

QUELLE PEUT ÊTRE LA RÉPONSE EUROPÉENNE FACE À LA CRISE FINANCIÈRE ?

Jean-François Jamet

Consultant auprès de la Banque mondiale

Confrontée aux effets de la crise financière sur ses marchés financiers, son secteur bancaire et son économie, l'Europe ne peut rester inactive. La Banque centrale européenne (BCE) est déjà intervenue plusieurs fois pour calmer les tensions sur le marché interbancaire et pourrait être amenée à le faire de nouveau, voire à baisser ses taux d'intérêt si les pressions inflationnistes venaient à se relâcher. La possibilité d'une utilisation des ressources publiques pour soutenir l'activité et recapitaliser les établissements proches de la faillite est envisageable dans les pays les plus exposés qui disposent des marges de manœuvre budgétaire nécessaires. Au niveau communautaire, les leçons de la crise doivent également être tirées :

- en assurant la transparence des engagements des banques et de leur exposition aux risques liés à la titrisation ;*
- en structurant mieux les marchés dérivés ;*
- en modifiant les règles applicables aux agences de notation ;*
- en renforçant la supervision bancaire au niveau communautaire, en particulier pour les établissements opérant dans plusieurs États membres de l'Union européenne (UE).*

L'Europe n'est pas épargnée par la crise financière venue des États-Unis : ses banques ont enregistré des pertes importantes à la faveur de la titrisation des créances hypothécaires à risque ; certaines ont été sauvées de la faillite par l'intervention publique (Northern Rock au Royaume-Uni, Sachsen LB et IKB en Allemagne) ; les indices boursiers ont chuté ; certains États membres sont confrontés au retournement de leur marché immobilier et la croissance devrait ralentir pour n'atteindre que 1,9 % dans la zone euro et 2,1 % dans l'UE en 2008 (contre respectivement 2,6 et 2,9 % en 2007). Face à cette situa-

tion, les institutions de l'UE ne sont pas restées inactives. La BCE est intervenue dès l'été 2007 pour éviter une crise de liquidité et a travaillé en coopération avec la Réserve fédérale américaine (Fed). La Commission et les États membres ont, quant à eux, annoncé en diverses occasions leur intention de tirer rapidement les leçons de la crise financière. Ils ont pour cela défini une feuille de route lors du Conseil Écofin (Conseil pour les affaires économiques et financières) du 13 novembre 2007 qui identifie quatre objectifs :

- améliorer la transparence du marché (notamment l'information sur les dettes titrisées) ;

- renforcer les normes d'évaluation pour les actifs non liquides et les instruments financiers complexes ;
- faire évoluer le cadre prudentiel du secteur bancaire ;
- mieux encadrer le rôle des agences de notation.

Ces questions ont fait l'objet d'un premier examen lors de la réunion informelle du Conseil Écofin les 4 et 5 avril 2008. Nous présentons ici les éléments qui permettraient à l'Europe d'apporter une réponse cohérente et efficace à la crise actuelle.

Répondre aux risques macroéconomiques

■ Le rôle de la BCE

La BCE a rassuré les marchés en faisant la preuve qu'elle savait jouer son rôle de prêteur en dernier ressort et en établissant une coopération efficace avec la Fed. L'incertitude sur l'ampleur des pertes associées aux engagements directs et indirects des banques sur le marché des « *subprimes* » avait en effet engendré un mouvement de défiance entre les banques elles-mêmes, devenues très réticentes à se consentir des prêts. Face au risque d'une crise de liquidité sur le marché interbancaire, la BCE a ainsi dû intervenir en août 2007, puis en décembre de la même année, sous la forme de prêts à très court terme. Ces interventions ont été relativement efficaces : le *spread* entre les taux à trois mois et les taux au jour le jour sur le marché interbancaire est revenu à des niveaux raisonnables en février 2008, soit 0,33 points de pourcentage, au lieu d'un point de pourcentage à son maximum en décembre 2007. Les marchés interbancaires restent cependant sujets à des regains de tension et il n'est pas exclu que de nouvelles interventions s'avèrent nécessaires.

Néanmoins, la BCE – qui laisse ses taux inchangés à 4 % – doit-elle faire plus en imitant la Fed qui a réduit ses taux d'intérêt de 5,75 % en juillet 2007 à 2,25 % en mars 2008 ? Cette divergence des politiques monétaires a fait naître des critiques des deux côtés, les uns accusant la Fed de réagir avec précipitation, les autres regrettant l'indifférence de la BCE aux

risques pesant sur l'activité et le taux de change. De fait, la situation économique de la zone euro est moins préoccupante que celle des États-Unis : le risque est celui d'un ralentissement prononcé, non d'une récession, et la zone euro ne fait pas pour l'instant face à une crise immobilière¹. En outre, la stabilité des prix reste l'objectif principal de la BCE. Dans un contexte où l'inflation a atteint 3,3 % en rythme annuel en février, son comité de politique monétaire reste légitimement prudent, d'autant que les prix de l'énergie et des matières premières restent à des niveaux très élevés et que les revendications salariales ont augmenté en Europe sans que la productivité n'ait accéléré significativement. La stabilité des taux d'intérêt directeurs de la BCE (qui implique une réduction des taux d'intérêt réels du fait de l'accélération de l'inflation) semble donc une réponse adaptée compte tenu de la voie étroite laissée à la politique monétaire. Si les pressions inflationnistes se relâchaient au cours du deuxième ou du troisième trimestre 2008, la BCE pourrait alors diminuer progressivement ses taux pour limiter les risques de contraction du crédit et de transmission de la crise financière à l'économie réelle.

À plus long terme, la BCE devrait également tirer les enseignements des erreurs commises par la Fed dans la période qui a précédé la crise. En effet, la Fed a favorisé l'expansion du crédit et la création de la bulle immobilière en prolongeant trop longtemps la baisse des taux d'intérêt qui a suivi la crise financière de 2000-2001 : elle a ainsi maintenu des taux d'intérêt réels négatifs en 2003 et 2004 alors que la croissance était soutenue (2,5 % en 2003 et 3,6 % en 2004). Cette politique monétaire trop accommodante a créé une situation d'« aléa moral » car la Fed avait laissé entendre qu'elle interviendrait de façon forte (ce qui est légitime) et prolongée (ce qui l'est beaucoup moins), sans relever rapidement ses taux directeurs une fois le risque systémique écarté. L'augmentation précipitée des taux de la Fed à partir de 2004 a ensuite entraîné l'explosion de la bulle immobilière dont il faut désormais limiter les effets dans l'urgence. Il sera important de ne pas reproduire cette erreur à l'avenir.

■ Les politiques budgétaires des États membres ont-elles un rôle à jouer ?

La possibilité d'une utilisation des ressources publiques a été largement évoquée, notamment aux États-Unis ² et au Fonds monétaire international (FMI) ³, en vue de soutenir l'activité et de recapitaliser les établissements proches de la faillite. Il faut néanmoins utiliser cette approche avec discernement. Dans l'UE, la pertinence d'une relance budgétaire varie d'un État membre à l'autre, selon leur exposition au ralentissement économique et la situation des finances publiques. La crise actuelle est dans une certaine mesure un choc asymétrique : certains pays comme l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Irlande sont exposés à un retournement de leur marché immobilier, contrairement à d'autres pays comme l'Allemagne. Ce sont, en outre, les pays pour lesquels le ralentissement de la croissance devrait être le plus spectaculaire. Le bon état de leurs finances publiques leur permet néanmoins de disposer de marges de manœuvre qu'ils pourraient utiliser pour soutenir temporairement la consommation et l'investissement. En revanche, cette option n'est pas ouverte à d'autres pays pourtant exposés au ralentissement : c'est le cas de la France en raison de son incapacité à revenir à l'équilibre budgétaire dans les périodes de croissance supérieure au potentiel, de l'Italie du fait du niveau de son endettement public, et des pays baltes où l'inflation est forte. L'utilisation de fonds publics pour la recapitalisation du système financier requiert, en outre, une certaine prudence : les banques ne sont certes pas des entreprises comme les autres et le coût d'une perte de confiance générale dans le système financier serait très élevé ; il faut donc limiter l'intervention publique à ce qui est nécessaire pour assurer la solvabilité des banques de façon à ne pas créer une situation d'aléa moral (privation des bénéfiques quand tout va bien et socialisation des pertes quand tout va mal).

Assurer la transparence et la qualité de l'information disponible

L'opacité d'instruments financiers – comme les CDO (*collateralized debt obligations*) et les SIV (*special investment vehicles*) qui ont joué un rôle important dans la titrisation des créances hypothécaires à risque – a limité la transparence des marchés pour les investisseurs qui ont, de ce fait, pris des risques inconsidérés, encouragés par les évaluations rassurantes des agences de notation. Apporter de nouvelles garanties quant à la transparence et à la qualité de l'information disponible sur les produits issus de l'innovation financière est donc nécessaire. L'UE a un rôle important à jouer sur ce plan, soit en exigeant des engagements de bonne conduite de la part des institutions financières, soit en complétant la réglementation existante. Elle a d'ailleurs lancé un effort important d'homogénéisation et de renforcement des règles applicables au marché financier européen en vue de favoriser son intégration depuis 1999. Plus de vingt-six directives cadres ainsi que de nombreux règlements et directives d'application ont été adoptés dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers. Cependant, certains points fondamentaux sont restés en dehors du périmètre de la réforme, en particulier l'exposition des banques à la titrisation, la structuration des marchés dérivés et le rôle des agences de notation.

■ Restaurer la confiance dans les banques en assurant la transparence de leurs engagements

L'incertitude persistante sur le montant des engagements des banques – qui ont parfois mis beaucoup de temps avant de reconnaître qu'elles étaient touchées – a suscité des secousses répétées sur les marchés financiers, créant une situation de défiance dommageable. La première obligation des banques et des organismes de crédit est donc de rétablir la transpa-

rence de leur bilan, premier élément d'une évaluation des actions nécessaires. Il s'agit aussi de garantir cette transparence pour l'avenir de façon à permettre le retour de la confiance. Les banques devront pour cela se montrer plus prudentes vis-à-vis de leurs engagements hors-bilan et de la titrisation. L'UE doit obtenir que les banques et organismes de crédit s'engagent formellement à communiquer au public de façon normalisée la nature et le montant de leurs engagements sur les marchés de la titrisation, ainsi que les caractéristiques des produits structurés qu'elles introduisent : les actionnaires des banques, qui doivent se montrer exigeants sur ce point, connaîtront ainsi leur exposition réelle aux risques liés à la titrisation. L'obligation d'institutionnaliser au sein des organes de gouvernance des comités d'audit chargés de suivre les contrôles relatifs à l'exposition aux risques et leurs suites serait aussi un pas utile en ce sens. Il faut par ailleurs créer une capacité d'agrégation de l'information sur les instruments financiers structurés en circulation de façon à faciliter la régulation. La Commission a travaillé sur ces points avec les associations industrielles du secteur – comme la Fédération bancaire européenne – qui se sont engagées à mettre en place les instruments nécessaires dès juin 2008. Il faudra s'assurer que cet effort d'autorégulation est effectif.

■ Mieux structurer les marchés dérivés

La crise actuelle pose aussi la question de l'organisation des marchés et de la liquidité des dérivés de crédit. Les organismes de crédit et les autorités de supervision des marchés financiers et du secteur bancaire devraient travailler ensemble à la standardisation des instruments dérivés et des valeurs mobilières adossées à des créances. Face à la croissance des volumes de transactions traitées « OTC » (*over the counter, i.e.* de gré à gré), la création de marchés organisés reposant sur un système de chambre de compensation permettrait de réduire le risque de contrepartie et d'assurer l'évaluation quotidienne de la valeur des contrats en fonction des prix du marché (*mark to market*)⁴. Ce travail devrait être entrepris en

commençant par les produits qui ont fait leur preuve comme les titres à revenus fixes (*fixed income securities*), les *swaps* de taux ou les dérivés de crédit pour lesquels les volumes d'échange sont déjà importants. Cela contribuerait à la transparence de ces marchés et réduirait le risque de liquidité. De plus, il conviendrait d'exiger des émetteurs de valeurs mobilières adossées à des paquets de créances qu'ils conservent une part du risque associé (par exemple la tranche la plus risquée) pour forcer à un minimum de prudence dans l'émission de ces titres et tirer ainsi les leçons de la crise des « *subprimes* ».

■ Modifier les règles s'appliquant aux agences de notation

Déjà mises en cause lors de la crise asiatique en 1997 et au moment du scandale Enron en 2001, les agences de notation (Fitch, Moody's et Standard & Poor's) sont de nouveau la cible de critiques relatives à leur efficacité et à leur déontologie⁵. Elles sont d'autant plus montrées du doigt qu'elles ont acquis un rôle de quasi-régulateur en raison des évaluations qu'elles fournissent des risques associés aux produits financiers, y compris les plus complexes, et des règles prudentielles basées sur ces évaluations. Les notes des agences ont par ailleurs un effet procyclique en raison de la tendance à surnoter en haut du cycle macrofinancier et à sous-noter en cas de crise pour reconstruire leur réputation. Parmi les critiques qui ont été formulées à l'égard des agences de notation, certaines portent sur le manque de rigueur des méthodes utilisées, ou encore sur le fait que les agences ne tiennent pas compte du risque de liquidité, ce qui est de nature à induire en erreur les investisseurs peu expérimentés. L'évaluation du risque associé aux titres complexes adossés à des créances hypothécaires, rendue difficile par le mélange de créances de niveaux de risques divers, reposait le plus souvent sur des modèles mathématiques fournis par les émetteurs de ces titres ; ces modèles se sont avérés inopérants dès que la crise a commencé. C'est là une première source de conflit d'intérêt et ce n'est pas l'unique : non seulement les agences de notation sont payées par les émetteurs des titres – et non par leurs acheteurs –

mais elles vendent aussi des services de conseil aux premiers, notamment sur la meilleure façon de structurer les titres en vue d'optimiser la notation de leur risque.

Pour remédier aux défaillances du système de notation, la Commission a demandé au Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières de formuler des recommandations. Parmi les mesures qui pourraient être utilement suggérées, mentionnons :

- l'interdiction pour les agences de notation de fournir des services de conseil ⁶ ;
- l'adoption d'une échelle de notation différente pour les produits financiers structurés (qui supprimerait les risques de confusion avec des produits plus traditionnels) ;
- l'obligation d'informer sur la sensibilité des évaluations aux hypothèses sous-jacentes dans les modèles utilisés pour les produits complexes.

Par ailleurs, il serait souhaitable que les activités des agences de notation fassent l'objet d'un contrôle plus strict, de façon à vérifier la pertinence des techniques utilisées et l'absence de conflit d'intérêt.

Renforcer la supervision bancaire au niveau communautaire

Pour compléter les systèmes de supervision bancaire nationaux, qui ont le mérite d'être proches des établissements et de bien les connaître, une coopération en matière de contrôle prudentiel a été mise en place au niveau européen dans le cadre du processus de Lamfalussy initié en 2001. Cette coopération s'appuie notamment sur la réunion de cinquante et une autorités nationales au sein du Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS, *Committee of European Banking Supervisors*), créé en 2004. Elle a permis l'adoption de règles communes mais il reste un travail important à réaliser pour que leur mise en œuvre soit harmonisée. Dans le contexte de l'intégration crois-

sante des marchés financiers et de la consolidation du secteur bancaire, le principal défaut du système de contrôle actuel concerne la supervision des banques opérant dans plusieurs pays européens : il n'existe actuellement de solution crédible pour la gestion d'une crise bancaire paneuropéenne ⁷. Malgré l'existence de « réseaux opérationnels » transfrontaliers, aucune autorité nationale ou européenne n'a accès aux données concernant l'ensemble des multinationales européennes du secteur, chacune de leurs filiales rapportant aux autorités de surveillance locales. Cela empêche d'évaluer l'adéquation des fonds propres et le risque de liquidité au niveau des groupes, et plus généralement d'estimer les risques systémiques à l'échelle européenne.

Afin de remédier aux insuffisances de la supervision bancaire communautaire, les actions suivantes pourraient être mises en œuvre :

- renforcer le CEBS pour approfondir la coopération existante et assurer l'homogénéisation des pratiques prudentielles. Comme l'a suggéré récemment la BCE ⁸, la responsabilité du CEBS vis-à-vis des institutions européennes devrait être accrue pour que celles-ci puissent exprimer des attentes spécifiques ; sa gouvernance pourrait être améliorée par l'introduction de la majorité qualifiée dans le processus de décision.
- créer une autorité unique chargée de la supervision des banques opérant dans plusieurs pays européens. Cette autorité serait rattachée au CEBS et mettrait les données qu'elle réunirait à la disposition des banques centrales des pays concernés de l'Union, leur permettant ainsi de disposer de tous les éléments nécessaires en cas de crise. On notera que la création d'une telle autorité est souhaitée par les banques elles-mêmes en raison des économies de coût permises par la simplification du système de supervision ⁹.
- favoriser le rapprochement des banques centrales et du CEBS tout en respectant leur indépendance respective. La BCE pourrait accueillir et fournir des moyens matériels au CEBS de façon à faciliter son travail. Cela favoriserait la mise en place de synergies, par exemple, en réalisant des économies d'échelle en matière de réunion de l'expertise nécessaire pour analyser les arrangements financiers les plus complexes et

évaluer de façon dynamique les conséquences de l'innovation financière.

- imposer aux établissements de crédit européens la constitution de provisions anticycliques comme le fait la banque d'Espagne. Cela permet de constituer une réserve de liquidités en prévision d'impayés futurs et de limiter ainsi les risques en cas de crise.

Pour conclure

Le 1^{er} juillet 2008, la France prendra la présidence de l'UE. Il lui reviendra de donner l'impulsion politique nécessaire pour que l'Europe tire les leçons de la crise financière et qu'elle se rende capable de s'adapter aux innovations financières de façon dynamique. La Commission, chargée de formuler des propositions en ce sens en septembre 2008, devra vérifier qu'elle prend les mesures nécessaires pour assurer, aux côtés des banques centrales qui ont jusqu'ici été en première ligne, que les marchés financiers fournissent les services que l'on attend d'eux : agréger l'information, garantir la liquidité et répartir les risques. Ce sera une contribution importante au retour de la confiance et au progrès de la gouvernance économique européenne.

Notes

1. Pour une analyse plus détaillée, voir Jean-François Jamet, « L'Europe face à la crise financière », *Questions d'Europe - Policy Papers de la Fondation Robert Schuman*, n° 89, février 2008.

2. L'Administration Bush a mis en place un plan de relance massif sous forme de baisses d'impôt, représentant environ 1 % du PIB.

3. Dominique Strauss-Kahn, « Pour une relance budgétaire ciblée », *Financial Times*, 30 janvier 2008.

4. Cet argument est développé dans Stephen Cecchetti, « Preparing the next financial crisis », site internet : www.voxeu.org, 18 novembre 2007.

5. Pour une présentation systématique de ces critiques et une analyse de leur pertinence, voir Richard Portes, « Rating agency reform », site internet : www.voxeu.org, 22 janvier 2008 ; et Richard Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart (dir.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, 2002.

6. Sur ce point, on se rapportera utilement à Willem H. Buiter, « Lessons from the 2007 financial crisis », *Policy Insight*, n° 18, Centre for Economic Policy Research, décembre 2007.

7. Voir à ce sujet Nicolas Véron, « Is Europe ready for a major banking crisis ? », *Bruegel Policy Brief*, août 2007.

8. *Review of the Lamfalussy framework - Eurosystem contribution*, BCE, 30 novembre 2007.

9. Voir par exemple l'article de Markku Pohjola, « Il faut créer une autorité de contrôle européenne », *Europe's World*, automne 2007.