



**INTERACTION
COUNCIL**

High-Level Expert Group Meeting

**Rapport du président de la réunion du groupe d'experts de haut niveau
sur**

La gestion des marchés financiers internationaux

Réunion présidée par Jean Chrétien

**20 juin 2008
Hotel Atlantic Kempinski
Hambourg (Allemagne)**

Le président de l'Allemagne, M. Horst Köhler, a dit : "Le marché financier mondial est devenu un monstre, responsable de la destruction massive d'avoirs". La crise que traversent actuellement les marchés financiers internationaux touche également l'activité économique réelle tandis que la confiance dans le système s'est érodée. Les énormes déséquilibres de la balance des paiements internationaux pourraient aboutir à des ajustements plus désordonnés, notamment un affaiblissement continu de la valeur du dollar des États-Unis d'Amérique. L'instabilité des monnaies a contribué à une vague de spéculations dans le monde, qui a été accompagnée de quelques pratiques dont on peut mettre en doute la décence. Un petit nombre d'experts seulement peuvent percevoir les corrélations et l'interdépendance sur des marchés financiers mondialisés opaques.

Des crises financières secouent certes le monde depuis les années 70 mais la caractéristique la plus importante de la crise actuelle est qu'elle a mis tant de temps à se produire, toute prévisible qu'elle était. A dire vrai, le président honoraire du Conseil, M. Helmut Schmidt, l'avait annoncée à plusieurs reprises. Cela a soulevé la question de savoir ce que les régulateurs et les superviseurs pourraient et devraient avoir fait pour empêcher la crise la plus récente déclenchée par les crédits immobiliers à risque. Au nombre des autres questions épineuses posées aux experts de haut niveau réunis à Hambourg ont figuré les suivantes : une restructuration des cadres réglementaires est-elle nécessaire aux États-Unis d'Amérique, au Royaume-Uni et dans le monde? Les banques centrales devraient-elles recevoir pour mandat de prendre des mesures de prévention des bulles financières afin d'empêcher de vastes dislocations?

Déséquilibres de la balance internationale des paiements

L'énorme déficit budgétaire des États-Unis d'Amérique ne cesse de croître depuis le début du XXI^e siècle. Étant donné que les ménages n'économisent quasiment rien, la balance commerciale de ce pays continue de dégager de lourds déficits. Ces derniers sont financés par des partenaires commerciaux étrangers, ce qui fait des États-Unis d'Amérique le plus grand débiteur de la planète avec quelque 8 mille milliards de dollars, soit les deux tiers environ du PIB du pays et un quart de son produit intérieur net. Les Américains vivent de l'importation de capitaux étrangers à hauteur de 5 à 6 milliards de dollars tous les ans. Pendant combien de temps les États-Unis d'Amérique seront-ils en mesure de se permettre un tel niveau d'endettement? Pendant combien de temps les partenaires étrangers des États-Unis d'Amérique seront-ils à même d'exporter leurs capitaux aux États-Unis d'Amérique et disposés à le faire?

Les déséquilibres, les bulles immobilières aux États-Unis d'Amérique, la chute du dollar américain et la hausse des prix de l'énergie ont tous, dans une certaine mesure, été alimentés par les énormes déficits, les politiques d'intérêt bas et l'ouverture des vannes de liquidité chaque fois que l'économie était en difficulté. La chute du dollar fait-elle monter les prix du pétrole et, par conséquent, l'inflation dans les pays consommateurs? Y-a-t-il un déséquilibre fondamental entre l'offre et la demande? Ou faut-il attribuer la

hausse des prix du pétrole aux fonds spéculatifs et autres spéculateurs? Et comment faire face à la croissance explosive des fonds souverains liée aux prix de l'or noir? Assistons-nous au début d'un "rééquilibrage"? Ou entrons-nous tout simplement dans une période de volatilité de plus en plus prononcée?

Le centre de gravité favorise de plus en plus l'euro aux dépens du dollar des États-Unis d'Amérique. Dans le long terme, l'euro jouera un rôle plus actif mais personne ne veut une baisse marquée du dollar. Le "produit américain qui se vend le mieux" a été le "dollar tout puissant" mais à condition qu'il assure des marchés financiers solides aux États-Unis d'Amérique, de bons taux de rendement et qu'il conserve sa valeur dans le temps. Une réforme structurelle est par conséquent inévitable aux États-Unis d'Amérique. Les fonctionnaires du gouvernement américain continuent d'insister sur un dollar plus fort car la baisse de sa valeur a provoqué une entrée négative de dollars.

Les prix élevés et en hausse rapide de l'énergie et des aliments constituent un sérieux problème. Ils ont pour résultat un transfert de revenu des pays consommateurs aux pays producteurs. Si les prix demeurent élevés, il se produira inévitablement des effets négatifs sur la distribution des richesses dans le monde. De nos jours, il n'y a que deux pays en Asie dont le compte courant dégage un excédent. Une cause commune est l'abondante liquidité créée partout dans le monde. Cette "monétarisation" risque de ne pas être viable dans l'avenir car elle alimente aussi bien les pressions de plus en plus fortes sur les prix qu'un déséquilibre qui ne cesse de se creuser.

Les transactions qui ont lieu chaque jour sur les marchés des changes étrangers totalisent aujourd'hui près de 3,2 mille milliards de dollars. Mais ce chiffre astronomique n'est qu'une partie du problème que nous confrontons. Quelle est sa conséquence pour que le recours pratique à des interventions de change crédibles et durables ait un impact sur les déséquilibres dans le monde? Une chose est certaine : les ajustements de change ne peuvent plus constituer une solution effective au problème.

Risques inhérents aux nouveaux produits dérivés et aux fonds spéculatifs

Il y a de nos jours plus de 9 000 fonds spéculatifs à risque non réglementés qui gèrent des avoirs d'un montant estimé à quelque 2 mille milliards de dollars. Bon nombre de ces fonds tendent à domicilier leur siège dans des paradis fiscaux où il n'y a pas d'autorités de tutelle en exercice. La plupart d'entre eux cherchent à maximiser le rendement de leurs avoirs en empruntant constamment. Bien qu'ils prétendent donner des liquidités au marché, les fonds spéculatifs pourraient tout aussi bien les leur enlever. De grandes institutions financières gèrent également des fonds hors bilan et, lorsque surviennent des pertes, ces fonds leur sont retournés. Les projections de gains extraordinaires des fonds spéculatifs alimentent l'avarice, ce qui a un énorme impact négatif sur le marché réglementé.

Toutefois, les hommes politiques ainsi que les investisseurs ordinaires ne possèdent ni une vue d'ensemble ni des connaissances spécifiques. Comme en ont témoigné les

événements durant la crise des crédits immobiliers à risque, il est très difficile, sinon voire même impossible, d'obtenir des renseignements sur ce qui se passe dans sa propre juridiction. Un petit nombre seulement d'experts hautement spécialisés peuvent percevoir les corrélations et les interdépendances financières privées sur des marchés financiers mondialisés opaques. Cela est dû en grande partie au fait que, à la différence des banques et des compagnies d'assurance qui sont supervisées par les pouvoirs publics, les fonds spéculatifs et leurs institutions apparentées ne font l'objet ni de supervision ni de règles efficaces au niveau international. En dépit des risques mondiaux potentiels inhérents à ces fonds, rares sont les autorités financières qui ont le pouvoir ne serait-ce que de déterminer et limiter les risques financiers qui pourraient avoir un impact sur leurs économies nationales.

On peut supposer que des instruments financiers sont conçus pour diversifier les risques qui, comme le soutiennent les acteurs du marché, contribuent à stabiliser le marché financier et, par conséquent, l'économie dans son ensemble. Toutefois, l'instrument lui-même dont le but est de diversifier les risques devient souvent un nouveau risque comme en atteste la récente affaire des crédits immobiliers aux États-Unis d'Amérique. En élargissant les fluctuations des prix, ces fonds pourraient déstabiliser le marché également. L'investissement à court terme de ces fonds ne peut pas s'aligner sur le rendement à court terme des entreprises.

Il y a également le problème qu'est la manière de traiter avec l'industrie des produits dérivés. L'importance systémique de Bear Stearns était on ne peut plus éminente. D'après la Banque des règlements internationaux, près de 85% du volume des échanges de produits dérivés sont hors cote et, en conséquence, plus complexes, risqués, profitables et moins liquides que les produits dérivés échangés et pas du tout transparents. Personne n'ignore que leur règlement est connu pour sa lenteur et son inefficacité. Poussées par les régulateurs et, récemment, par une déclaration des ministres des finances du G7, les principales banques d'investissement ont entrepris de mettre en place d'ici au mois de septembre 2008 un mécanisme central de compensation pour les échanges de crédit ou de dette à hauteur de 62,2 mille milliards de dollars des États-Unis d'Amérique. Ce mécanisme pourrait en théorie rendre beaucoup moins complexes et risquées ces énormes opérations. Il n'empêche qu'il réduirait dans le même temps aussi la rentabilité et inciterait les entreprises et les particuliers à migrer vers l'industrie non réglementée.

Retiennent de plus en plus l'attention les fonds souverains car de nombreux pays dont la Chine et la Russie en créent de nouveaux ou les développent. Il existe déjà une trentaine de ces fonds pour un investissement total estimé à plus de 3 mille milliards de dollars des États-Unis d'Amérique. Des pays dotés de ressources naturelles massives ou d'excédents commerciaux ou en compte courant gèrent de tels fonds. À la différence des investissements des réserves de change, l'objectif est de maximiser les rendements en investissant dans une vaste panoplie d'instruments financiers et d'avoirs réels. Des inquiétudes ont été exprimées à ce sujet et des consultations internationales sont en cours sur la transparence et les stratégies d'investissement de fonds souverains aux mains de pouvoirs publics.

Supervision des marchés internationaux et mesures à prendre pour en assurer une plus grande transparence

Les régulateurs et les participants au marché jouent avec de la dynamite. Il est généralement admis qu'il faut faire quelque chose pour aligner les incitations et la rémunération des gestionnaires sur les intérêts, les risques et les récompenses des investisseurs. La question est celle de la supervision sans tarder des marchés financiers. Les hommes politiques sont conscients de l'opinion publique qui risque de plus en plus de causer des tensions et ils y répondent et ce, à une époque où l'écart entre les revenus des riches et du reste du monde ne cesse de se creuser et est devenu une question débattue en public, ce qui alimente un mécontentement de plus en plus grand à l'égard de l'économie de marché.

Les excès de l'industrie financière peuvent avoir des retombées politiques et sociales de plus en plus vastes et négatives sur le principe des libres marchés. Quelques propositions ont déjà été faites pour réduire les mouvements de capitaux dans le monde. Nombreuses sont les propositions en faveur d'une réglementation financière plus stricte. La difficulté est de s'assurer que les dommages causés par les excès du passé ne sont pas suivis de dommages causés au fonctionnement des marchés et aux économies qu'ils desservent avec de nouvelles règles qui visent à contrôler les excès du passé.

Si, par conséquent, les banques d'affaires américaines devaient être placées sous la juridiction du système de la Réserve fédérale, leur énorme influence risquerait d'être ramenée au niveau de celle des banques commerciales. Cela réduirait considérablement leurs prêts aux fonds spéculatifs et fonds de capitaux privés ainsi que l'effet de levier de ces fonds. Cela pourrait par ailleurs être plus efficace que les efforts déployés pour réglementer directement ces fonds. Dans le même temps, les régulateurs travaillent sur des règles additionnelles sévères d'adéquation des capitaux pour les banques, y compris leurs livres d'échanges et leurs avoirs hors bilan de produits financiers structurés. Cela réduirait non seulement leur poids mais aussi celui de leurs principaux clients, à savoir les fonds spéculatifs et les fonds de capitaux privés.

La reformulation des règles par le Comité de Bâle à la Banque des règlements internationaux englobe délibérément la gestion des liquidités et ce, à juste titre compte tenu de l'ingéniosité avec laquelle le secteur des produits dérivés a créé non seulement des produits AAA à partir d'obligations de pacotille mais également favorisé une transformation d'échéances inverses à grande échelle.

Les observations suivantes ont été faites durant la réunion d'experts de haut niveau tenue à Hambourg :

(Déséquilibre)

- Les ménages américains devraient commencer à arrondir leurs fins de mois en empruntant moins et en économisant davantage et, partant, assumer la responsabilité de leur solidité financière.
- Tout en critiquant le mode de consommation des Américains, les pays en voie de développement et les pays émergents sont vivement encouragés à prendre les mesures nécessaires pour renforcer la consommation nationale, y compris la création de filets de sécurité adéquats afin d'éviter un approvisionnement excessif de fonds sur le marché mondial des capitaux.
- Les pays émergents à économie de marché devraient accroître leur consommation afin de réduire leurs excédents.
- Il faudrait déterminer si la spéculation sur les marchés du pétrole fait monter les prix de produits de base. Ce sont les investisseurs qui devraient suivre l'évolution des prix et non pas l'inverse.

(Choix)

- Les dirigeants politiques doivent expliquer en termes clairs à leurs électeurs qu'il y a un choix à faire entre la stabilité financière à long terme et l'argent bon marché.
- Il sied d'expliquer en termes clairs à la population le choix à faire entre la stabilité et le loyer élevé du capital d'une part et l'instabilité et le loyer bon marché du capital de l'autre.

(Régulation, supervision et transparence)

- Un système financier réglementaire plus intégré aux États-Unis d'Amérique pourrait dans une large mesure faire monter le taux de l'épargne en décourageant un effet de levier et un endettement excessifs.
- Il est nécessaire de réorienter le système financier mondial pour le rendre plus robuste et plus dynamique. Il se peut que cela ait dans le court terme un coût mais il vaut la peine de le faire afin d'engendrer la prospérité à long terme et d'éviter une grave crise.
- Les mesures à prendre ne devraient pas étouffer l'innovation et le dynamisme des marchés. Au contraire, elles devraient renforcer les amortisseurs en capital lorsque tout va bien de même qu'accroître la résistance du système financier aux tensions et aux chocs sévères.

- Une approche globale devrait être adoptée en matière de réglementation. Une coopération internationale devrait être mise en place et toutes les entités à bilan et hors bilan devraient être traitées sur un pied d'égalité en termes de réglementation.
- L'effet de levier en général doit être réduit progressivement. Des règlements et mécanismes d'amortissement plus vigoureux, aussi bien pour ce qui est des capitaux que des liquidités, doivent être introduits et maintenus en toutes circonstances, y compris lorsque tout va bien. Ce nouveau système devrait être établi partout dans le monde sans aucune possibilité d'échappatoire. Une organisation internationale, de préférence le FMI, devrait être chargée de mettre en oeuvre ces recommandations.
- Les banques centrales qui n'ont aucune tâche de tutelle devraient pouvoir accéder directement aux informations en matière de supervision, y compris sous la forme d'inspections sur place, afin de conserver leur rôle et leur mandat qui est d'assurer la stabilité du système financier.
- La transparence des entités non réglementées devrait être renforcée en donnant aux autorités de tutelle et aux banques centrales le droit de solliciter des informations en temps de stress ou lorsque la stabilité financière est menacée.
- Les pouvoirs publics devraient pouvoir accéder promptement et en tout temps à toutes les informations pertinentes de la part des participants au marché, quel que soit leur statut juridique, en temps normal comme en temps de crise, de manière à minimiser le danger moral dans leurs interventions et à accroître leur efficacité.
- Les dirigeants politiques devraient envisager des moyens de réglementer les fonds spéculatifs non réglementés et à risque afin d'accroître la transparence des opérations financières et accorder aux autorités de tutelle la possibilité d'intervenir contre une utilisation abusive.
- Il ne devrait pas y avoir d'opérations hors bilan mais plutôt des coefficients de réserve obligatoire plus élevés et/ou un effet de levier maximum.
- Les agences de notation doivent être réglementées. Elles doivent améliorer leurs connaissances et il faut qu'il y ait transparence dans le cas des modèles sur lesquels elles fondent leurs notations. Une concurrence accrue au sein de l'industrie par un nombre plus élevé d'agences pourrait améliorer les normes existantes.

(Le rôle du FMI)

- Il est recommandé que soit confié au FMI un rôle de supervision et d'établissement de normes et mesures financières mondiales. L'indépendance du

Conseil d'administration du FMI devrait être renforcée; le Conseil devrait se conformer aux articles plutôt que d'écouter les capitales.

- Le FMI devrait renforcer la surveillance symétrique des systèmes financiers dans ses pays membres.
- Le G8 devrait demander au FMI de proposer des recommandations portant sur l'établissement des lignes directrices pour la surveillance et la direction des marchés financiers internationaux. Ces lignes directrices devraient être équitables et viser les marchés en développement et émergents, dont les besoins plutôt particuliers devraient être satisfaits.
- Le FMI devrait être chargé dans le cadre de son mandat officiel de surveiller et d'analyser les marchés financiers internationaux et de leur donner des orientations, d'étudier la conduite des participants au marché ainsi que de leurs régulateurs et superviseurs, d'évaluer cette conduite en rapport avec les normes et pratiques exemplaires acceptées à l'échelle internationale, et de rendre ces évaluations publiques. Lorsque ces normes et pratiques exemplaires n'existent pas, le FMI devrait inviter les parties concernées à en faciliter la formulation d'une manière coopérative. Pour que le FMI puisse remplir cette tâche avec efficacité, il faudrait en réformer sa structure de gouvernance.
- Les chefs d'État et de gouvernement du G8 devraient prendre l'initiative de lancer une telle réforme du FMI en convoquant une nouvelle conférence du type "Bretton Woods" tout en faisant savoir qu'ils sont prêts à réformer le système des quotes-parts et les droits de vote du FMI d'une manière telle qu'aucun pays membre ne dispose d'une minorité de blocage.

(Risques inhérents aux nouveaux instruments)

- Il serait hautement désirable d'abolir le mécanisme financier en vigueur dans les îles des Caraïbes, en Europe et ailleurs où les revenus sont exonérés d'impôt et libres de contrôles. Des mesures devraient être prises aux niveaux national et international pour fermer les paradis fiscaux. Dans un premier temps, les gouvernements des pays membres de l'OCDE pourraient interdire à leurs banques de prêter aux institutions financières privées domiciliées dans ces paradis.
- Cela requiert entre autres choses des normes plus strictes quant à la responsabilité, à la gouvernance et à la conduite éthique des gestionnaires d'intermédiaires et fonds financiers ainsi que l'élimination des lacunes en matière d'information au moyen d'une divulgation améliorée par les entités aussi bien réglementées que non réglementées.
- Il importe de s'attaquer sans tarder aux problèmes posés par les incitations dans l'industrie financière. Les solutions devraient être appliquées avec rigueur. En règle générale, les participants au marché devraient pleinement partager les

conséquences de leurs décisions en matière de risques (origine et transfert). Les méthodes de rémunération des cadres devraient être conçues de telle sorte qu'elles soient compatibles avec les intérêts et les préférences pour les risques des investisseurs et des épargnants.

(Fonds souverains)

- Les fonds souverains ont joué un rôle positif dans le système financier mondial. On n'aiderait pas le système en agissant sur la base d'hypothèses qu'il pourrait tourner mal dans l'avenir. Les fonds spéculatifs et les agences de notation sont de nos jours une priorité plus pressante en matière d'attention et de supervision que les fonds souverains.
- Une série de normes ou de pratiques exemplaires devrait être mise au point pour la gestion des fonds souverains. On devrait avoir un meilleur accès aux informations qui les concernent. L'initiative qu'a prise l'Union européenne de travailler avec le FMI et l'OCDE à l'élaboration de normes et pratiques exemplaires pour obtenir plus de connaissances sur les fonds souverains en tant que futurs acteurs du marché potentiellement importants est accueillie avec une grande satisfaction et elle devrait être appuyée.

(Professionalisme et responsabilité sociale)

- Les membres du Conseil devraient s'intéresser de près aux besoins et problèmes spécifiques des marchés émergents. L' "échec" du cycle de Doha est un signe de l'abandon de la direction morale dans le monde financier.
- Les dirigeants politiques devraient clairement expliquer ce qu'est l'intégrité personnelle au travail et ce qu'est la confiance dans les fondements des systèmes financiers, en particulier dans le monde du crédit bancaire. Lorsque les banques ignorent ces normes aujourd'hui, elles devraient être condamnées.
- La responsabilité professionnelle des banquiers doit être soulignée. Les banquiers ne peuvent en effet pas se fier de manière aveugle aux notations des agences de notation. Ils doivent se rappeler quels sont leurs devoirs et effectuer la diligence requise.
- Le système de rémunération dans le secteur bancaire est une question à laquelle il faut faire face. À cet égard, il sied de renforcer les moyens dont disposent les régulateurs : plus d'argent, une formation plus poussée et une meilleure réputation au sein de l'industrie de telle sorte qu'elle puisse attirer les plus compétents.
- Compte tenu des régimes d'incitation des entreprises qui relèvent d'une supervision, la rémunération devrait être fonction du temps et des risques (par exemple en fixant des horizons pluriannuels pour les programmes de primes).

- Il faudrait lancer un appel en vue de la création d'une initiative mondiale en matière d'éducation financière. Les problèmes démographiques dans un nombre de plus en plus élevé de pays rendant inévitables les efforts d'économie et d'investissement par les particuliers et les ménages, il faut que les personnes comprennent mieux la relation qui existe entre le risque et le rendement sur les marchés financiers. Les personnes devraient savoir quel type de rendement peut être viable dans le long terme sans courir de sérieux risques de perte. Les gouvernements et le secteur financier privé devraient oeuvrer ensemble pour lancer un vaste programme d'éducation dont le but serait d'expliquer aux personnes les enjeux financiers qui seront les leurs du fait des populations en vieillissement, et améliorer leurs connaissances financières afin de les aider à mieux saisir les risques financiers et les orienter vers des stratégies d'économies et d'investissement plus sûres.

Liste des participants

Membres du Conseil InterAction

1. S.E.M. Helmut **Schmidt**, président honoraire (ancien chancelier de l'Allemagne)
2. S.E.M. Malcolm **Fraser**, président honoraire (ancien premier ministre de l'Australie)
3. S.E.M. Ingvar **Carlsson**, président (ancien premier ministre de la Suède)
4. S.E.M. Jean **Chrétien** (ancien premier ministre du Canada)
5. S.E.M. Olusegun **Obasanjo** (ancien président du Nigéria)

Membres associés

6. Baronesse **Jay**, présidente de l'Overseas Development Institute, Londres (Royaume-Uni)
7. M. Seiken **Sugiura** (ancien ministre de la justice du Japon)

Experts de haut niveau

8. M. Muhammad **Al-Jasser**, vice-gouverneur, Agence monétaire d'Arabie saoudite
9. M. Axel **Bertuch-Samuels**, directeur adjoint du Département des marchés monétaires et de capitaux, FMI
10. M. Ulrich **Cartellieri**, ancien membre du Comité consultatif international de la Banque de réserve fédérale de New York (Allemagne)
11. M. Jose Manuel **González-Pàramo**, membre du Conseil des gouverneurs, Banque centrale européenne (UE)
12. M. Hans-Helmut **Kotz**, membre du Conseil d'administration de la Bundesbank (Allemagne)
13. M. Jean-Pierre **Landau**, vice-gouverneur de la Banque de France
14. M. Vincenzo **La Via**, directeur financier, Banque mondiale
15. M. Marc **Roovers**, De Nederlandsche Bank
16. M. Jochen **Sanio**, président, Autorité fédérale allemande de supervision financière
17. Mme Susanne **Schmidt**, Bloomberg (Allemagne)
18. M. Gillian **Tett**, Capital Markets Editor, Financial Times
19. M. Hiroshi **Watanabe**, ancien vice-ministre des finances pour les affaires internationales (Japon)