

Arnout H. E. M. WELLINK

Président

De Nederlandsche Bank

Globalisation financière et innovation financière

J'ai été chargé de présider cette table ronde à laquelle participent d'éminents intervenants qui vont discuter de « la globalisation financière, de la croissance et des prix des actifs ». Je me réjouis de constater que les intervenants, grâce à leurs différents domaines d'expertise, seront à même d'éclairer ce sujet à travers une diversité de points de vue.

Avant de leur donner la parole, je souhaiterais évoquer un certain nombre de points. La globalisation financière, aussi positive soit-elle, comporte son lot de risques et de défis. La phase récente de globalisation financière, qui a débuté au milieu des années quatre-vingt, est apparue comme un catalyseur de l'innovation financière. Nous avons assisté à l'ouverture des frontières pour les banques et d'autres acteurs de marché. En conséquence, les marchés mondiaux de capitaux sont devenus plus profonds et plus diversifiés, et les produits financiers sont devenus plus complexes. En réponse à ces évolutions, tant les autorités de surveillance que le secteur lui-même ont dû adapter leurs structures réglementaires. À cet égard, le dispositif Bâle II est, par nature, flexible du fait de son approche fondée sur les risques. Toutefois, les enseignements tirés des perturbations se précisant, il pourrait être nécessaire de procéder à un réglage fin de certains paramètres de Bâle II.

Comme pour rendre plus intéressante encore la tâche des banquiers centraux, la globalisation financière a modifié l'environnement de la politique monétaire avec le développement des flux financiers transfrontières et le transfert du risque entre différentes juridictions. Face à ces évolutions, les banquiers centraux ont également arrêté un certain nombre de mesures pour adapter leurs stratégies de soutien aux marchés de capitaux et à la stabilité des prix. Pour citer un exemple récent, les actions collectives des banques centrales visant à faciliter la fourniture de liquidité sur les marchés monétaires à court terme ont constitué une initiative importante en ce sens.

Mais dans quelle mesure l'intensification de la globalisation financière influence-t-elle l'efficacité et la stabilité des prix des actifs et les performances économiques en général ?

Globalisation financière, croissance et prix des actifs

Ces dernières années, alors que la globalisation financière et l'approfondissement des marchés de capitaux acquéraient un rôle de premier plan, l'environnement macroéconomique s'est stabilisé. L'inflation mondiale a été contenue, dans un contexte de moindre volatilité de la croissance économique, des taux de change et des taux d'intérêt, conduisant à ce qu'on a nommé la « grande modération »¹. Ces facteurs ont contribué à l'amélioration du sentiment des marchés. La liquidité semblait abondante et cette perception a eu une grande influence sur le comportement des investisseurs et sur leur tolérance au risque, qui s'est accrue avec la quête de rendement. Des catégories alternatives d'actifs ont commencé à recevoir des injections massives de liquidité. L'immobilier, les produits de crédit à haut risque, le capital-investissement et l'art, par exemple, ont vu leurs prix considérablement augmenter, ce qui a accru le potentiel de bulles financières. On a également assisté à un important développement des flux de capitaux, tant à destination qu'en provenance des marchés émergents. Au cours des cinq dernières années, les entrées de capitaux enregistrées par ces marchés ont été multipliées par six, suscitant des difficultés pour de nombreuses économies.

Cet environnement a contribué à une nouvelle tendance en matière d'innovation financière, principalement au travers de la titrisation et d'une modification de la stratégie bancaire en faveur du modèle de transfert des risques « *originate-to-distribute* ». Ce modèle a permis aux banques d'initier des prêts, de mettre en commun les risques de crédit et de les céder à des investisseurs. La titrisation des prêts hypothécaires est devenue une plate-forme importante pour le modèle « *originate-to-distribute* ». À l'origine, un problème apparu sur le marché immobilier aux

¹ Dans un discours prononcé en 2004, Ben Bernanke a déclaré que les modifications structurelles entraînées par des marchés de capitaux plus profonds, une politique monétaire plus stable et une dose de chance comptaient parmi les explications de la « grande modération » (le recul de la volatilité de l'économie ces dernières années).

États-Unis s'est rapidement propagé au-delà des frontières et à d'autres segments des marchés de capitaux, en particulier là où le risque de crédit avait été transféré mais pas exclusivement. Une incertitude généralisée subsiste en ce qui concerne les pertes sur les produits titrisés (de 250 à 600 milliards de dollars), le rôle des notations de crédits, les éventuels effets de contagion à d'autres institutions financières (dont les assureurs *monoline*) et les conséquences globales des turbulences financières sur la croissance économique mondiale. Les évolutions récentes aux États-Unis et sur les marchés de capitaux étrangers suscitent une profusion d'examen et d'analyses.

Les autorités de régulation et de surveillance, les banques centrales, les conseils de normes comptables, les agences de notation et les universitaires s'efforcent de tirer des leçons de la crise. Pour faciliter et coordonner ces efforts, le Forum de stabilité financière, par exemple, a créé un groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions. Ce groupe a analysé les causes des perturbations observées sur les marchés et propose des orientations pour renforcer la résilience du système financier. Les résultats du rapport seront disponibles en avril 2008.

La qualité de la globalisation financière à son importance

Si les marchés restent fragmentés, on ne pourra pas pleinement bénéficier des avantages de la globalisation financière. Par conséquent, il est probablement nécessaire d'agir de façon plus concertée pour améliorer la qualité de la globalisation. Permettez-moi d'évoquer quelques enseignements tirés des récentes perturbations financières.

- Premièrement, je voudrais souligner qu'un excès de confiance dans la *gestion du risque* est souvent un terrain propice aux difficultés financières. L'excès de confiance constaté sur l'ensemble des marchés mondiaux a contribué à des hypothèses trop optimistes s'agissant des conditions de liquidité sur le marché et a conduit à trop s'en remettre aux agences de notation.

- Deuxièmement, par le passé, la *gestion du risque de liquidité* n'était pas la préoccupation principale. La plupart des améliorations de la gestion du risque

de liquidité ont été conçues sur mesure pour chaque pays. Aujourd'hui, il existe un consensus au sein des autorités de supervision et du secteur bancaire sur la nécessité d'améliorer la gestion du risque de liquidité pour tenir compte des conséquences d'un système financier globalisé et du développement rapide de l'innovation financière.

- Troisièmement, le modèle "*originate-to-distribute*" a montré quelques insuffisances : les incitations non optimales dans la chaîne d'initiation, d'acquisition et de distribution des prêts ont entraîné une évaluation médiocre des risques, reposant sur l'hypothèse d'un transfert rapide du risque de crédit par le biais de la titrisation. Une autre faiblesse importante réside dans l'insuffisance des informations concernant les produits et la qualité des actifs sous-jacents. De plus, la dépendance du modèle envers la liquidité de marché l'a rendu extrêmement vulnérable.

- Quatrièmement, les événements récents ont induit des modifications dans la mise en œuvre de la *politique monétaire via* les opérations *d'open market*. Les banques centrales du G 10 ont agi de façon coordonnée pour ramener les taux du marché monétaire aux niveaux souhaités.

- Enfin, sur la base de l'expérience propre à la banque centrale néerlandaise, je dois ajouter que la combinaison des rôles de *banque centrale* et *superviseur* a déterminé une structure de communication interne efficace et une bonne interaction avec le secteur financier à l'occasion des événements récents.

Questions nécessitant un suivi

En conclusion, le rythme des évolutions financières s'est accéléré avec la globalisation financière. Par conséquent, nous devons rester exceptionnellement vigilants et flexibles pour faire face aux dynamiques défavorables qui pourraient menacer la stabilité financière ou économique. De mon point de vue, les évolutions qui doivent être suivies avec attention sont le renforcement de la gestion du risque et la mise en œuvre de Bâle II. Il existe d'autres questions intéressantes à suivre comme le rôle des fonds souverains dans un contexte de globalisation des marchés de capitaux. Je gage que les intervenants vont approfondir ces questions ainsi que d'autres sujets intéressants dans les heures qui viennent.