

L'Union européenne face à la crise financière : quelles réponses ?

Franck Lirzin, diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (EHESS), ingénieur du Corps des Mines, travaille actuellement dans un fonds d'investissement à Londres

Résumé

La crise des « subprimes », qui bouleverse la finance internationale depuis l'été 2007, n'en finit pas de durer. La régulation financière européenne, patiemment mise en place dans le cadre de l'intégration européenne, a su la contenir mais pas la prévenir, tandis que les Banques centrales et les Pouvoirs publics, jusque-là peu impliqués dans les marchés financiers, ont vu leurs rôles transformés. La signification des politiques monétaires a été profondément modifiée par l'élargissement des prérogatives et l'extension des moyens d'action des banques centrales. La stabilité des actifs et le contrôle du crédit pourraient ainsi relever à l'avenir des compétences de la BCE. Le cadre réglementaire de l'Union européenne serait alors idéal pour articuler un pilotage monétaire au niveau communautaire avec une gestion plus fine des marchés financiers aux niveaux local et national.

Introduction

La crise des subprimes, commencée en août 2007, a remis au goût du jour les problématiques de régulation. Les réponses de court-terme ont endigué un temps la crise et éviteront à l'avenir qu'une crise du même type n'éclate de nouveau. Mais les difficultés techniques rencontrées par une régulation à qui on demande toujours plus peuvent faire douter de sa capacité à stabiliser les marchés. Il est important d'apporter à la crise les réponses de long-terme qui rendront le système financier international plus stable.

1. Aperçu du système européen de régulation financière

1.1 Une régulation financière active mais fragmentée

La crise des subprimes a mis au grand jour certains travers d'un univers jusque-là assez peu connu : celui des marchés financiers qui ne sont pourtant pas aussi dérégulés et livrés au « laissez-faire » que l'image qu'on peut en avoir. La « dérégulation » des années 80 a libéralisé la distribution de crédits et le contrôle des taux d'intérêt, déplaçant ainsi le centre de gravité de l'économie des Pouvoirs publics vers les marchés financiers. Mais elle s'est toujours accompagnée d'un encadrement strict des activités bancaires et d'une standardisation des opérations de marché. Il ne faudrait pas parler de dérégulation mais plutôt d'absence de régulation sur certains marchés, majoritairement ceux en pleine expansion et relativement récents, comme celui des CDOs où s'échangeaient les subprimes.

L'internationalisation des marchés a élargi l'horizon de la régulation. Elle repose dans l'Union européenne sur deux piliers complémentaires : les autorités financières nationales, coordonnées au niveau européen par le Comité européen des régulateurs

des marchés de valeurs mobilières (CESR), et le réseau des Banques Centrales nationales, dont une partie est chapeauté par la Banque centrale européenne (BCE). Les régulateurs sont responsables du bon fonctionnement des marchés, tandis que les Banques centrales en assurent la stabilité.

1.2 Des régulateurs financiers entre logiques nationales et coordination internationale

Les autorités régulatrices s'inscrivent dans des traditions nationales anciennes qui ont été renforcées ces dernières années par des réformes et fusions successives formant des cadres nationaux de régulation financière cohérents. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF), créée en France en 2003, a ainsi permis de regrouper 3 anciens régulateurs français. Cette démarche a garanti une meilleure visibilité internationale, facilitant ainsi les coopérations entre pays et élargissant le champ d'action des régulateurs. Mais ces regroupements ont procédé selon des logiques différentes : regroupement par secteur d'activité pour la France et par type de risque au Royaume-Uni et en Allemagne. Ces divergences fonctionnelles, ainsi que les traditions nationales sur lesquelles s'appuient les régulateurs, freinent souvent leur intégration au niveau européen¹. La coopération entre les régulateurs se déroule alors de préférence au niveau international, notamment au sein du Forum de la Stabilité Financière (FSF)²

1.3 Des Banques centrales actives mais aux moyens d'action limités

Les Banques centrales sont responsables de la stabilité des marchés financiers. Contrairement aux régulateurs, elles disposent d'un champ d'action réduit en période de calme : elles utilisent leur expertise économique auprès des autorités régulatrices pour améliorer le fonctionnement des marchés et elles mènent une politique monétaire régulière pour modérer l'évolution des marchés. En tant que banque des banques, elles supervisent également le système bancaire et participent à la mise en place de règles de fonctionnement, à l'instar des accords de Bâle qui contrôlent le niveau de risque pris par les banques. En revanche, en cas de crise, les rôles s'inversent, les régulateurs n'ont que peu de moyens d'action et ce sont les Banques centrales qui prennent le leadership.

1.4 Des banques à l'initiative de la régulation financière

Il y a, en fait, un troisième pilier : les acteurs financiers et, en premier lieu, les banques. La complexité des marchés financiers, ainsi que leur libéralisation, ont rendu difficile leur contrôle direct et les autorités publiques doivent s'appuyer sur l'expertise des banques pour assurer la régulation du système financier. Les banques ont besoin de cette régulation pour gérer leur activité. La standardisation des produits financiers facilite les échanges ; les accords de Bâle permettent aux banques de mieux contrôler leur niveau de risque, etc. Ce sont les banques elles-mêmes qui demandent la mise en place de telles règles et les régulateurs se contentent souvent de les ratifier. Ces règles prudentielles répondent autant à une exigence de « fair business » pour les banques qu'à un besoin de contrôle de la part des autorités publiques. Ce système est cependant à double tranchant car il consiste à faire surveiller les acteurs financiers par eux-mêmes, or ceux-ci n'ont pas toujours la capacité ou la volonté d'agir ainsi.

Malgré ces trois piliers de régulation, certains marchés ou acteurs financiers échappent à la régulation. Il y a toujours un délai entre le développement d'un produit financier ou d'un nouveau marché et la mise en place de régulation ; la finance est un monde où tout va très vite, et les régulateurs ne peuvent pas toujours suivre le rythme. Ils ne le veulent pas forcément non plus. Certains espaces de non-régulation sont parfois nécessaires pour « huiler » le système financier. Les *hedge funds* par exemple,

¹ *Les nouveaux champs de la régulation*, Marie-Anne Frison-Roche, Revue française d'administration publique, janvier 2004.

² Documentation de l'AMF sur la régulation et la coopération internationales : http://www.amf-france.org/documents/general/7823_1.pdf

détectent certaines anomalies des marchés, les suppriment et assurent ainsi l'efficience des marchés.

1.5 La régulation financière européenne, réactive aux chocs asymétriques mais fragile face aux chocs globaux

La régulation financière européenne se trouve donc prise entre des logiques nationales et la nécessité de coordination au niveau mondial. L'ancrage national est un atout en cas de choc asymétrique, c'est-à-dire lorsque toutes les économies ne sont pas touchées de la même façon. Les pays peuvent y apporter des réponses adaptées aux spécificités de leur économie. En revanche, en cas de choc symétrique, l'interdépendance des marchés rend nécessaire une coordination européenne et internationale. Les banques européennes sont transnationales et dépassent le champ d'action des régulateurs. En cas de crise bancaire, le système bancaire européen serait très vulnérable en raison de la fragmentation des régulations nationales³. La coordination seule ne permet pas d'apporter une réponse rapide à une crise grave, et ce d'autant plus que les liens entre régulateurs sont faibles. Cela explique pourquoi, lors de la crise des subprimes, ce sont les Banques centrales qui ont pris le leadership de la gestion de crise, car seules en mesure d'apporter des réponses globales et rapides.

2. Les Banques centrales face à la crise, entre tradition et improvisation

2.1 Un début de crise très classique, une suite beaucoup plus désarmante

La crise des *subprimes* a commencé d'une façon très classique : la bulle immobilière américaine, en éclatant, a entraîné les bourses à la baisse, réduit la liquidité sur les marchés et fait peser des risques de récession sur l'économie réelle. Les premières réponses des Banques centrales ont été tout aussi classiques : baisse des taux directeurs aux États-Unis, couplée avec une relance budgétaire, pour supporter l'économie et soulager le marché immobilier, et injection de liquidités pour apaiser les tensions sur les marchés, en particulier le marché interbancaire. La seule nouveauté a été la coordination des Banques centrales américaine, européenne et japonaise lors des opérations d' *open market*⁴. Cette coopération internationale était le moyen d'action le plus adapté à l'interdépendance des marchés mondiaux.

En revanche, la suite de la crise a été beaucoup moins classique et a vu les Banques centrales utiliser, ou inventer, des outils monétaires inédits : introduction de nouvelles opérations de marché et *bail-out* (rachat) de banques en faillite. Ces nouvelles politiques marquent à la fois l'élargissement du rôle des Banques centrales, l'adaptation de leurs outils monétaires aux transformations récentes du système financier et la mise en place d'une politique monétaire à deux vitesses, l'une par beau temps et l'autre en cas de tempête.

Ces transformations n'ont cependant pas rencontré le succès espéré et n'ont pas réussi à ramener la confiance et la liquidité, ni à éviter des faillites bancaires. Avec des effets secondaires jusqu'alors inconnus dont nous commençons à prendre la mesure.

2.2 Des outils de politiques monétaires à adapter à la nouveauté de la crise

Traditionnellement, une Banque centrale dispose de 3 outils pour mener sa politique monétaire : les taux directeurs permettant de fixer les taux d'intérêt ; les opérations d'*open market* par lesquelles les banques commerciales se fournissent en liquidités ; et celles de *discount window* permettant de prêter de l'argent aux banques en difficulté.

Les Banques centrales ont utilisé les deux premiers au début de la crise mais cela n'a pas suffi. La situation, prise dans un cercle vicieux, a continué à se dégrader : les pertes sur les produits structurés ont incité les banques à suspendre une partie de leurs

³ *Is Europe ready for a major banking crisis* de Nicolas Véron, disponible sur le site du think tank Bruegel (www.bruegel.com).

⁴ L'*open market* consiste en des rachats par les Banques centrales de titres détenus par les banques sur le marché interbancaire, ce qui permet d'apporter à ces dernières l'argent dont la crise les a privées.

activités, gelant ainsi certains marchés, et précipitant alors la baisse de valeur.⁵ Les *subprimes* se sont comportées comme une épidémie : les banques ne sachant pas lesquelles d'entre elles seraient touchées n'osaient plus se prêter entre elles. La crise financière s'est transformée en crise bancaire et les Banques centrales, responsables du système bancaire, sont alors intervenues. La complexité des systèmes bancaires et financiers les rend extrêmement vulnérables à un choc systémique, c'est-à-dire le moment où les banques font faillite à la chaîne, comme des dominos, et c'est ce que les Banques centrales ont voulu éviter à tous prix.

Leur action s'est concentrée sur 2 points : les banques ayant trop de pertes, comme Northern Rock au Royaume-Uni, Sachsen LB en Allemagne, Bear Stearns et Merrill Lynch aux Etats-Unis, ont été « sauvées » : Northern Rock a été rachetée par le gouvernement britannique ; les trois autres ont été rachetées par des banques privées sous l'impulsion des Pouvoirs publics. Ces rachats posent un important problème de *moral hazard* : les banques n'ont plus de raison d'être prudentes, car elles savent maintenant que, quoi qu'elles fassent, elles seront sauvées. Ces sauvetages, qui sont une incitation à la prise de risque, fragilisent le système dans le long terme, comme l'a montré la faillite de Lehman Brothers.

Mais, on peut aussi voir les choses à l'envers : puisque les Banques centrales sont devenues des « prêteurs en dernier ressort » et doivent sauver le système bancaire quand il va mal, elles ont le droit d'intervenir dans son fonctionnement. L'argument de *moral hazard* devient alors la justification d'une plus grande implication des Banques centrales dans la supervision du système bancaire dans son ensemble.

Par ailleurs, les Banques centrales ont prévenu des faillites en fournissant une liquidité minimale aux acteurs financiers qui en ont le plus besoin. Habituellement, les opérations de *discount window* sont suffisantes, mais elles ont été inefficaces cette fois : ceux qui pouvaient y prétendre, majoritairement les banques commerciales, n'étaient pas forcément ceux qui en avaient besoin ; et personne n'osait y recourir de peur d'en porter la marque et de voir sa réputation en pâtir. Des opérations plus fines et ciblées ont donc été nécessaires : la BCE disposait déjà d'un large éventail d'outils monétaires adaptés à la situation, tandis que la Fed a dû improviser : *Term Auction Facility* (TAF) le 12 décembre 2007, *Term Securities Lending Facility* (TSFL) le 7 mars 2008 et *Primary Dealers Credit Facility* (PDCF) quelques jours plus tard. La Fed a ainsi accepté de prêter de l'argent en échange d'actifs financiers de qualité moyenne pour assurer un minimum de liquidité, quitte à prendre des risques dans ses propres comptes.

Les Banques centrales ont élargi leur champ d'action⁶ et utilisé des outils monétaires plus ciblés, s'écartant du modèle traditionnel d'une politique monétaire menée de façon globale et en amont des marchés. La complexification des marchés et le développement de produits financiers, qui diluent l'impact de la politique monétaire sur le système financier, les ont obligé à intervenir au plus près des marchés et de ses acteurs⁷.

Une politique monétaire à deux vitesses se met donc en place : « par temps calme », les Banques centrales agissent en amont du système financier, principalement au niveau interbancaire, mais en temps de crise, elles interviennent en aval. Ces deux moments de la politique monétaire ne sont pas indépendants. Les Banques centrales devront parfois intervenir en aval pour éviter une crise qu'une action en amont n'aurait pu prévenir. Ce rôle de *Super Cop* (super agent) va changer fondamentalement la politique monétaire, en lui donnant une plus grande responsabilité sur la stabilité du système financier. La BCE n'a cependant pas eu à agir comme la Fed et son statut n'a pas changé fondamentalement. Son statut et ses objectifs devront néanmoins être revus à la lumière des profondes transformations du système financier international dans le cadre d'une concertation européenne.

5 *Deciphering the 2007-2008 Liquidity and Credit Crunch* de K. Brunnermeier pour une chronologie et une analyse des événements. L'article est disponible sur son site personnel.

6 Le 14 juillet 2008, la Fed a accordé un prêt à Freddie Mac et Fannie Mae puis AIG, élargissant son champ d'action aux organismes de refinancement hypothécaire et aux assureurs, après l'avoir élargi aux banques d'affaires, bien au-delà donc de son champ traditionnel et légal.

7 *Innovations financières et efficacité de la politique monétaire*, Bulletin de la Banque de France, décembre 2007, n°168. et *Derivatives effect on Monetary Policy Transmission*, Coenraad Vrolijk, Working paper du FMI, septembre 1997.

Malgré tous ces changements et interventions, la crise a été freinée mais pas arrêtée. La question « que ferons-nous après la crise ? » rejoint alors celle « que devons-nous faire maintenant ? », et nous examinerons quelles réponses peuvent y être apportées.

3. Ce qui a changé et ce qui reste, la régulation financière et économique en question

Il y a deux façons d'analyser la crise : la première est de regarder ce qui est différent des autres crises, la deuxième ce qui leur est commun.

Dans le premier cas, il faut étudier les mécanismes économiques qui ont abouti à la situation actuelle et voir comment cet enchaînement aurait pu être évité. Des garde-fous sont placés là où ils n'existaient pas et une crise du même type ne pourra plus avoir lieu. Mais cela n'empêche pas une prochaine crise d'un autre type d'éclater. Et il vaut mieux alors regarder ce que la crise actuelle a de commun avec d'autres grandes crises économiques, comme celles de 1929 ou 1987, pour apporter des réponses de long-terme aux instabilités du système financier. Cette première approche a été adoptée par les autorités publiques pour comprendre et gérer la crise⁸.

3.1 Une bulle immobilière à l'origine de la crise

Les *subprimes* sont des emprunts souscrits par les particuliers américains peu fortunés pour investir dans l'immobilier. Ces prêts étant à taux variables, lorsque la Fed a remonté ses taux directeurs à partir de 2004, les taux d'intérêt ont monté et les particuliers se sont retrouvés dans l'incapacité de rembourser leur emprunt. Un meilleur encadrement du crédit aux particuliers, comme cela se pratique en France et une meilleure information des consommateurs auraient évité cette situation.

Les rehausseurs de crédit ont transformé ces créances risquées en créances apparemment sans risque : en échange d'une prime de risque, ces derniers ont garanti le remboursement. Là encore, un meilleur encadrement aurait été nécessaire. En particulier, les économies, dites d'endettement, qui soutiennent leur croissance par de forts taux d'emprunt, doivent revoir leur modèle.

3.2 La diffusion de la crise via les produits financiers

Une fois « rehaussées », les *subprimes* ont été titrisées, c'est-à-dire transformées en produits échangeables sur les marchés. Elles ont été incorporées dans des packages de créances, comprenant aussi bien de « bonnes créances », que de mauvaises : les CDOs. Ces produits structurés, apparemment sans risque, ont été échangés sur les marchés avec l'objectif d'en disséminer les risques. Il faudra normaliser ces produits et faciliter le développement d'un marché secondaire plus liquide qui permettra un meilleur contrôle des échanges. La nouveauté de ces produits a rendu difficile l'évaluation de leur qualité et de leur risque. Le manque de recul historique a conduit les agences de notation à sous-estimer le risque. Il sera donc important de renforcer les modèles d'évaluation des risques des agences de notation et d'introduire une « notation des notations » qui informerait de la qualité de l'évaluation des risques.

3.3 Le système bancaire pris au dépourvu

Les banques et les acteurs financiers ont massivement investis dans ces produits apparemment sans risque. Certains de ces produits ont été placés dans des SIVs, des « fantômes comptables » permettant de masquer certains engagements comptables. Lorsque la crise a éclaté et que les CDOs ont perdu leur valeur, les banques ont alors été incapables de savoir ce qu'elles avaient perdu. Les règles de consolidation comptable doivent être révisées pour éviter le manque de transparence sur les activités hors-bilan et permettre de mieux informer les actionnaires des risques associées aux

⁸ Discours de Dominique Strauss-Kahn, président du FMI, *Lessons from the Financial Market Crisis: Priorities for the World and for the IMF*, du 13 février 2008, et Jean-François Jamet, « L'Europe face à la crise financière », in *Questions d'Europe*, Fondation Robert Schuman, 18 février 2008.

SIVs. Cela permettra de rendre plus transparentes les activités bancaires et d'éviter l'effet de suspicion induit par la crise.

En parallèle, il est important que les banques soient capables d'évaluer correctement et de contrôler leurs risques. Des tests de robustesse consistant à étudier les scénarios les plus négatifs permettraient de se préparer au pire, car le pire n'est jamais sûr. Les dispositifs prévus par les accords de Bâle II permettront notamment de mieux cibler les risques et d'adopter des attitudes préventives plus spécifiques. Les scandales financiers, comme l'affaire Kerviel, ont montré la faiblesse de certains contrôles et la nécessité de les renforcer ou de réduire le champ d'action de certains acteurs.

Enfin, la volatilité des marchés a été répercutée sur les bilans comptables des entreprises via les nouvelles normes comptables internationales qui obligent à enregistrer les engagements à leur valeur de marché. Les banques sont à la merci des humeurs des marchés et peuvent être contraintes à la fusion par leur caprice. Des règles comptables moins liées au marché, se reposant par exemple sur des actifs non risqués comme ceux des Etats, réduiraient cette volatilité comptable.

3.4 Le « package » de réformes

Les autorités internationales, comme le FMI, et nationales ont formulé des recommandations de réformes qui pourraient être résumées par la formule : « plus de transparence, plus de régulation, plus de concurrence ». Plus de transparence dans les informations financières, pour éviter que les incertitudes ne sapent la confiance ; plus de régulation, pour que les acteurs financiers n'agissent pas contre la stabilité du système financier ; plus de concurrence, pour que l'information financière soit plus fiable et mieux utilisée. Ce « package de régulations », dont l'inspiration est finalement très classique, propose donc une intensification du mouvement de régulation-libéralisation commencé dans les années 80.

Deux risques apparaissent cependant : le premier est de vouloir imposer des règles trop restrictives qui bloquent l'économie sans pour autant empêcher une nouvelle crise. Le deuxième est d'intensifier un certain type d'économie qui est peut-être à l'origine de l'instabilité du système financier. Car, au-delà des déclarations de principe, il est important de voir les limitations techniques qui surgissent dès que l'on veut intensifier la régulation et qui peuvent avoir des effets opposés à ceux souhaités.

4. Utopie régulatrice ou ambitions réformatrices ?

4.1 Difficultés techniques de préventions des crises et des bulles

Alors que la fréquence et le coût des crises économiques n'ont cessé d'augmenter depuis deux décennies, les autorités régulatrices sont rarement intervenues pour tenter de les prévenir. Les deux dernières crises américaines ont été causées par l'éclatement de bulles financières : bulle internet en 2000 et bulle immobilière en 2007. La Fed n'a pourtant pas essayé d'en empêcher la formation pour deux raisons : parce qu'elle n'en avait pas les moyens et parce qu'elle pensait que les marchés avaient la capacité de s'autoréguler, et qu'intervenir aurait été plus désastreux que de ne rien faire⁹. Cette théorie est désormais critiquée et certains demandent aux Banques centrales de suivre le précepte « mieux vaut prévenir que guérir », plutôt que l'inverse.

Mais il est très difficile de savoir s'il y a crise ou non, d'autant plus dans ses premiers stades. Les économistes commencent à comprendre certains mécanismes de développement des bulles¹⁰, mais restent incapables d'expliquer ou de prévoir leur formation. S'ils le pouvaient, leurs arguments suffiraient-ils à convaincre le système financier de faire machine arrière ? On peut en douter car les bulles sont souvent des événements collectifs ou les régulateurs et les acteurs financiers se trouvent pris.

⁹ Alan Greenspan, *The Age of Turbulence : Adventures in a New World*, 2007.

¹⁰ Résumé des théories économiques sur le développement des bulles dans l'étude de la Banque de France *Propos des bulles spéculatives*, disponible à l'adresse www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etud95_5.pdf

Et le pourrait-on, les Banques centrales n'ont pas les outils monétaires nécessaires pour dégonfler sans heurt une bulle financière. Une hausse des taux et réduction du crédit casseraient certes la bulle, mais auraient des effets extrêmement négatifs sur l'économie. Un objectif de limitation des fluctuations du prix des actifs pour les Banques centrales, en plus de celui de limitation de l'inflation, pourrait se montrer tout aussi dangereux car il casserait le cycle économique naturel des entreprises, celles-ci ne pouvant plus bénéficier de l'abondance de liquidités de marché au moment où leur liquidités internes seraient réduites¹¹.

Les Banques centrales ne sont donc techniquement pas capables de repérer une bulle et d'empêcher son développement à un coût socioéconomique raisonnable. Des outils de politique monétaire plus ciblés, notamment sous la forme de mises en garde ou d'opération de *discount window* généralisées, et plus généralement une reprise en main du contrôle du crédit par les autorités publiques, permettraient de ramener le calme sur certains marchés sans pénaliser les autres.

4.2 Le coût de la transparence limite son efficacité

L'univers financier est si complexe que les autorités régulatrices ne peuvent en avoir une vision complète et elles doivent donc s'appuyer sur ceux qui le connaissent le mieux : les acteurs financiers. Les règles prudentielles qu'ils ont adoptées, sorte d'autodiscipline, permettent d'assurer l'autorégulation du système financier. La condition nécessaire de cet équilibre est la transparence des marchés qui permet à tous de disposer de l'ensemble des informations. L'idée est que le marché est capable de traiter l'ensemble des informations disponibles et de conduire ainsi à un équilibre. Si toutes les informations concernant les *subprimes* avaient été connues, la crise aurait été évitée par les acteurs financiers. Outre que la plupart de ces informations étaient présentes avant la crise sans avoir eu le moindre effet¹², cette exigence de transparence se heurte à certaines réalités pratiques.

L'obtention et la diffusion d'informations exigent des organisations managériales lourdes et coûteuses et il est vain de croire qu'un approfondissement des procédures permettra d'atteindre une transparence absolue. Cette transparence peut d'ailleurs être néfaste: de même que l'on n'imagine pas de rendre publiques certaines négociations commerciales, de même le monde financier a parfois besoin d'une certaine opacité. Il faudrait alors que seuls les régulateurs aient accès à certaines informations confidentielles, mais on se demande si cela est encore possible. A cela s'ajoute le coût de traitement de l'information. Plus de transparence implique plus d'informations disponibles. Le travail de synthèse devient alors très exigeant et implique une hyperspécialisation des acteurs financiers. Cette sectorisation du traitement de l'information peut conduire à une certaine myopie, dont la crise des *subprimes* a donné une belle illustration.

Cette situation est sans doute aggravée par l'organisation très horizontale des banques qui ne permet pas à l'information d'être collectée et synthétisée par la hiérarchie managériale. Il n'est pas sûr qu'une meilleure transparence implique une meilleure connaissance, et l'inverse pourrait même être vrai. Il semble plus pertinent de rendre transparents des marchés opaques où devrait se concentrer l'attention des régulateurs, plutôt que rechercher à tout prix la transparence de tous les marchés.

En revanche, cette transparence peut avoir un effet positif *a posteriori*. Elle permet un enregistrement en continu de toutes les transactions financières. En cas d'incident, il est alors facile de lister les causes et de retrouver les responsables. Cette pression *a priori* peut inciter les acteurs financiers à être plus attentifs et plus prudents.

4.3 Le retard de la standardisation et l'ambiguïté de l'évaluation des risques

¹¹ E.Farhi et J.Tirole, *Competing Liquidities: Corporate Securities, Real Bonds and Bubbles*, 2008, disponible sur www.economics.harvard.edu/faculty/farhi/files/liquidity.pdf

¹² La Bank of International Settlements (BIS) avait émis de nombreuses mises en garde qui n'ont eu aucun effet. On peut aussi citer John Paulson qui, prévoyant une crise, a misé sur un effondrement des marchés et a ainsi réalisé la plus forte value jamais réalisée.

Cet effort de transparence s'accompagne de celui de standardisation des produits financiers. Il permet d'encadrer les marchés et d'éviter les échanges de produits peu fiables ou opaques. Cependant, la vitesse avec laquelle sont créés de nouveaux produits, et leur complexité intrinsèque, rend quasiment impossible une standardisation simultanée. Le plus souvent, ce sont les banques elles-mêmes qui établissent les normes pour faciliter leur activité et les régulateurs ne font que les approuver. Les marchés ont toujours une longueur d'avance sur les régulateurs : mieux réguler le marché des CDOs n'empêchera pas d'autres marchés de se développer hors du contrôle des régulateurs, comme c'est le cas du marché des CDS¹³ actuellement. Une collaboration plus étroite entre régulateurs et acteurs financiers est ici essentielle pour réduire ce retard. Il serait également envisageable de rendre automatique la normalisation de certains produits dès lors que leur volume d'échange devient trop important pour être ignoré. La régulation se concentrerait alors non pas sur ce qui existe déjà, mais sur ce qui est en développement.

L'évaluation des risques est un travail connexe à celui de standardisation. C'est un élément essentiel pour la gestion des risques. Mais, ce calcul est rendu difficile par le manque de recul dont on dispose sur ces produits. Le calcul des risques s'appuie souvent sur des historiques de 3 ans, ce qui a un effet procyclique important : la bonne santé de l'économie des 3 dernières années donne l'impression que les risques sont presque nuls alors qu'il n'en est rien. Ce biais est renforcé par la difficulté à trouver une bonne définition du risque permettant notamment de prendre en compte les éléments rares comme des krachs¹⁴.

Deux réponses peuvent être apportées : la première est de pratiquer des *stress tests*, sorte de test d'alarme incendie : on regarde ce qui se passerait dans le pire des cas afin de détecter d'éventuelles faiblesses systémiques. La deuxième est d'admettre que l'évaluation des risques peut être défaillante et de noter la qualité de l'évaluation. Deux produits financiers ayant le même risque apparent seraient ainsi différenciés par la qualité de leur évaluation. Pour éviter qu'un produit mal noté soit perçu comme plus dangereux qu'il ne l'est vraiment, on pourrait noter non pas les produits en particulier, mais certaines grandes classes.

4.4 L'organisation interne des banques comme facteur d'instabilité

La crise a également suscité de nombreuses critiques envers les traders et les spéculateurs¹⁵. Pourtant, le trader n'est pas un spéculateur, son activité est technique, si technique que certaines activités de trading ont été récemment automatisées : son travail consiste à vendre et à acheter des actifs pour ses clients. Il doit pour cela prendre des positions, ce qui peut s'apparenter à de la spéculation, mais n'est pas distinguable de l'activité de trading en général. Les traders prenant des positions risquées, pour compte propre, ne sont qu'une minorité, et c'est ceux-là uniquement qui pourraient faire l'objet d'une régulation plus sévère. En réalité, les accusations contre les traders pointent du doigt un problème bien plus important : l'organisation managériale des banques.

Contrairement à d'autres industries, la reconnaissance sociale en finance ne repose pas sur une élévation dans la hiérarchie mais par une augmentation du salaire. Les employés ont la possibilité de changer très facilement de banque et de pouvoir faire jouer la concurrence pour obtenir des salaires et bonus très élevés. Ce très faible attachement à l'entreprise, associé avec ce phénomène de *hold-up*, donne aux banques une organisation très horizontale où la hiérarchie est quasi-absente et peu considérée¹⁶. Ainsi les acteurs financiers sont incités à prendre des risques pour être reconnus, et s'ils font un faux pari, ils peuvent toujours changer de banque assez facilement. Cette

¹³ Credit Default swap, un produit financier qui sert d'assurance contre le défaut de paiement des entreprises.

¹⁴ *The Black Swann*, Nassim Nicholas Taleb, 2007, pour les questions d'évaluation de risque et les événements rares. Ou *La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation*, publication de la Banque de France, juin 2003.

¹⁵ "Barbarians at the vault", *The Economist*, 15 mai 2008.

¹⁶ Olivier Godechot, *Essai de sociologie des marchés financiers*, Editions La Découverte, 2001.

organisation horizontale¹⁷, reproduite au niveau des marchés, explique également la difficulté à avoir une vision synthétique du système financier. Certaines banques, comme Goldman Sachs, ont essayé de développer les compétences managériales de leurs employés, ce qui a permis à deux traders de convaincre leur hiérarchie de l'imminence de la crise et à la banque de s'en protéger avec succès¹⁸. Un meilleur déploiement des compétences verticalement, et non horizontalement, permettrait sans doute aux acteurs financiers d'être plus prévoyants et de pouvoir agir de façon plus coordonnée en cas de crise. En revanche, vouloir limiter les bonus ne résoudrait pas le problème d'incitation à la prise de risque, pas plus que celui d'anticipation des crises¹⁹.

5. Les réponses de long-terme à la crise et la remise en cause du système financier

Les différentes solutions décrites ci-dessus sont des solutions de court-terme, qui s'inscrivent dans le cadre de l'approche « qu'est-ce qui est différent ? » de la crise. L'autre approche, « qu'est-ce qui est semblable ? », est beaucoup plus difficile et il n'existe pas encore de consensus parmi les économistes sur le sujet. L'Union européenne pourrait cependant en être le cadre privilégié.

5.1 Rendre les marchés contracycliques pour les stabiliser

L'un des aspects principaux du système de régulation actuel est sa procyclicalité : il amplifie les effets de la croissance autant que ceux des crises. Lorsque tout va bien, l'évaluation des risques est trop optimiste, les bilans comptables sont trop élevés et cette « exubérance irrationnelle » incite les acteurs financiers à prendre trop de risque. Lorsque la conjoncture se retourne, c'est l'inverse qui se produit et les acteurs financiers se trouvent dépourvus et déprimés. L'idée est de rendre la régulation contracyclique selon un principe finalement simple, dit de Joseph : il faut mettre de l'argent de côté quand tout va bien pour l'utiliser lorsque tout va mal.

Ce principe était suivi par les banques espagnoles avant la crise qui ont pu ainsi constituer un coussin de liquidités durant les années de croissance et l'utiliser durant la crise. Alors que la crise espagnole est l'une des plus dures en Europe, aucune banque n'a fait faillite et la crise bancaire a été contenue. Cependant, le coussin de liquidités fond peu à peu et lorsqu'il sera épuisé, les banques seront tout de même touchées, et peut-être plus durement.

Dans cette nouvelle approche, les acteurs financiers sont donc obligés de renoncer à certains de leurs gains présents en prévision d'un événement futur qui n'est pas certain. Pour pouvoir imposer ce principe, les régulateurs doivent disposer d'une légitimité politique solide et de pouvoirs élargis. Or, la meilleure légitimité provient du cadre national, tandis que le champ d'action le plus adéquat est européen, voire international. C'est pourquoi l'Union européenne qui permet d'articuler des compétences nationales avec une coordination transnationale pourrait un cadre idéal pour généraliser l'utilisation de ce principe.

5.2 La liquidité comme bien public garanti par les Banques centrales

Une autre idée qui émerge est celle de « liquidité publique » : puisque la liquidité bancaire appartient et est nécessaire à tout le monde, comme l'air ou l'eau, elle devrait être un bien public²⁰. Cette liquidité serait garantie par les autorités publiques par des échanges d'actifs à l'image de ce que la Fed pratique lors de ses opérations de *discount*

¹⁷ L'expression est empruntée à T.Friedman *The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*.

¹⁸ The Guardian, *Success shines unwelcome spotlight on to Goldman Sachs et Leadership development at Goldman Sachs*, Harvard Business Review, novembre 2005.

¹⁹ C'est dans ce sens que l'organisation de Citigroup a évolué ces derniers mois, voir *Will Vikram Pandit's Bold Move at Citi Backfire*, Harvard Business Publishing, Juillet 2008.

²⁰ L'idée a été proposée lors du Colloque « Macroeconomics and Liquidity » organisé par la Banque de France en juin 2008. On retrouve des arguments similaires dans *Global Public Goods and Global Finance: Does Global Governance Ensure that the Global Public Interest is Served* de J.Stiglitz.

window élargies. La BCE et la Bank of England auraient la possibilité d'intervenir au niveau des marchés pour garantir un minimum de liquidité.

Les Banques centrales devront disposer pour cela d'informations fiables sur les produits financiers qu'elles achètent et il serait préférable pour l'Union européenne de disposer de sa propre agence de notation, indépendante à la fois des Pouvoirs publics et des acteurs financiers²¹.

L'Union européenne a la chance de disposer d'autorités nationales et d'une coordination supranationale : la BCE s'appuie sur les compétences locales des Banques centrales nationales, ce qui lui permet d'avoir l'expertise nécessaire pour intervenir sur les marchés nationaux. Elle peut aussi coordonner ces actions au niveau européen. Par exemple, le régulateur français sera le plus à même de travailler avec la branche d'une banque française installée en Allemagne, mais le fera en coordination avec les autorités allemandes via une supervision européenne. L'articulation d'une expertise nationale dans un cadre européen permettrait de garantir efficacement une liquidité minimale au sein des acteurs financiers européens. Cela permettrait aussi à l'Union européenne de prolonger et de consolider cette responsabilité au niveau international.

Mais cet élargissement du rôle des autorités publiques, tout autant que le rapprochement des activités des Banques centrales et des régulateurs, posent la question de leur responsabilité vis-à-vis des citoyens. Sans renoncer à l'indépendance des Banques centrales, qui est le meilleur moyen de contrôler l'inflation et de garantir la stabilité du système financier, il serait souhaitable de mieux les responsabiliser, en renforçant par exemple leurs liens avec le Parlement européen. Cet effort de transparence donnerait aux régulateurs la légitimité suffisante pour assumer un horizon élargi de leurs fonctions.

5.3 Durcir les conditions d'accès au crédit

La crise des subprimes n'est pas simplement une crise financière, elle est aussi la conséquence de politiques monétaires trop laxistes qui ont intensifié l'utilisation du crédit. Ce trop-plein de liquidités est sans doute l'une des causes de l'instabilité du système financier²². Il semble que les longues décennies d'abondance de crédits approchent de leur fin et il faudra alors repenser fondamentalement le fonctionnement du système financier. Celui-ci a montré qu'il n'était pas toujours efficace pour allouer correctement les ressources et il devra être restructuré pour répondre au mieux à la fois aux transformations de l'économie réelle et aux exigences des citoyens. Il ne sera plus possible de fonder la croissance économique sur la perspective d'une abondance sans fin de crédits.

Le défi sera de conserver le dynamisme du système économique tout en lui donnant un meilleur encadrement. Une première étape pourrait être de simplifier l'organisation des marchés pour les rendre intelligibles et contrôlables plus facilement. Certains managers des grandes banques américaines ont récemment proposé de restreindre l'accès aux marchés de certains acteurs financiers, évitant ainsi la prolifération de nouveaux acteurs.²³ Les fusions et faillites récentes accélèrent ce mouvement.

Les efforts de normalisation, de consolidation des marchés et de coordination des régulateurs participent de ce mouvement de « sécularisation » de la finance. Il s'agit de mieux définir et séparer les différents marchés et activités bancaires pour les insérer dans le fonctionnement économique de la société. La libéralisation des marchés a permis de soutenir les transformations de l'économie en inventant de nouveaux produits financiers et en ouvrant de nouveaux marchés, mais cette époque d'intense création touche peut-être à sa fin et la finance n'a plus les mêmes besoins d'innovations.

L'Union européenne donne déjà l'exemple d'un tel mouvement et elle sera sans doute le lieu le plus adapté pour cette tâche.

21 Les trois principales agences de notation sont d'origine anglo-saxonne. Le capital de l'une d'entre elle est cependant contrôlé par une entreprise française, mais ses activités sont basées principalement à New York et à Londres. Voir l'interview d'Angela Merkel pour le Financial Times du 11 juin 2008, *Merkel calls for eurozone ratings agency*, pour un développement de cet argument.

22 Voir le rapport annuel 2008 de la Bank of International Settlements (BIS).

23 Voir le Rapport Corrigan disponible sur www.cmpolicygroup.org/

Conclusion

La crise financière a ouvert un large champ de questions sur la place du système financier dans le fonctionnement de l'économie. En particulier, le rôle que doivent jouer les régulateurs est appelé à se transformer considérablement. C'est donc une formidable opportunité pour l'Union européenne d'utiliser son architecture particulière pour apporter des réponses de long-terme à la crise dans un cadre européen et international, pour stabiliser le système financier et soutenir ainsi son développement économique.

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

La Fondation Robert Schuman, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.