

Journées de l'Économie de Lyon

Session *Les crises financières*

21 novembre 2008

Après le Sommet du G20 du 15 novembre
2008, comment répondre à la crise
financière ?

André Cartapanis

Professeur à l'IEP d'Aix-en-Provence
GREDEG, CNRS-Université de Nice Sophia Antipolis
CHERPA, IEP d'Aix-en-Provence
Cercle des économistes

La crise financière des *subprime* : l'une des crises financières internationales parmi les plus graves depuis les années 1930

- Certes, récurrence des crises financières depuis les années 1980...
- Mais depuis l'été 2007, des pertes nettes parmi les intermédiaires financiers de l'ordre de 1.400 milliards de dollars
- Une chute de la capitalisation boursière théorique de près de 25.000 milliards de dollars
- L'entrée en récession des pays développés

La déclaration du G20 et le projet de régulation financière internationale

- Le Plan d'action du G20 adopté le 15 novembre 2008
- Mais ce n'est qu'une feuille de route
- Au-delà de la complexité technique, des interrogations politiques sous-tendent la future gouvernance financière internationale
- Est-on réellement à la veille d'une nouvelle architecture financière internationale?

**Analyser les propositions du G20 afin d'en
déduire les contours d'une nouvelle
architecture financière internationale...**

Le plan d'action du G20 adopté le 15 novembre 2008

- Le Sommet du G20 : non pas des décisions mais une feuille de route et des règles procédurales sous la forme d'une Déclaration incluant un *Plan d'action pour la mise en œuvre des Principes de la réforme*:
 - Ni un nouveau Bretton Woods
 - Ni une refondation du capitalisme
 - Mais un plan d'extension et d'approfondissement des régulations financières qui s'appliquent aux intermédiaires financiers
- Décisions reportées à un futur Sommet, au plus tard en avril 2009, avec un travail préparatoire confié aux ministres des finances du G20, au FSF et au FMI

Un nouveau logiciel

- Changement de paradigme
- Comparé à la Déclaration du G7, en 1999, à Cologne, qui préfigurait l'agenda qualifié de la *nouvelle architecture financière internationale*, en s'appuyant sur des options *libérales* :
 - Transparence de l'information
 - Codes de conduites
 - Auto-régulation et discipline de marché
- En 2008, un nouveau lexique *keynésien* :
 - Excès des effets de levier
 - Procyclicité de la finance
 - Conséquences contre-productives des règles comptables Mark-To-Market et des réglementations prudentielles
 - Sous-estimation généralisée du risque
 - Sous-estimation des interdépendances systémiques

- Basculement très net en faveur du durcissement et de l'extension des réglementations
- Méfiance vis-à-vis des dérivés de crédit, et de certaines innovations financières
- Mais il s'agissait de définir une feuille de route, des principes, pas encore des réglementations qui s'imposent aux acteurs de la finance mondiale...

Les Cinq Principes du Plan d'action du G20

- Renforcer la transparence et la responsabilisation des acteurs
 - Réforme des normes comptables d'évaluation des actifs
 - Transparence des actifs hors-bilan et des produits structurés
- Conforter une réglementation solide
 - Atténuer la procyclicité sur les marchés financiers et limiter les effets de levier
 - Mieux contrôler les agences de notation (agrément officiel)
 - Incitation à utiliser des marchés organisés et non plus de gré à gré pour les produits dérivés complexes (CDS...)

- Extension de la supervision bancaire, fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques de contrepartie

- Promouvoir l'intégrité des marchés financiers
 - Etablir un lien entre le type de gestion du risque et le mode de rémunération des dirigeants
 - Extension des régulations dans les paradis fiscaux (*uncooperative and non-transparent jurisdictions*)

- Approfondir la coopération internationale
 - Collaboration accrue entre trois niveaux
 - FSF, en charge de l'établissement des standards
 - FMI, responsable de la vérification de la solidité d'ensemble des systèmes financiers nationaux
 - Régulateurs nationaux ou régionaux appliquant et faisant respecter les règles
 - Collèges de surveillance des plus grandes institutions financières transnationales

- Réformer les institutions financières internationales
 - Elargir le Forum de Stabilité Financière aux émergents
 - Meilleure coopération entre FMI et FSF élargi afin de mener une *politique macro-prudentielle et de conduire des simulations des situations de stress ou de crises*
 - Redéfinir la place des différents pays dans la gouvernance du FMI

Les incertitudes *techniques* de l'agenda du G20

- Des lignes de force pertinentes:
 - Volonté de renforcement du champ d'application de la supervision (paradis fiscaux, *Hedge Funds*...)
 - Souci d'enrichissement de la nature des règles (liquidité, procyclicité, risque systémique)
 - Proposition d'encadrement de certaines innovations financières, comme les CDS...
- Mais des difficultés techniques considérables dans la traduction opérationnelle de certains principes:
 - Comment réformer les normes comptables Mark-To-Market ?
 - Retour à la méthode des cours historiques ?
 - Modulation du mode de comptabilisation selon le contexte, normal ou de stress ?
 - Qui peut en décider ?

- **Comment introduire une réglementation macro-prudentielle des banques ?**
 - Il s'agit d'intégrer le risque de cyclicité macroéconomique dans les exigences microéconomiques en capitaux propres
 - Par l'introduction du cycle des affaires dans Bâle II ?
 - Par un provisionnement dynamique en fonction des variations, et non pas des niveaux, d'encours ou de capitaux propres ?
- **Comment prendre en compte le risque de liquidité dans les exigences prudentielles ?**
 - Concept fondamental, mais très difficile à définir et plus encore à mesurer : ce n'est pas une caractéristique intrinsèque mais une externalité qui ne se manifeste qu'en période de crise de confiance
 - Et quelles conséquences en tirer du point de vue des politiques de gestion des crises ?
 - En accordant des garanties illimitées ou en rachetant des actifs dénués de tout prix de marché (produits financiers *toxiques*), les banques centrales et/ou les gouvernements passent-ils d'un rôle de prêteur en dernier ressort, à celui d'investisseur en dernier ressort, et même de teneur de prix en dernier ressort ?

Les incertitudes *politiques* de l'agenda du G20

- Pas de superviseur international mais logique de coopération entre superviseurs nationaux ou régionaux: maintien de la fragmentation du prudentiel, comme dans la zone euro ?
- Faute d'accord politique sur un superviseur mondial, y-compris en réseau avec un FSF renforcé, dispositif de supervision complexe, avec risque de dérive bureaucratique:
 - *Maintien, ou non, des segmentations existantes entre superviseurs nationaux en Europe ?*
 - *Rôle respectif du FSF, du FMI et des superviseurs nationaux?*
- Affichage d'un rééquilibrage des pouvoirs au FMI avec les émergents, mais au détriment de quels pays ?

- Aucune proposition du G20 en matière de coordination macroéconomique, ni de régulation des déséquilibres des paiements internationaux (Etats-Unis), sources de niveaux d'endettement difficilement soutenables: au-delà de la crise financière, des déséquilibres globaux qu'il faudra bien ajuster, un jour ou l'autre...
- Aucune évocation des questions de taux de change (dollar-renminbi, dollar-euro), des excès d'endettement externe, des déséquilibres épargne-investissement insoutenables pour certaines économies, en particulier pour les Etats-Unis
- En définitive, une modernisation des réglementations financières ou l'édification d'une nouvelle architecture financière internationale ?

Economie politique de la gouvernance financière internationale

- Au-delà de la *technique* financière, résoudre un problème d'action collective à l'échelle internationale
- Notion de régime international qui recouvre *l'ensemble des règles, des normes et des procédures qui orientent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux* (S. Krasner, 1983).
- Combiner la stabilité des marchés financiers globalisés et les prérogatives des Etats-Nations, coordonnés par des règles ou par des procédures multilatérales, en matière de régulation financière

- Maintenir les prérogatives des Etats ou déléguer leurs responsabilités (banques centrales, superviseurs, instances internationales, FMI, BRI, Forum de Stabilité Financière...) ?
- La gouvernance : gouverner sans gouvernement
- Quelles règles ?
- Types de règles selon M. Kahler, 1995 :
 - *les règles substantives* définissent précisément les normes de comportement qu'impose la participation au jeu international
 - *les règles procédurales* spécifient des principes directeurs dont l'application n'est plus impérative mais incitative, ainsi que des *bonnes pratiques* qui s'apparentent à des *standards* de comportement jugés souhaitables dans l'intérêt de tous

- Le choix du G20, à ce jour, est difficile à caractériser, et le prochain Sommet du G20, en avril 2009, sera décisif, car tout reste à faire:
 - En matière de gouvernance financière, au-delà des principes du Sommet du 15 novembre 2008 qu'il convient désormais de traduire et de mettre en œuvre sur un plan opérationnel
 - En matière de gouvernance macroéconomique, face à des déséquilibres globaux à risque
- Deux hypothèses:
 - Vers un rôle dominant des règles procédurales, préservant les prérogatives des Etats, mais aussi les rapports de force existants ou en devenir ?
 - Vers un rôle déterminant des règles substantives, impliquant des transferts de compétences et conduisant même à un nouveau régime financier international ?

- Le plus probable est évidemment l'adoption, à nouveau, dans le cadre des Institutions internationales existantes, d'un ensemble de règles procédurales, certes plus contraignantes sur le plan des principes, mais dont l'application planétaire restera difficile, et qui ne fondent pas, en tout cas, une nouvelle architecture du capitalisme financier international...
- Jusqu'à la prochaine crise systémique ?