnu. Dans le domaine de l'adéquation des fonds propres, des gros progrès ont été réalisés sur la définition et les volumes de capitaux à respecter, notamment avec l'Accord Basel III qui s'applique aux banques. Les limites du risque d'illiquidité ont été clarifiées pour les banques et des normes ont été définies et appliquées. Un accord porte en outre sur la réforme des structures de rémunération.

Dans un même temps, un accord a été atteint sur la normalisation des contrats dérivés et sur la création de chambres de compensation centrale pour échanger ces dérivés. Des réformes structurelles concernant les institutions financières ont été proposées – parfois validées – y compris la règle Volcker (États-Unis), la règle Vickers (pour le Royaume-Uni), les propositions Liikanen (Union européenne), etc. On observe en outre une avancée positive pour réduire l'effet de levier. Néanmoins, ces réformes structurelles sont de nature nationale ou régionale et ne sont pas nécessairement cohérentes. Les règles adoptées sur les produits dérivés sont par ailleurs considérées par certains comme « centrées sur les États-Unis » et ne sont pas du goût de tous.

Si ces progrès ont été utiles dans bien des cas pour régler les faiblesses systémiques constatées, nombre de participants des marchés financiers considèrent que les risques opérationnels ont augmenté, en raison du chevauchement et parfois de l'incohérence des nouvelles réglementations qui ont accru les contraintes opérationnelles sur les institutions financières, y compris leur infrastructure informatique, leurs procédures de gestion des risques et même leurs financements. Il y a eu un large consensus sur la limitation des opérations pour compte propre des banques, notamment des institutions garanties par les gouvernements, mais le problème se niche dans les détails. Par

exemple, il est plausible de déclarer qu'il serait irresponsable pour les grandes institutions financières de ne pas gérer activement leur bilan – ce qu'elles font en général par le biais d'échanges de titres. Mais définir en termes opérationnels la différence entre la gestion du bilan et les opérations pour compte propre pourrait relever plus de la pratique artistique que d'une véritable science.

En ce qui concerne le « trop gros pour faillir », les progrès réels sont restés limités, notamment sur les problèmes transfrontaliers, sur lesquels nous reviendrons plus tard, je n'en doute pas. Plus généralement, la faiblesse potentielle de la manière dont nous gérons la « résolution » vient peut-être du fait que cette résolution ne fait que réaffecter le risque. Par exemple, si les mécanismes de résolution s'appliquent aux fonds de pension, et à d'autres établissements d'épargne, il se peut qu'ils impliquent simplement une politique de réaffectation des coûts de résolution vers une large catégorie de contribuables, plutôt que de les imputer à l'ensemble des contribuables. Dans ce cas, le processus de résolution peut ne pas traiter directement de questions telles que la concentration des risques ou la corrélation des risques, qui constituent la véritable source des problèmes du « trop gros pour faillir ». Cette dimension est particulièrement pertinente quand on songe à l'accumulation de la dette souveraine (qui a énormément augmenté dans le sillage de la crise) et/ou au rôle évidemment central du financement de l'immobilier.

Les avancées réalisées pour l'instant en matière de régulation macroprudentielle sont probablement plus conceptuelles que réelles. Le processus semble assez politisé. En outre, une telle régulation reste non testée et, pour l'heure, n'a pas empêché des périodes d'augmentation relativement importante des prix de l'immobilier sur plusieurs marchés qui ont, au moins au départ, suscité quelques inquiétudes. La coordination opérationnelle entre les régulateurs clés reste quelque peu inexistante, et ne s'est pas réellement améliorée par rapport à la période d'avant la crise. La titrisation reste paralysée dans certaines régions, notamment en Europe, ce qui suggère que nous sommes encore loin d'avoir retrouvé le plein fonctionnement du système financier.

En ce qui concerne la régulation du système bancaire dit de l'ombre, c'est un travail en cours et on a observé une croissance importante des flux de crédit sans qu'on tienne vraiment compte de ce qu'il aurait fallu faire s'il y avait eu une inversion rapide de ces flux. La régulation du secteur de l'assurance est une question en cours de développement et personne ne semble véritablement suivre le processus de réduction de l'effet de levier pour le système global, qui se poursuit à un rythme soutenu sans que personne ne semble s'en occuper.

En outre, si on tient compte du fait que le financement de l'immobilier américain a été la source de l'impulsion initiale de la crise, nous restons dans l'incertitude : les entreprises soutenues par le gouvernement américain (Fannie et Freddie) sont aujourd'hui responsables d'une plus grande part du financement de l'immobilier américain que par le passé, sans que leur éventuelle structure ait été clairement définie. En ce qui concerne la protection des consommateurs, on a observé une volonté politique de punir les institutions financières qui, semble-t-il, exploitaient une asymétrie d'information dans un contexte où de tels déséquilibres vont à l'évidence être inclus dans les négociations financières avec les consommateurs.

Pour conclure, il y a eu de sérieux progrès mais de sérieuses questions attendent leur réponse. Merci.