

**FONDATION ROBERT
SCHUMAN**

**L'EUROPE ET LA CRISE
ÉCONOMIQUE MONDIALE**
RÉPONSE - BILAN

avril 2011 - Sebastian Paulo

**EXPLIQUÉE
EN 10 FICHES**

www.robert-schuman.eu

Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris et du Master « *Relations internationales et diplomatie de l'UE* » du Collège d'Europe, il a notamment participé à la conception de l'étude « *Perspectives du développement mondial 2010* » réalisé par l'OCDE et au « *Rapport Schuman sur l'état de l'UE 2011* ».

RÉSUMÉ

Le Conseil européen des 24/25 mars a entériné la création d'un Mécanisme Européen de Stabilité et d'un « Pacte pour l'euro ». Ces décisions marquent un point final dans une longue série de réformes dont l'origine peut être retracée jusqu'à l'irruption de la plus grande crise financière mondiale depuis 80 ans en 2007. Cette dernière a déboussolé le système financier et plongé l'économie réelle en récession. En prolongation de la crise financière, la détérioration massive des finances publiques a lourdement frappé plusieurs Etats membres de la zone euro et compromis la crédibilité de la monnaie unique européenne.

Les turbulences financières et la crise de l'euro ont à la fois révélé les faiblesses de la construction européenne et insufflé une prise de conscience de la nécessité d'agir ensemble. La période 2008-2011 a été à l'image de l'Union européenne comme une construction politique qui évolue par les crises. Celles-ci servent de moteur à l'intégration capable de déclencher une dynamique de réforme jugée impossible depuis l'échec des référendums français et néerlandais sur la constitution européenne en 2005.

Ces 10 fiches explicatives présentent un compte rendu concis de la manière dont l'Union européenne a fait face à l'épreuve des défis lancés par le désordre financier depuis 2007. Elles visent à faciliter la compréhension du contexte de crise que l'Union européenne est en train de traverser et à fournir une vue d'ensemble des réformes adoptées pour y faire face. Les six premières fiches abordent la crise financière mondiale et les mesures prises au niveau international et européen pour gérer ses conséquences et réduire la probabilité de sa résurgence dans l'avenir. Au sein de l'Union européenne, ces mesures comprennent notamment la création d'une nouvelle architecture de surveillance financière et une forte activité législative en matière de régulation financière. Les quatre dernières fiches portent sur la crise de l'euro et la réforme de l'Union économique et monétaire.

SOMMAIRE

| | | |
|-----------------|--|-----------|
| FICHE 01 | LA CRISE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE MONDIALE EN BREF | 3 |
| FICHE 02 | CAUSES ET LEÇONS DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE | 5 |
| FICHE 03 | LA RÉFORME DE L'ARCHITECTURE DU SYSTÈME FINANCIER MONDIAL | 7 |
| FICHE 04 | RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (I) NOUVELLES INSTITUTIONS : RENFORCER LA SURVEILLANCE FINANCIÈRE DANS L'UE | 9 |
| FICHE 05 | RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (II) ACCROÎTRE LA RÉSILIENCE DU SYSTÈME FINANCIER | 12 |
| FICHE 06 | RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (III) RENFORCER LA TRANSPARENCE DU SYSTÈME FINANCIER | 14 |
| FICHE 07 | DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA CRISE DE L'EURO | 17 |
| FICHE 08 | LES PROFILS DES PAYS EN DIFFICULTÉ | 19 |
| FICHE 09 | COMMENT RÉFORMER L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE ? (I) | 22 |
| FICHE 10 | COMMENT RÉFORMER L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE ? (II) | 25 |
| | LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS | 28 |

LA CRISE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE MONDIALE EN BREF

1. L'EXPLOSION DE LA BULLE IMMOBILIÈRE AUX ETATS-UNIS À L'ORIGINE DE LA CRISE

La plus grande crise financière et économique depuis les années 1930 prend son point de départ dans le secteur du marché hypothécaire des Etats-Unis, à savoir celui des « subprimes ». Les subprimes sont une forme de crédit permettant l'accès à l'immobilier à des ménages ne présentant pas de garanties nécessaires pour accéder aux emprunts ordinaires (dits « primes »). Il s'agit d'hypothèques à haut rendement avec un risque élevé de défaut de la part de l'emprunteur. Les prêteurs comptaient limiter ce

risque par la hausse des prix immobiliers. En cas de défaut de paiement, ils pouvaient toujours revendre le bien immobilier à un prix plus élevé. En 2006, ce type de crédit représentait 10% de la totalité de la dette hypothécaire américaine.

L'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis déjoue la logique des subprimes. Le taux moyen de défaut augmente et passe d'environ 11 % au début de 2006 à plus de 20% en 2008.

2. LA TITRISATION DES SUBPRIMES FACILITE LA CONTAGION AU SEIN DU SYSTÈME FINANCIER

La titrisation est une opération financière qui permet de diversifier les risques. Une série de portefeuilles de prêts est empaquetée en un seul produit qui est tranché en titres de différentes qualités de risque. Ainsi, le risque de défaut de paiement est partagé entre de nombreux créanciers. Il s'agit d'une assurance effective tant que les défauts de paiement se produisent de façon isolée. En revanche, quand

les défauts de paiement se produisent de façon massive et simultanée – comme cela a été dans la crise des subprimes – la titrisation dissémine le risque dans l'ensemble du système financier. La complexité et l'opacité de la titrisation rend impossible la connaissance de l'exposition réelle à des produits « toxiques ».

3. LA MÉFIANCE GÈLE LE MARCHÉ INTERBANCAIRE

L'incertitude crée un climat de méfiance dans lequel les banques arrêtent de se prêter entre elles. Pour se financer, elles se voient contraintes de vendre des actifs qui n'ont pas encore été touchés par la crise. Par conséquent, la vente massive d'actifs de « bonne » qualité entraîne également une chute de leur prix. A court de liquidités et face

à la dépréciation de leurs fonds propres, nombre d'institutions financières se trouvent au bord de la faillite. L'Europe est touchée autant que les Etats-Unis, fait illustré par la nationalisation de Northern Rock, la plus grande banque hypothécaire britannique, en février 2008.

4. LA FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS SÈME LA PANIQUE

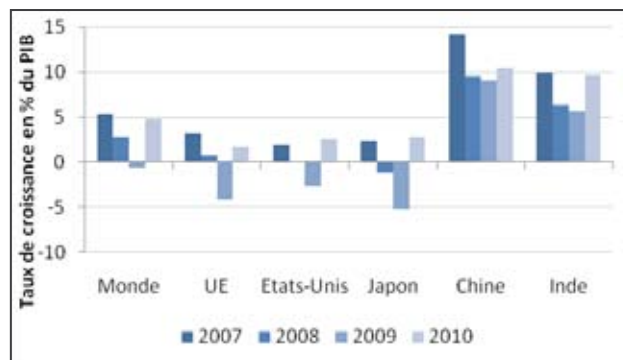
La crise atteint son point culminant en septembre/octobre 2008 quand les autorités américaines décident de ne pas sauver la banque d'investissement Lehman Brothers. Auparavant, l'Etat américain avait renfloué, entre autres, la banque d'investissement Bear Sterns et les agences hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae. La décision inverse dans le cas de Lehman Brothers déstabilise le marché fi-

nancier mondial. L'assureur AIG doit être sauvé par l'Etat américain ; les banques d'affaires Goldman Sachs et Morgan Stanley se transforment en simples banques commerciales pour être éligibles aux aides de liquidité de la Fed. En Europe, Dexia et Fortis, deux banques avec des connexions transnationales complexes, sont sauvées par le Benelux et la France.

Face aux défaillances dans le secteur bancaire, les autorités publiques sont confrontées à un dilemme : le choix difficile entre l'**aléa moral** du « sauvetage garanti » et le danger de déstabilisation par la faillite d'institutions d'importance systémique (« **too big to fail** »).

5. LA CRISE FINANCIÈRE TOURNE EN CRISE ÉCONOMIQUE

Vers la fin de l'année 2008, la crise financière commence à toucher l'économie réelle. En 2009, le PIB mondial baisse de 0,6%, la première récession mondiale depuis la Seconde Guerre mondiale. Cependant, la crise n'atteint pas tous les pays de la même manière : tandis que les pays avancés subissent une contraction importante de leurs économies, les pays émergents s'en sortent plutôt bien. Le PIB de l'UE baisse de 4,1%, la Pologne étant le seul Etat membre enregistrant une croissance positive. Le taux de chômage moyen dans l'UE passe de 6,1% en 2008 à environ 10% en 2010 (aux Etats-Unis de 5,8% à 9,7%).



Source : FMI

Les canaux de transmission de la crise : même si les économies avancées se contractent le plus, ce ne sont pas seulement les pays aux marchés financiers développés et directement exposés aux produits « toxiques » qui sont touchés par la crise. La crise économique se propage par des canaux multiples : le canal principal est sans doute la contraction de l'offre de crédit : elle nuit notamment aux PME qui dépendent davantage du financement par crédit que les grandes compagnies. Plus généralement, la baisse de la demande et la contraction du commerce international contribuent à la propagation de la crise : les exportations mondiales chutent de 12 % en 2009. Du coup, les pays les plus orientés vers les exportations subissent des contractions du PIB très importantes (Allemagne -4,7% ; Japon -5,2%). Les banques ont aussi réduit leur exposition aux marchés émergents en rationnant le crédit dans leurs filiales locales et par l'arrêt brusque de sortie de capitaux (notamment vers les pays de l'Europe centrale et orientale). Les pays en voie de développement sont également touchés de façon très variée : certains pays exportateurs de matières premières ont souffert de la chute abrupte des prix des matières premières, d'autres ont subi une baisse de l'envoi d'argent par les émigrés ou une chute des investissements directs à l'étranger (les IDE entrants mondiaux ont baissé de 37% en 2009).

6. L'INTERVENTION PUBLIQUE POUR FAIRE FACE À LA CRISE

Les banques centrales :

- Les principales banques centrales baissent leurs taux directeurs à un taux entre 0 et 1%.
- Elles se substituent au marché interbancaire, en tant que « prêteurs de dernier recours ».
- Mesures "non conventionnelles" pour stabiliser le système financier: par exemple, la promesse explicite de tenir le taux directeur à un niveau bas pendant une durée prolongée pour réduire l'incertitude; l'intervention directe sur les marchés financiers par l'achat ciblé de produits financiers pour influencer leur courbe de rendement ou pour stimuler une partie systématiquement importante du marché de crédit.

Les gouvernements :

- Les gouvernements dans les pays avancés soutiennent les institutions financières en difficulté par :
 - des injections de capital pour renforcer la base de capital des banques;
 - des garanties pour faciliter l'accès des banques aux financements;
 - des achats ou garanties d'actifs "toxiques"
- La taille des interventions varie considérablement d'un pays à l'autre. Les aides sont plus grandes dans les pays où le secteur financier prend une place plus importante par rapport à l'économie réelle comme au Royaume-Uni.

- Plans de relance pour soutenir l'économie réelle.

**Interventions publiques dans le secteur bancaire
(jusqu'en juin 2009)**

| | | En milliards d'euros | En % du PIB |
|-------------|-------------|-------------------------|-------------|
| Allemagne | Engagements | 700 | 28,1 |
| | Débours | 151 | 6,1 |
| France | Engagements | 368 | 18,9 |
| | Débours | 104 | 5,3 |
| Italie | Engagements | n/d | n/d |
| | Débours | 10 | 0,6 |
| Pays-Bas | Engagements | 265 | 44,6 |
| | Débours | 99 | 16,6 |
| Espagne | Engagements | n/d | n/d |
| | Débours | 31 | 2,8 |
| Royaume-Uni | Engagements | 845 | 54 |
| | Débours | 690 | 44,1 |
| Etats-Unis | Engagements | 2491 | 22,3 |
| | Débours | 825 | 7,4 |
| Japon | Engagements | 113 | 2,7 |
| | Débours | 3 | 0,1 |

Source : Banque d'Italie

Les plans de relance (jusqu'en mars 2009)

| | | En milliards de dollars | En % du BIP |
|-------------|--|----------------------------|-------------|
| Allemagne | | 130,4 | 3,4 |
| Espagne | | 75,3 | 4,5 |
| France | | 20,5 | 0,7 |
| Italie | | 7 | 0,3 |
| Royaume-Uni | | 40,8 | 1,5 |
| Etats-Unis | | 841,2 | 5,9 |
| Japon | | 104,4 | 2,2 |
| Chine | | 204,3 | 4,8 |

Source : Brookings Institution

CAUSES ET LEÇONS DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

Tandis que le point de départ de la crise peut facilement être trouvé dans la crise des subprimes, l'identification des causes sous-jacentes s'avère plus complexe. La crise ne peut pas être réduite à une explication mono causale. Il s'agit plutôt d'une interaction complexe de plusieurs facteurs auxquels les experts attachent une importance différente. Notamment deux courants d'interprétation de la crise structurent la réponse politique au niveau mondial et européen.

1. L'ÉCHEC DE LA RÉGULATION ET DE LA SURVEILLANCE FINANCIÈRE

Un premier courant d'explication interprète la crise principalement comme un échec du cadre régulateur et de surveillance financière. Selon cette version de la crise, les acteurs financiers opéraient dans des structures conduisant à une sous-évaluation des risques, voire à une prise excessive de risques.

Les défaillances de la gestion des risques au niveau des entreprises financières :

- Des pratiques de rémunération encourageant la prise de risque et le court-termisme : des primes en options et actions sans restriction de « cash out » ; bonus liés à la performance annuelle des traders, etc.
- Une évaluation de risques inadaptée :
 - L'exposition à des chocs systémiques sous-estimée par les modèles de risques.
 - Des « stress-tests » (tests de résistance) trop souvent basés sur des présomptions de conditions économiques plus favorables qu'en réalité.
 - La complexité et l'opacité de produits financiers compliquant l'évaluation de risques : la titrisation en est l'exemple le plus pertinent. Son modèle « originate and distribute » (octroi puis cession de crédits) limite l'intérêt de l'émetteur d'un crédit d'évaluer le risque proprement.
- Manque de transparence dans une grande partie des marchés financiers : les produits dérivés « de gré à gré » sont un exemple. Ces produits ne sont pas négociés sur les places boursières, mais de manière privée entre acheteurs et détenteurs.
- Une confiance excessive placée dans les agences de notation de crédit : des méthodologies imparfaites, des conflits d'intérêt par le fait que celui qui est noté paie la notation, « rating shopping » (achat de la notation la plus favorable).

Les pratiques régulatrices et de surveillance financière :

- Le cadre régulateur a surestimé la capacité des banques à gérer les risques et, par conséquent, sous-estimé le niveau des fonds propres qu'elles devraient détenir.
- Trop d'attention portée à la régulation microprudentielle d'institutions financières individuelles et négligence des développements plus généraux et des risques systémiques.
- Problèmes d'échange d'information et de coordination entre les différents acteurs de la surveillance financière. Il n'y avait pas de mécanisme garantissant qu'une identification de risques déclenche une prise de décision collective.

2. LA CRISE COMME CONSÉQUENCE DE DÉVELOPPEMENTS MACROÉCONOMIQUES

La crise financière mondiale a été précédée par une période de conditions économiques particulièrement favorables caractérisée par une liquidité abondante et des taux d'intérêts bas. Ces deux facteurs ont largement contribué à la crise financière. Ils ont été causés par une politique monétaire expansive dans les économies avancées et des déséquilibres macroéconomiques mondiaux.

La politique monétaire « laxiste », notamment aux Etats-Unis après la crise « dot.com », a entraîné une expansion du crédit qui a stimulé la consommation et les investissements aux Etats-Unis. La bulle immobilière, dont l'éclatement se trouve à l'origine de la crise financière récente, en était une conséquence.

En même temps, des déséquilibres macro-économiques mondiaux se sont accrus au cours de la décennie précédant

la crise. Ceux-ci se manifestent notamment par une augmentation du déficit du compte courant des Etats-Unis qui trouve son reflet dans les excédents en Asie (notamment la Chine) et les pays exportateurs de pétrole (Moyen-Orient, Russie). L'expansion du crédit aux Etats-Unis a largement été financée par l'entrée massive de capitaux en provenance de pays excédentaires.

La demande croissante aux Etats-Unis a été satisfaite par des importations venant de la Chine et autres pays asiatiques. En contrepartie, les excédents de ces pays ont été investis dans des titres d'Etat américain et d'autres actifs à faible risque. Ces investissements ont conduit à une baisse des rendements et encouragé d'autres investisseurs à développer des instruments financiers offrant un rendement plus attractif.

LA RÉFORME DE L'ARCHITECTURE DU SYSTÈME FINANCIER MONDIAL

La crise financière mondiale a conduit à une mobilisation politique importante au niveau international pour éviter que la crise ne tourne aussi mal que celle de 1929. Cette dernière évoque des souvenirs de réponses fragmentées et purement nationales qui n'ont fait qu'aggraver ses conséquences économiques.

Le groupe des 20 (G20) se trouve au cœur d'une nouvelle architecture mondiale. En outre, le rôle de plusieurs institutions spécialisées dans la régulation et surveillance financières est revalorisé, notamment celui du Fonds Monétaire International (FMI) et du Comité de Stabilité financière (CSF). Ces réformes reflètent aussi un changement du rapport de force mondial en faveur des pays émergents et au détriment des puissances établies, notamment des Etats européens.

1. LE G20 : LE NOUVEAU FORUM DE PILOTAGE DE LA GOUVERNANCE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE

Le G20 a été créé en 1999, en réponse aux crises financières qui ont touché les pays émergents pendant les années 1990, notamment la crise asiatique. Les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales des pays industrialisés et émergents se sont réunis une fois par an dans ce format. En 2008, face à la crise financière mondiale, le G20 a été

promu en forum de pilotage de l'économie mondiale, désormais au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement. La montée en puissance du G20 va de pair avec une perte d'importance du G8. Représentant 85% de l'économie mondiale et 66% de la population mondiale, le G20 reflète mieux les réalités du 21^{ème} siècle.

Les membres du G20 : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, Etats-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie, Turquie, Union européenne. D'autres pays et organisations régionales peuvent être associés aux sommets.

Bilan de cinq sommets du G20 :

- Coordination des mesures pour limiter les effets de la crise au niveau national (mesures de soutien aux activités de crédit des banques, injections de liquidités par les banques centrales, plans de relance, etc.) : l'idée est d'optimiser la réponse politique et d'éviter des problèmes d'action collective (passagers clandestins). Pourtant, la coopération ne s'est pas faite sans frictions ou reflexes protectionnistes. Deux exemples sont les querelles sur la clause « Buy America » du plan de relance américain et les querelles monétaires, notamment la sous-évaluation du taux de change de la monnaie chinoise.
- Détermination de l'agenda de réforme pour la régulation et la surveillance financières.

| | |
|------------|----------------|
| Washington | novembre 2008 |
| Londres | avril 2009 |
| Pittsburgh | septembre 2009 |
| Toronto | juin 2010 |
| Seoul | novembre 2010 |

- Renforcement des capacités d'aide des institutions financières internationales. Le sommet de Washington, par exemple, a augmenté les ressources du FMI et des banques de développement de 850 milliards €.
- Réformes des institutions internationales (FMI, Banque mondiale, CSF,...) pour accroître leur efficacité ainsi que leur légitimité, notamment en tenant compte du poids croissant des pays émergents.

2. LA REVALORISATION DU RÔLE DU FMI PAR LA CRISE

Le FMI est l'une des organisations internationales mise en place par les accords de Bretton Woods en 1944. A l'origine, son objectif principal a été le bon fonctionnement du régime monétaire de Bretton Woods (système de changes fixes, mais ajustables) qui cesse d'exister en 1971. Le FMI redéfinit continuellement son rôle à travers les crises pétrolières des années 1970, la crise de la dette des années 1980, les défis des économies en transition après la guerre froide et les crises de la dette des années 1990. Après une période pendant laquelle son rôle a été discrédité et affaibli, la crise remet le FMI sur le devant de la scène internationale. En particulier, le FMI dispose d'instruments importants pour aider ses Etats membres à surmonter les défis lancés par la crise :

- Ressources financières pour aider les pays rencontrant des difficultés dans leur balance des paiements : la capacité de prêt du FMI s'élevait à 265 milliards \$ avant la crise. En avril 2009, le G20 a décidé de tripler ces ressources. Le FMI a longtemps été connu pour la conditionnalité « dure » liée à l'octroi de ses prêts. Pendant la crise, le FMI a également introduit des instruments plus flexibles.
- Surveillance bilatérale et multilatérale pour assurer la stabilité financière et macroéconomique des Etats membres et au niveau mondial.
- Capacité d'analyse (World Economic Outlook, Global Financial Stability Report) et assistance technique.

- Surveillance bilatérale et multilatérale pour assurer la stabilité financière et macroéconomique des Etats membres et au niveau mondial. Avec 187 Etats membres, le FMI est une organisation quasi-universelle. L'influence à l'intérieur de l'organisation dépend toutefois largement du poids économique des Etats membres. Chaque Etat membre se voit attribuer une part de quotas. Ceux-ci déterminent la contribution financière aux ressources financières du FMI par les membres. La répartition des quotas est révisée tous les 5 ans.

Sous l'impulsion du G20, la gouvernance du FMI est réformée. En décembre 2010, la 14ème révision générale de quotas a été décidée. La réforme prévoit un doublement des quotas résultant en un changement de 6% de la répartition des quotas en faveur des pays émergents. La Chine, la Corée du Sud, l'Inde, le Brésil et le Mexique sont les plus grands gagnants. Avec une part de 17%, les Etats-Unis gardent leur droit de veto (les décisions importantes doivent être prises avec une majorité de 85%).

Le comité exécutif devient plus représentatif et entièrement élu. Au total, le comité consiste en 24 sièges, dont au maximum 7 pour les Européens. Les Européens renoncent donc à 2 sièges et doivent trouver un accord intra-européen (incluant la Suisse) sur la répartition concrète de ces sièges jusqu'en 2012.

3. LE COMITÉ DE STABILITÉ FINANCIÈRE (CSF)

Le CSF est le successeur du Forum de stabilité financière (FSF). Le FSF a été créé par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G7 en 1999 pour promouvoir la stabilité financière. C'est principalement un organisme de coordination pour former un consensus autour des meilleures pratiques en matière de régulation et de surveillance et pour identifier les vulnérabilités du système financier mondial. Son secrétariat se situe dans la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle.

Les sommets du G20 à Washington et à Londres ont initié une réforme du FSF, rebaptisé CSF. Désormais, sa composition tient mieux compte du rôle croissant des pays émergents et son mandat est renforcé. Ces changements corrigent la fausse logique inhérente au FSF voyant les sources d'instabilité financière principalement dans les pays émergents et selon laquelle les pays avancés se sont réservé le droit d'élaborer des règles pour le reste du monde.

Les pays membres du CSF disposent d'un à trois sièges occupés par la Banque Centrale et/ou le Ministère des Finances ; les pays avec 3 sièges sont aussi représentés par une autorité de surveillance financière. Les 24 Etats membres (et nombre de sièges de chacun) : Argentine (1), Australie (2), Brésil (3), Canada (3), Chine (3), France (3), Allemagne (3), Hong-Kong (1), Inde (3), Indonésie (1), Italie (3), Japon (3), Mexique (2), Pays-Bas (2), Corée du Sud (2), Russie (3), Arabie Saoudite (1), Singapour (1), Afrique du Sud (1), Espagne (2), Suisse (2), Turquie (1), Royaume-Uni (3), Etats-Unis (3). En outre, des organisations internationales siègent au CSF (BRI, Commission européenne, BCE, FMI, Banque Mondiale, OCDE). Six organisations sectorielles élaborant des règles financières sont également représentées (par exemple, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire).

4. ORGANISATIONS SECTORIELLES

- Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB)
 - Le CBCB est un forum de coopération internationale visant à améliorer la surveillance bancaire. Il a son siège dans la BRI à Bâle. Le CBCB a été créé en 1974 par les gouverneurs des banques centrales du G10 (Allemagne, Belgique, Canada, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Royaume-Uni, Etats-Unis). Sa composition a été élargie comme celle du CSF pour inclure les pays émergents.
 - Le Comité de Bâle est notamment connu pour les accords de Bâle sur les exigences en fonds propres, c'est-à-dire le ratio entre l'argent que les banques peuvent prêter et le capital qu'elles sont tenues à détenir (Bâle I – 1988 ; Bâle II – 2004 ; Bâle III – 2010).
- Autres organisations : International Accounting Standards Board (IASB); International Organisation of Securities Commissions (IOSCO); International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (I)

NOUVELLES INSTITUTIONS : RENFORCER LA SURVEILLANCE FINANCIÈRE DANS L'UE

La crise financière mondiale a déclenché une forte activité législative en matière de régulation et de surveillance financières dans l'UE. Une grande partie des réformes en cours ont figuré dans le rapport Larosière présenté le 25 février 2009. La Commission européenne avait chargé l'ancien directeur général du FMI de présider un groupe de haut niveau pour élaborer des propositions de réforme.

- Régulation : les règles qui gouvernent les activités des institutions financières
- Surveillance : les processus et les structures mis en place pour assurer que les règles soient respectées

La crise financière a mis en évidence la fragmentation de la surveillance financière dans l'UE. Les mécanismes en place se sont montrés inadaptés à un marché des services financiers intégré au niveau européen. Pour remédier aux défaillances qui se sont manifestées pendant la crise, un nouveau système européen de surveillance financière a été mis en place. En janvier 2011, 4 nouvelles institutions de surveillance ont commencé leur travail.

1. LA SURVEILLANCE FINANCIÈRE DANS L'UE AVANT LA CRISE : UN SYSTÈME MARQUÉ PAR LA FRAGMENTATION

Les autorités financières nationales sont la base de la surveillance financière dans l'UE. Jusqu'à une date récente, celles-ci étaient chapeautées par 3 comités de surveillance au niveau européen :

- Le comité européen des contrôleurs bancaires (CECB)

- Le comité européen des assurances et des pensions professionnelles (CEAPP)
- Le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)

Dotés de pouvoirs purement consultatifs, ces comités manquaient de capacité à surmonter les divergences de traditions nationales pour former un ensemble cohérent de surveillance.

- Une grande partie des règles techniques est déterminée au niveau national où il existe des différences considérables entre Etats membres. En outre, les pouvoirs des autorités varient d'un Etat membre à l'autre. Il en résulte un cadre réglementaire morcelé et une surveillance financière inégalement appliquée dans l'UE. Cela nuit à la stabilité financière, par exemple quand l'activité financière peut se diriger vers les endroits où la surveillance est la plus faible.
- Le système de surveillance financière dans l'UE manquait également de mécanismes fiables pour résoudre les différends relatifs aux activités financières transnationales.
- L'échange d'information entre les autorités nationales était insuffisant.
- En cas de crise, les autorités nationales ne parvenaient pas à prendre des mesures d'urgence coordonnées (par exemple, l'interdiction isolée des « ventes à découvert à nu » par l'Allemagne tandis que cette opération est plus utilisée dans d'autres pays européens et peut facilement se déplacer).

➤ En bref, le système de surveillance dans l'UE s'est avéré particulièrement lourd à manier. Pour cette raison, le rapport Larosière identifie comme une faiblesse principale l'absence d'un mécanisme formel et efficace assurant qu'une identification de risques entraîne des mesures concrètes et coordonnées au niveau européen.

2. LA NOUVELLE ARCHITECTURE DE SURVEILLANCE EUROPÉENNE

Se fondant sur les recommandations du groupe Larosière, la Commission a élaboré des propositions visant à établir un nouveau système européen de surveillance financière. Le 22 septembre 2010, le Parlement européen a voté le nouveau cadre de surveillance proposé par la Commission. La décision a été adoptée par le Conseil des ministres le 17 novembre 2010.

3 Autorités de Surveillance Européennes (ESA) et un Comité Européen du Risque Systémique (CERS) ont commencé leur travail en janvier 2011 et remplacent les comités de surveillance.

3. LA PARTIE « MACROPRUDENTIELLE » : LE COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE (CERS)

Le CERS est responsable de la surveillance du risque systémique. Il comporte un système d'alerte précoce pour assurer la solidité de l'ensemble du système financier. Son secrétariat est placé au sein de la BCE à Francfort/Main.

Structure

- Le conseil d'administration général est l'organe de décision principal du CERS.
- Composition : tous les gouverneurs des banques centrales européennes, le président et le vice-président de la BCE, un membre de la Commission européenne et les présidents des 3 autorités de surveillance européennes. Les autorités de surveillance nationales et le président du Comité économique et financier (CEF) feront également partie du conseil, mais sans droit de vote.
- Un comité de direction est responsable de la préparation des décisions. Il est composé du président et du vice-président du CERS, du vice-président de la BCE, de 4 autres membres du comité général également membres du conseil général de la BCE, des présidents des nouvelles autorités européennes de surveillance, du président du CEF et du membre de la Commission.
- Le Président est élu par les membres du conseil d'administration général pour 5 ans, renouvelables. Le président de la BCE assure la présidence du CERS pour une durée initiale de 5 ans.

Comment fonctionne le système d'alerte ?

- Le CERS identifie les dangers pour l'ensemble du système financier.
- Il émet des alertes et formule des recommandations quant aux mesures à prendre.
 - Les destinataires peuvent être l'UE dans son ensemble (Conseil), un ou plusieurs de ses États membres, une ou plusieurs autorités européennes de surveillance ou encore une ou plusieurs autorités nationales de surveillance.
 - Si le destinataire est d'accord avec la recommandation, il devra communiquer les actions mises en œuvre pour régler le problème en question.
 - Si le destinataire ne suit pas la recommandation, il est obligé de fournir une justification appropriée ("agir ou se justifier"). Le CERS informe le Conseil des ministres, si les justifications fournies sont jugées insuffisantes.
- En général, les recommandations du CERS seront également envoyées au Conseil. Pour éviter des réactions exagérées des marchés, la publication des recommandations sera décidée au cas par cas.

4. LA PARTIE « MICROPRUDENTIELLE » : LES 3 AUTORITÉS DE SURVEILLANCE EUROPÉENNES (ASE)

- Autorité bancaire européenne (ABE) – Londres
- Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) – Francfort/Main
- Autorité européenne des valeurs mobilières (AEVM) – Paris

Les ASE remplacent les 3 comités de surveillance. Les autorités nationales restent responsables de la surveillance courante du secteur financier tandis que les AES veillent à une application cohérente. Un comité mixte assure la coopération et l'échange d'informations entre les AES et le CERS pour tenir compte du lien entre surveillance macro et micro prudentielle.

Le mandat des ASE :

- Promouvoir l'élaboration d'un ensemble unique de règles harmonisées en matière de surveillance.
- Assurer l'application cohérente des règles dans l'UE.
- Faciliter l'échange d'information, la coordination et l'accord entre les différentes autorités nationales, y compris à l'intérieur des collèges de superviseurs (qui sont responsables de la surveillance d'entités financières transnationales). À cet égard, elles pourront promouvoir les évaluations des risques, engager et coordonner des simulations de crise à l'échelle de l'UE afin d'évaluer la résistance des établissements financiers.
- Surveiller les agences de notation de crédits.
- Pouvoir de décision en cas d'urgence, y compris interdisant certains produits, par exemple, interdiction harmonisée des ventes « à nu ».

Les ASE sont responsables devant le Conseil des ministres et le Parlement européen. Toute décision contraignante des AES pourra faire l'objet d'un contrôle par les juridictions de l'UE. Elles sont soumises au contrôle de la Cour européenne des auditeurs et de l'Office européen antifraude (OLAF).

RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (II)

ACCROÎTRE LA RÉSILIENCE DU SYSTÈME FINANCIER

Un premier groupe de réformes dans le domaine de la régulation financière poursuit un double objectif : assurer la stabilité du système financier tout en associant le secteur financier aux coûts de la crise.

5. NIVEAU DES FONDS PROPRES DANS LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS

La réforme des règles concernant les exigences en fonds propres est l'une des mesures pour rendre le secteur bancaire plus résilient dans l'avenir. L'adéquation des fonds propres est le ratio entre le capital qu'une banque doit détenir et les risques qu'elle peut encourir dans ces activités (par exemple, les prêts qu'elle octroie). Ces fonds propres servent de réserve tampon pour absorber des pertes en temps de crise.

Les accords de Bâle : le cadre international en matière de régulation des fonds propres.

Au niveau international, les règles sur l'adéquation des fonds propres sont élaborées au sein du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). Le premier accord de Bâle date de 1988. La régulation des fonds propres au niveau international sert à assurer que les banques soient en mesure d'absorber des pertes sans causer une crise systémique et à mettre les banques sur un pied d'égalité pour éviter que la compétition entre différents centres financiers ne mène à une course vers les règles les plus souples.

En 2004, a succédé à Bâle I un deuxième accord dont les règles ne sont entrées en vigueur qu'en janvier 2008 dans l'UE et en avril 2010 aux États-Unis. Comme réaction à la crise et pour remédier à certaines faiblesses de Bâle II, le CBCB a adopté l'accord Bâle III en septembre 2010. Cet accord a été entériné par le sommet du G20 à Seoul en novembre 2010.

Les changements principaux de Bâle III :

- Augmentation des exigences minimales en fonds propres – cela concerne à la fois la quantité et la qualité du capital détenu. La notion de qualité se réfère notamment à une définition plus stricte de ce qui peut compter comme capital « Tier 1 » (le type de capital qui est jugé avoir la meilleure capacité d'absorption de chocs).
- Atténuation de la procyclicité des exigences en fonds propres par un tampon anticyclique de 0 à 2,5% en sus des exigences minimales. Les règles de Bâle ont toujours été critiquées pour leur effet procyclique (dû au fait que les risques – et par conséquent les exigences minimales en fonds propres – sont sous-estimés en temps économiques favorables ce qui empêche l'accumulation suffisante de capital pour absorber les pertes en temps de crise). Le tampon anticyclique devrait être activé en période de croissance excessive de crédit.
- Introduction d'un « ratio du levier » et de nouveaux ratios de suivi du risque de liquidité

Les directives européennes de fonds propres datent de l'année 2006 (2006/48/CE et 2006/49/CE). En octobre 2008, la Commission européenne a proposé un premier amendement qui a été suivi par une deuxième proposition en juillet 2009. Dans l'esprit des discussions de réforme autour de Bâle III, les propositions visent à améliorer la qualité et la quantité du capital détenu par les banques

ainsi qu'à introduire des coussins anticycliques. Les propositions visent aussi à une plus grande considération des risques liés aux produits titrisés dans la détermination du niveau des fonds propres par une transparence accrue de l'exposition à ces produits.

Une réforme des exigences en fonds propres est également envisagée pour le secteur des assurances (Solvency II).

6. GESTION ORDONNÉE DE DÉFAILLANCES BANCAIRES

L'absence de règles permettant la gestion ordonnée de défaillances bancaires sans risquer la déstabilisation du système financier dans son ensemble a coûté cher aux contribuables. Les aides d'Etat accordées aux banques pendant la crise financière se sont élevées à environ 13% du PIB de l'UE.

La Commission européenne est en train de préparer une proposition législative sur la gestion des crises. Elle pro-

pose de mettre en place un réseau harmonisé de fonds de résolution nationaux. A long terme, l'idée est d'arriver à un fonds de résolution de l'UE.

Pour contribuer à la résolution ordonnée des défaillances bancaires, les fonds pourraient financer un certain nombre de mesures : banques-relais; transfert des actifs/passifs de l'entité en difficulté; séparation en « bonne banque » et « mauvaise banque ».

Taxer les banques est un moyen d'associer le secteur bancaire au financement de fonds de résolution. Certains Etats membres comme la Suède, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont déjà introduit une taxe bancaire ou décidé de le faire. La Commission européenne propose que les 27 Etats membres de l'UE introduisent ce type de taxe pour financer les fonds de résolution. Néanmoins, il n'existe pas de consensus sur cette question : la France et le Royaume-Uni, par exemple, aimeraient voir les recettes de la taxe bancaire directement attribuées aux budgets d'Etat, et non aux fonds de résolution. Des pays comme l'Italie, qui n'ont pas dû s'engager dans des sauvetages coûteux de banques pendant la crise, sont opposés à la taxe bancaire.

7. SYSTÈMES DE GARANTIES

La question de la protection des déposants est étroitement liée à la question des défaillances bancaires. Une crise bancaire expose les déposants au risque de perdre leur argent ; les mouvements de panique pour retirer leur argent (« bank runs ») peuvent également déstabiliser le système financier.

Pendant la crise financière mondiale la décision a été prise que les banques européennes garantissent toutes jusqu'à 100.000 € par déposant. Il est important d'établir un niveau de protection harmonisé dans l'UE pour éviter que les dépôts ne se déplacent vers les pays avec les règles les

plus protectrices en cas de crise. Une protection inégale pourrait aussi mener à un niveau de protection divergent à l'intérieur d'un même pays : les clients d'une banque locale bénéficieraient d'une protection différente que ceux d'une filiale d'une banque étrangère.

L'objectif est d'arriver à un système de garanties de dépôts préfinancé par le secteur privé qui n'est subventionné qu'exceptionnellement par l'argent public. De plus, la Commission étudie des moyens d'améliorer les systèmes de garantie pour les assurés.

L'idée d'une taxe sur les transactions financières a été avancée comme une mesure pour stabiliser les marchés financiers et associer les acteurs financiers aux coûts de la crise. Tandis que la taxe a été refusée par le G20, certains Etats membres, notamment la France, l'Allemagne et l'Autriche, proposent de l'introduire au niveau européen.

Une proposition de l'Autriche prévoit de taxer les transactions financières à 0,01%. Les soutiens de la taxe argumentent qu'elle pénaliserait notamment les flux financiers de nature spéculative et ne nuirait pas à l'approvisionnement de l'économie réelle en liquidités.

La Suède et le Royaume-Uni ne souhaitent pas mettre en œuvre une telle taxe sans la participation des Etats-Unis et d'autres centres financiers importants. Ils craignent une diminution de l'attractivité de l'UE en tant que place financière.

Selon la Commission européenne, une taxe sur les transactions financières pourrait engendrer des recettes considérables (autour de 20 milliards €, même dix fois plus si les produits dérivés sont inclus). L'introduction d'une telle taxe serait, cependant, liée à des problèmes pratiques, avant tout le fait que 70% des recettes de la taxe proviendraient de la place financière de Londres. Il s'agit là aussi d'un argument contre une telle taxe seulement pour la zone euro.

Le 8 mars 2011, le Parlement européen s'est prononcé dans une résolution en faveur d'une taxe sur les transactions financières au niveau mondial. Si la taxe n'est pas réalisable au niveau mondial, l'UE devrait donner l'exemple.

L'idée de taxer les transactions financières n'est pas récente. A l'origine, elle a été proposée par l'économiste James Tobin pendant les années 1970.

8. AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT (ANC)

La confiance quasiment aveugle dans les notations des ANC a été identifiée comme un défaut majeur dans la gestion de risques avant la crise financière mondiale. Les ANC donnent des avis concernant la solvabilité d'emprunteurs (entreprises ou Etats) et les risques liés aux émissions de dette.

Les principales faiblesses des ANC :

- La crise financière a mis en question les méthodologies et modèles de risque utilisés pour élaborer les notations. Les ANC ont notamment manqué d'anticiper l'impact d'un choc systémique, comme celui de l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis, et la contagion par la titrisation, qui a mis le prix de produits financiers ayant reçus la meilleure notation (AAA) à la baisse.
- Conflits d'intérêts : les ANC sont payées par les organismes qu'elles sont censées évaluer. Cette pratique est favorable au phénomène du « rating shopping » (l'émetteur de dette choisit l'agence susceptible de publier la meilleure notation).
- Manque de concurrence : le marché des ANC est dominé par 3 institutions américaines (Fitch, Moody's et Standard & Poor's).

Un premier règlement sur les ANC au niveau européen a été adopté en 2009. Il est entré en vigueur le 7 décembre 2010. Les ANC doivent s'enregistrer et se soumettre à des règles pour accroître leur transparence et éviter des conflits d'intérêt.

- Publicité des modèles, méthodes et principales hypothèses sur lesquelles les ANC fondent leurs notations
- Publication d'un rapport de transparence annuel
- Mise en place d'un système de contrôle interne de la qualité des notations
- Les conseils d'administration des ANC doivent inclure au moins deux membres rémunérés indépendamment de la performance économique de l'agence.

Sous l'impression du rôle joué par les ANC dans la crise

de la dette dans la zone euro, la Commission européenne a proposé une révision du règlement sur les ANC en juin 2010. Cette proposition vise à renforcer la surveillance des ANC et prévoit un rôle central à cet égard pour les nouvelles autorités de surveillance.

En outre, les émetteurs d'instruments financiers structurés devront fournir à toutes les ANC intéressées les informations qu'ils ont transférées à l'agence choisie pour établir une notation (permettant la publication de notations non sollicitées).

Pour résoudre le problème du manque de concurrence, la Commission réfléchit à des mesures structurelles, par exemple la création d'une agence de notation européenne.

RÉGULATION ET SURVEILLANCE FINANCIÈRES DANS L'UE (III) RENFORCER LA TRANSPARENCE DU SYSTÈME FINANCIER

Un deuxième ensemble de mesures vise à accroître la transparence des marchés financiers. Jusqu'à la crise, nombre de produits, acteurs et opérations financiers échappaient au radar de la régulation financière. La Commission européenne s'est fixé l'objectif de combler toutes les lacunes du cadre régulateur dans l'UE.

9. LES FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIFS (FIA)

Les fonds d'investissement alternatifs lèvent des fonds pour les investir dans des entreprises. Ils n'ont pas été à l'origine de la crise financière, mais ont joué un rôle de transmission de risques. Ils emploient souvent des stratégies d'investissement très vulnérables aux risques liés aux produits financiers complexes et opaques. Le type de FIA le plus connu est sans doute le hedge fund, mais il existe aussi d'autres types (fonds immobiliers, fonds d'action, etc.).

En octobre 2010, un accord a été obtenu relatif à la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (connu sous l'acronyme anglais : AIFMD). Les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs sont tenus de respecter un certain nombre de règles pour avoir accès aux marchés de l'UE. A cet effet, ils doivent se soumettre à un système de certification (il y aura un « passeport » pour les gestionnaires européens et un « passeport » pour

les gestionnaires de pays tiers). Les gestionnaires de pays tiers doivent souscrire aux règles internationales contre le blanchiment d'argent et l'évasion fiscale pour obtenir un passeport.

L'autorité européenne de valeurs mobilières (AEVM) et le comité européen du risque systémique (CERS) ont un rôle important de surveillance des FIA et assurent la mise en œuvre du système de passeports. L'AEVM, par exemple, peut ordonner aux régulateurs nationaux d'interdire les activités de hedge funds si elles posent un risque à la stabilité.

L'élaboration de la directive avait été compliquée par le fait que l'activité des hedge funds dans l'UE est très concentrée sur le Royaume-Uni où 80 % des hedge funds sont actifs.

10. LES PRODUITS DÉRIVÉS

Un produit dérivé est un instrument financier dont la valeur est « dérivée » d'une valeur sous-jacente (prix de matières premières, taux d'intérêt, évolution monétaire). Il prend la forme d'un contrat financier entre deux parties lié à l'évolution future du sous-jacent auquel il se réfère.

Les produits dérivés sont souvent utilisés pour effectuer des opérations de couverture. Par exemple, une compa-

gnie aéronautique peut conclure un contrat qui lui donne le droit d'acheter de l'acier, dont elle a besoin pour satisfaire une commande, à un prix fixé jusqu'à une date donnée. Dans ce cas-là, la valeur du produit dérivé dépend de l'évolution du prix de l'acier. S'il augmente, la compagnie gagne grâce au contrat dérivé, s'il baisse le contrat est moins attractif.

Les contrats de couverture de défaillance ou dérivés de crédit (credit default swaps ; CDS) sont un exemple de produit dérivé. Ils sont essentiellement un instrument d'assurance contre la défaillance d'un débiteur. En cas d'insolvabilité de l'emprunteur, les pertes encourues par le créancier sont amorties par le CDS.

Mais les CDS peuvent aussi être utilisés à des fins spéculatives comme cela est devenu apparent lors de la crise de la dette dans la zone euro (pour « parier » sur la défaillance d'un Etat). L'acheteur gagnerait par une augmentation de la valeur du CDS due à une perception des marchés que le risque de défaillance augmente (CDS « à nu »).

Les produits dérivés ont connu une croissance importante au cours de la dernière décennie. Presque 90% des marchés dérivés ne se déroulent pas dans le cadre d'un échange officiel mais de transactions de gré à gré (c'est-à-dire hors bourse ou « over the counter » - OTC). Les

opérations de gré à gré conduisent à une opacité considérable sur qui vend quoi et à qui. Les risques de pertes sont importants si une partie n'effectue pas le paiement nécessaire au moment où il est dû.

La vente à découvert consiste à vendre des actifs, par exemple des produits dérivés, que l'on ne possède pas mais que l'on prévoit d'acheter afin de les remettre à l'acheteur. Si la valeur de l'actif sous-jacent diminue entre la vente de l'actif et sa livraison, le vendeur réalise un profit. Cette pratique peut apporter de la liquidité aux marchés, mais elle comporte aussi des risques pour la stabilité de l'ensemble du système financier (par exemple, des spirales baissières artificielles). Les ventes à découvert « à nu » sont considérées particulièrement problématiques (c'est-à-dire quand l'actif destiné à la vente n'a pas encore été emprunté). Ces ventes comportent un risque important de règlements défallants.

En septembre 2010, la Commission européenne a adopté deux propositions dans le domaine des produits dérivés :

a. Accroître la transparence et la gestion de risques dans les transactions de gré à gré

- les informations sur toutes les transactions européennes doivent être transmises à des référentiels centraux et accessibles aux autorités de surveillance
- les contrats dérivés standards doivent être compensés par des contreparties centrales (Central Counterparty - CCP) pour réduire les risques en cas de défaillance d'une partie (un contrat dérivé de gré à gré compensé par une CCP doit respecter un niveau plus élevé de garanties qu'un contrat qui ne passe pas par une CCP)

Ces règles s'appliqueront aux entreprises financières et non-financières qui dépassent un certain seuil de transactions de gré à gré

L'AEVM sera responsable de l'identification de contrats dérivés standards (c'est-à-dire ceux qui doivent être compensés par des CCP). Elle assurera aussi la surveillance des référentiels centraux et sera membre des collèges superviseurs de CCP opérant dans plusieurs Etats membres. Elle définit également les seuils pour détecter quelles entreprises doivent se soumettre aux règles de transparence accrue et de compensation par les CCP.

Des contreparties centrales (CCP) se placent comme intermédiaire entre les deux parties à une transaction ("the buyer to every seller and the seller to every buyer"). Elles gèrent le risque si une des parties n'est pas capable d'effectuer le paiement nécessaire au moment où il est dû.

Un référentiel central (« trade repository ») est une institution où les détails des transactions sur les marchés de dérivés sont enregistrés.

b. Mesures relatives à la vente à découvert et aux CDS

Les ventes à découvert à nu d'actions ou de titres de dette souveraine ainsi que les CDS à nu ne seront pas interdits comme cela a été demandé par plusieurs Etats. Cependant, les vendeurs de ces produits seront désormais tenus de s'assurer qu'ils disposeront du titre en question lorsqu'ils devront le livrer. Les CDS à nu pourront être interdits temporairement par les régulateurs.

La proposition de la Commission vise aussi à rendre l'action relative à la vente à découvert et au CDS plus

coordonnée au niveau européen. Dans des situations exceptionnelles, les autorités de surveillance pourront restreindre ou interdire la vente à découvert. L'AEVM aura le pouvoir d'imposer une interdiction de 24h de ventes à découvert à certaines personnes lorsque ces ventes alimentent des chutes supérieures à 10% sur un instrument financier spécifique.

11. GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET RÉMUNÉRATION

Des faiblesses du gouvernement d'entreprise au niveau de la gestion et du contrôle interne des risques ont été soulignées comme un facteur important contribuant à la

crise financière. De plus, les pratiques de rémunération ont favorisé une prise excessive de risques et une orientation trop court-termiste.

Dans l'UE, des règles contraignantes en matière de rémunération ont été adoptées. Elles s'appliquent aux banques et aux sociétés d'investissement.

- au moins 50% de la rémunération variable doivent être versés sous forme d'actions qui doivent être conservées pendant une période déterminée
- les primes versées d'avance sous forme de liquidités sont limitées (20% à 30% de la rémunération variable),
- le versement d'au moins 40% de la rémunération variable doit être différé d'au moins 3 à 5 ans.

La Commission envisage d'élaborer des règles comparables pour les autres établissements financiers et pour les sociétés d'assurance.

De nouvelles initiatives législatives sont prévues pour 2011 en vue d'étendre la responsabilité des conseils d'administration et d'améliorer la surveillance des comités de direction

- Améliorer la capacité des conseils d'administration de surveiller la direction des établissements financiers (par exemple, limiter le nombre de mandats pouvant être détenus par des membres, introduire des critères d'éligibilité assurant une plus grande expertise)
- Renforcer le rôle des gestionnaires de risques au sein des entreprises (par exemple, en leur permettant de rendre directement compte au conseil d'administration)
- Création d'un comité des risques au niveau du conseil d'administration
- Associer davantage les actionnaires à la gouvernance d'entreprise
- Faire participer davantage les auditeurs externes et des autorités de surveillance (par exemple, en leur permettant d'assister aux conseils d'administration)

12. PRÉVENTION DE L'ABUS DE MARCHÉ

Une révision de la directive sur les abus de marché est en préparation. La directive date de 2003. Elle fournit un cadre pour traiter les délits d'initié et des pratiques de manipulation des marchés.

Révision prévue pour 2011:

- combler les lacunes réglementaires qui sont apparues du fait des évolutions du paysage financier
- étendre le champ d'application (produits dérivés négociés de gré à gré).
- décourager les délits d'initié et les manipulations de marché par la menace d'enquêtes efficaces et de sanctions strictes (augmentation des pouvoirs des autorités de régulation, fixation d'un montant minimum pour les amendes administratives).

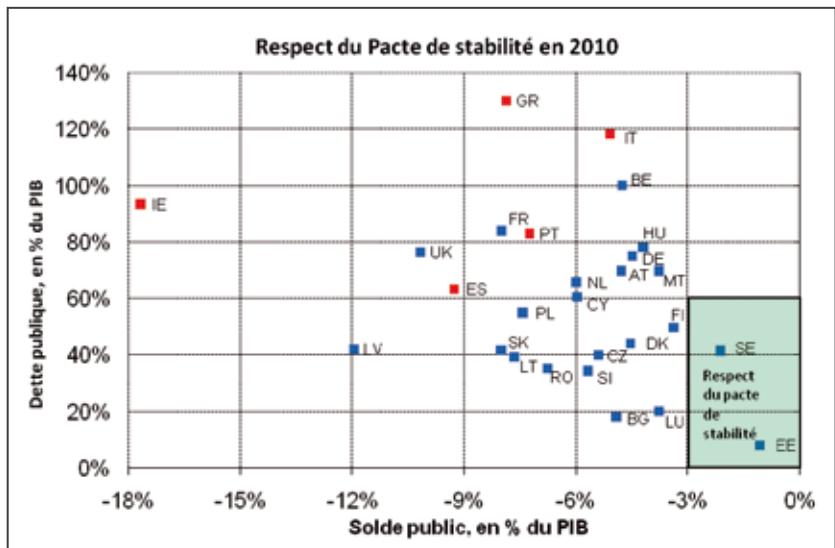
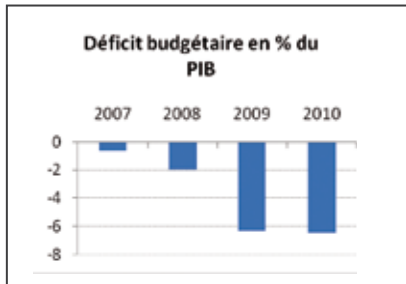
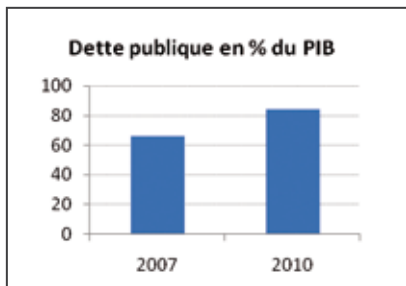
DE LA CRISE FINANCIÈRE À LA CRISE DE L'EURO

1. LA CRISE FINANCIÈRE ENTRAÎNE UNE DÉTÉRIORATION MASSIVE DES FINANCES PUBLIQUES

La crise financière mondiale a provoqué une détérioration massive des finances publiques dans la zone euro. La récession de 2009 a fortement réduit les recettes publiques et pesé lourd sur l'État-providence. De plus, les Etats se sont engagés dans des sauvetages de banques et des

plans de relance coûteux. En 2010, aucun pays appartenant à la zone euro n'a pu respecter le Pacte de stabilité et de Croissance. La dette publique dans la zone euro est passée de 65% à 85% du PIB entre 2007 et 2010.

L'impact de la crise sur les finances publiques dans la zone euro



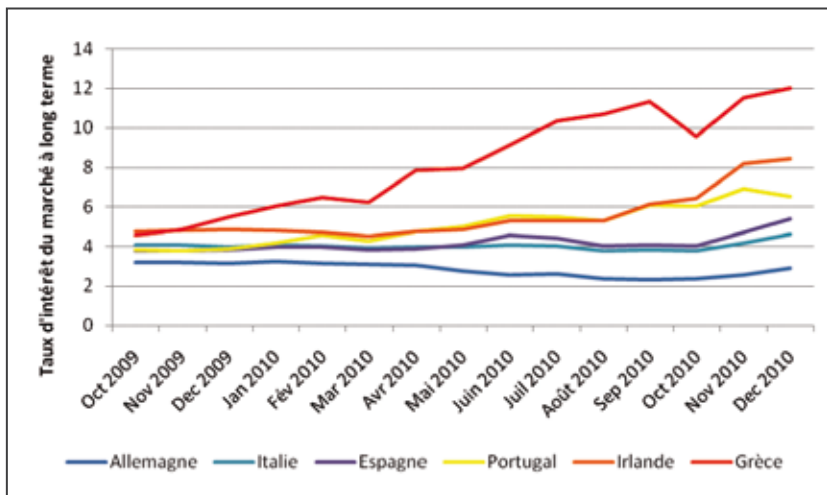
Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2010.

2. LA CRISE DE LA DETTE MET À MAL LA CAPACITÉ DE REFINANCEMENT DE CERTAINS PAYS

Parallèlement à la détérioration des finances publiques, la confiance des marchés en la solvabilité de certains pays de la zone euro s'est érodée rapidement. Ces pays-là doivent payer des intérêts beaucoup plus élevés dès lors qu'ils veulent se refinancer sur les marchés. Pour eux, servir leurs dettes est de plus en plus cher et risque de devenir insoutenable. Les taux sur les emprunts publics divergent considérablement, notamment à partir d'avril 2010. La situation des pays connus sous l'acronyme anglais PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne) est considérée comme

étant particulièrement problématique. En décembre 2010, le taux de la Grèce est quatre fois plus élevé que celui de l'Allemagne ; celui de l'Irlande correspond au triple du taux allemand. La divergence des taux d'intérêt est en partie imputée aux spéculateurs pariant sur une défaillance souveraine. Mais elle est aussi l'expression de doutes sérieux des investisseurs à long terme sur la viabilité financière des Etats en question. De plus, les agences de notation ont joué un rôle moteur dans l'aggravation des doutes sur la capacité des PIIGS de servir leurs dettes.

La divergence des taux d'intérêts du marché dans la zone euro



3. DE LA CRISE GRECQUE AU MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE

La crise grecque commence le 16 octobre 2009 quand le nouveau gouvernement concède que le déficit budgétaire dépasserait les 10% du PIB. En effet, la Grèce enregistrerait un déficit budgétaire de 14% en 2009. La dette

publique atteindrait 115% du PIB. Par la suite, l'agence de notation Fitch abaisse la note de la dette grecque en dessous du niveau A, déclassement sans précédent d'un pays européen.

– En février 2010, la Grèce est placée sous surveillance d'austérité. En Grèce, le plan d'austérité provoque des budgets par la Commission. L'Eurogroupe donne à la Grèce un délai d'un mois pour mettre en œuvre son plan

Le 11 avril 2010, l'Eurogroupe décide d'accorder une aide de 110 milliards € à la Grèce. Une partie de l'aide est fournie par le FMI. En contrepartie, la Grèce est obligée de faire des réformes pour assainir ses finances publiques.

– Le paquet de sauvetage de la Grèce ne suffit pas à calmer les marchés. Fin avril, les agences de notations déclassent encore une fois la Grèce. Les dégradations du Portugal et de l'Espagne alimentent les craintes d'un effet domino.

Les 9 et 10 mai 2010, les ministres des Finances mettent en place un mécanisme européen de stabilisation financière. Ce mécanisme couvre tous les Etats de la zone euro. Il prévoit 750 milliards € de crédits et garanties.

Il s'alimente de trois sources:

– un fonds communautaire de soutien pour la zone euro (60 milliards €) : il permet à la Commission européenne de prêter de l'argent aux pays en difficulté (par des emprunts au nom de la Commission, des garanties des Etats membres et des marges dans le budget communautaire). Il complète un fonds déjà existant de 50 milliards € destiné aux pays européens hors zone euro.

– Le Fonds européen de stabilité financière (FESF): le FESF prend la forme d'une société détenue par les Etats membres de la zone euro et basée au Luxembourg. Il peut émettre des obligations garanties par les Etats de la zone euro jusqu'à la hauteur de 440 milliards €. La capacité de prêt effective s'élève à 250 milliards €. Le 11 mars 2011, les chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro ont envisagé une augmentation à 440 milliards €. Il est aussi prévu de permettre au FESF d'intervenir sur le marché des titres souverains.

– Le FMI contribue à hauteur de 250 milliards €.

– En complément, la BCE se déclare prête à acheter des emprunts d'Etats de pays de la zone euro pour stabiliser les conditions de financement.

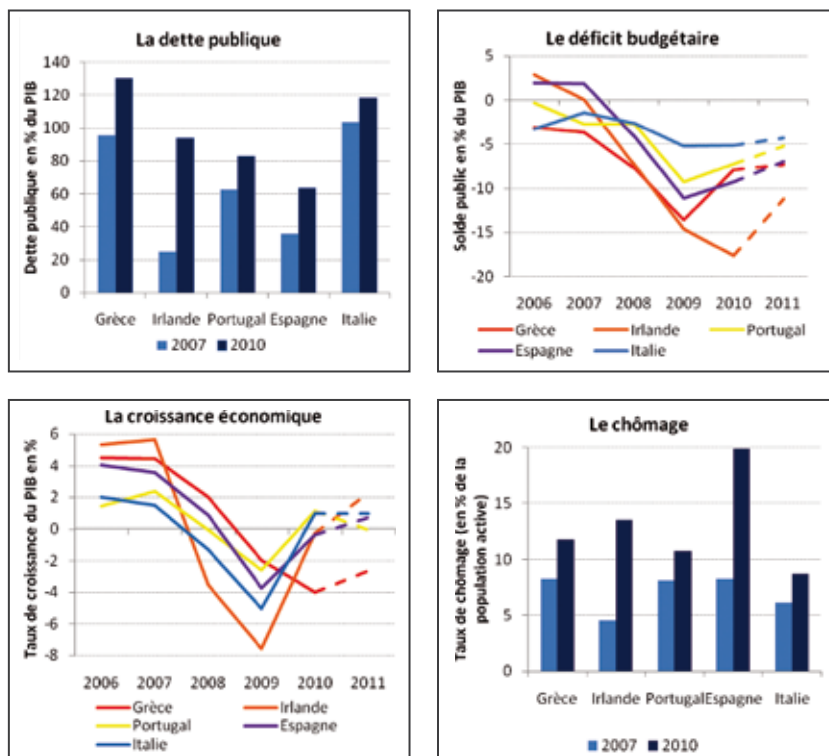
L'objectif de ce mécanisme est d'endiguer la méfiance des marchés. L'octroi d'aides est conditionné à d'importantes mesures d'austérité de la part des Etats bénéficiaires.

– Pour l'instant, le FESF a été mobilisé en faveur de l'Irlande. L'accord a été signé en novembre 2010, et le premier versement a eu lieu en janvier 2011.

LES PROFILS DES PAYS EN DIFFICULTÉ

La Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie sont souvent mis dans le même panier quand il est question de la crise de la dette dans la zone euro. Ces 5 pays ont en commun une détérioration marquée de leurs finances publiques et

se voient exposés à un risque effectif ou potentiel de ne plus être capable de se refinancer sur les marchés sans soutien de leurs partenaires de la zone euro. Tous les cinq sont également contraints d'adopter des mesures d'austérité et des réformes structurelles importantes impliquant des ajustements douloureux. Néanmoins, un regard plus précis montre que ces 5 Etats sont confrontés à des situations très hétérogènes.



Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2010.

4. GRÈCE

- Problème de fond : un laxisme budgétaire qui n'est pas une conséquence de la crise, mais simplement rendu apparent par cette dernière.
 - Avec un déficit budgétaire de 13,5% en 2009 et 7,9% en 2010, la dette publique atteint presque 140% du PIB en 2010.
 - Si la Grèce devait se refinancer par la vente d'emprunt d'Etat sur les marchés, elle paierait un taux d'intérêt de 12%, quatre fois plus que l'Allemagne.
 - Le plan d'austérité de la Grèce prévoit des économies de 30 milliards € jusqu'en 2013 (un chiffre qui correspond à environ 15% du PIB).
 - Le gouvernement grec entend réaliser ces économies entre autres par une hausse de la TVA de 19% à 23% et des réductions importantes des salaires, des pensions et des retraites.
 - Pour l'économie grecque, la sortie de la récession est difficile : 70% de la création de valeur du pays dépend de la demande intérieure. Cette dernière est éprouvée par les mesures d'austérité et la hausse des prix (taux d'inflation de 4,6% en 2010, comparé à 1,5% dans la zone euro). De plus, le tourisme, un des piliers de l'économie grecque, a fortement souffert pendant la crise. Le taux de chômage a grimpé de 8,3% en 2007 à 11,8% en 2010.
- En conclusion, le danger d'une banqueroute d'Etat est loin d'être maîtrisé par les mesures d'austérité. La Grèce n'est probablement pas seulement confrontée à un problème de liquidité, mais de solvabilité. La nécessité d'une restructuration de la dette grecque ne semble pas exclue.

5. IRLANDE

- La situation en Irlande se distingue de celle de la Grèce dans la mesure où le budget de l'Etat était bien sous contrôle jusqu'avant la crise. En 2007, la dette publique n'a pas dépassé 25% du PIB.
- En 2008, l'Irlande entre en récession comme premier pays de la zone euro. Le PIB baisse de 3,5% (et de 7,5% en 2009).

- La crise de la dette irlandaise est, au départ, une crise de la dette privée. Le marché immobilier, en pleine expansion jusqu'en 2007, entre en crise et touche le secteur bancaire de plein fouet. Quand l'Anglo-Irish Bank risque de faire faillite, le gouvernement décide de la nationaliser et accorde une garantie pour tout le secteur bancaire. Ainsi l'Etat absorbe la dette des banques et la transforme en dette publique.
- Le déficit budgétaire passe de 7,3% en 2008 à 14,6% en 2009 et à 17,7% en 2010. La dette publique en % du PIB a plus que triplé entre 2007 et 2010.
- Le 21 novembre 2010, le gouvernement transmet à contrecœur sa demande d'aide au Fonds européen de stabilité financière.
- Le gouvernement veut réaliser des économies de 15 milliards € jusqu'en 2014 dont 6 milliards en 2011. Pour augmenter les recettes, le gouvernement met en place une taxe carbone et une taxe sur l'eau et augmente l'impôt sur le revenu. Pour réduire les dépenses, les salaires des fonctionnaires et des ministres sont baissés et les prestations sociales réduites.
- Le chômage a grimpé à un taux de 13,5% en 2010, touchant notamment les jeunes qui optent de plus en plus pour l'émigration. Du coup, la demande intérieure est faible, mais l'industrie exportatrice pourrait stimuler la relance. Pour 2011, le FMI pronostique une croissance de 2,3%.

6. PORTUGAL

- Au Portugal, le problème principal n'est ni un secteur bancaire déboussolé ni une bulle immobilière. L'économie portugaise souffre de problèmes structurels.
- Le taux de croissance moyen du PIB entre 2000 et 2010 n'atteint même pas 1%. L'industrie portugaise a été progressivement distancée par la compétition internationale qui s'est intensifiée avec l'élargissement de l'UE vers l'Est et les importations compétitives en provenance d'Asie. Le Portugal n'a pas réussi à réorienter ses exportations vers des produits de plus haute valeur.
- En 2009, le déficit budgétaire atteint un chiffre record de 9,4%. Entre 2007 et 2010, la dette publique augmente de 62% à 83% du PIB.
- Les mesures d'austérité adoptées incluent l'augmentation de la TVA de 21 à 23%. De plus, les impôts sur le revenu et sur les bénéficiaires ont augmenté. Des grands projets d'investissement ont été reportés et des entreprises publiques privatisées. Le gouvernement a décidé un gel des salaires dans la fonction publique.
- Le Portugal est considéré comme important pour la stabilité financière de l'Espagne. Les banques espagnoles ont fortement investi dans le pays.

7. ESPAGNE

- En comparaison avec d'autres Etats de la zone euro, la dette publique de l'Espagne est relativement modérée. La crise a fait monter la dette de 36 à 63% du PIB, comparé à une moyenne de 84% dans la zone euro.
- Les principales faiblesses de l'économie espagnole résident dans un taux de chômage énorme de 20% (environ 40% pour les jeunes) et dans la chute des prix de l'immobilier. On estime que le secteur bancaire contient des crédits toxiques en grande quantité (180 milliards € ; la moitié localisée dans les caisses d'épargne).
- Pour réduire le déficit budgétaire (11,2% en 2009), le gouvernement espagnol a adopté un plan de rigueur sans précédent prévoyant 50 milliards € d'économies en 3 ans. A cela s'ajoute une réduction additionnelle du budget de 15 milliards € en 2010 et 2011.
- Le gouvernement entend réaliser ces économies par une hausse de la TVA de 16 à 18%, un gel des recrutements et une baisse des salaires dans la fonction publique. En outre, le gouvernement supprime un certain nombre de subventions et réduit les investissements publics.
- En parallèle, le gouvernement a adopté une réforme approfondie du marché du travail, incluant, par exemple, la baisse des indemnités de licenciement et l'augmentation de l'âge de départ à la retraite de 65 à 67 ans.
- L'effet des mesures d'austérité risque de se perdre par l'absence de croissance économique : l'affaiblissement de la consommation freine la relance économique. L'économie espagnole s'est contractée de 3,7% en 2009 et n'a pas pu enregistrer une croissance positive en 2010.

8. ITALIE

- Déjà avant la crise, l'Italie détenait la dette publique la plus grande dans l'UE (103% du PIB en 2007 ; le 3^{ème} rang dans le monde). Par conséquent, le niveau élevé de la dette italienne ne peut pas être attribué à la crise récente, mais a été accumulé pendant des périodes antérieures.
- L'Italie est loin des développements dramatiques des autres pays. Le pays s'est relativement bien tiré de la crise. Certes, le PIB s'est contracté de 5% en 2009. Mais l'Etat n'a pas dû intervenir pour sauver les banques et le marché immobilier reste stable.
- L'Italie ne s'est pas engagée dans des plans de relance extrêmement coûteux (jusqu'en mars 2009, seulement 0,3% du PIB comparé à l'Espagne qui a mobilisé des ressources à la hauteur de 4,5% du PIB).
- Le taux de chômage a augmenté légèrement de 6,2% en 2007 à 8,7% en 2010. En 2010 et en 2011, l'Italie s'attend à une croissance, si faible soit-elle.
- Le plan de rigueur du gouvernement prévoit des économies de 25 milliards € en 2011 et 2012. Ces mesures touchent notamment le service public.
- Même si l'Italie semble s'en sortir plutôt bien jusqu'ici, il n'est pas exclu que le poids de la dette publique devienne menaçant. Actuellement, l'Italie doit payer environ 2% de plus que l'Allemagne d'intérêts pour se refinancer sur les marchés. Le taux est encore loin de celui de la Grèce, mais déjà très proche de celui payé par l'Espagne. En 2011, l'Italie doit emprunter environ 273 milliards € sur les marchés.

**COMMENT RÉFORMER
L'UNION ÉCONOMIQUE
ET MONÉTAIRE ? (I)**

L'euro a contribué à 10 ans de stabilité économique et monétaire. Néanmoins, l'année 2010 a montré que l'Union monétaire peut aussi être vulnérable dans la mesure où des problèmes financiers et budgétaires dans un pays peuvent avoir des répercussions sur l'ensemble de la zone euro. La crise de la dette a mis en évidence la nécessité d'une réforme approfondie de l'Union économique et monétaire (UEM). Il s'agit notamment de consolider son pilier économique, jusqu'ici sous-développé.

Le Conseil européen des 25 et 26 mars 2010 a chargé son président, Herman Van Rompuy, de diriger un groupe de travail pour élaborer des recommandations de réforme de l'UEM. Le rapport a été présenté le 21 octobre 2010. Dans ses propositions, la Commission européenne s'est essentiellement appuyée sur les recommandations du groupe de travail.

Ces propositions ont toutefois été diluées par l'accord franco-allemand de Deauville avant le Conseil européen des 28 et 29 octobre 2010. Contrariant en partie les propositions du groupe Van Rompuy avant même sa parution, cet accord a été perçu comme un affront et a irrité notamment les Etats membres les plus petits. En particulier, la France garantit à l'Allemagne de soutenir sa demande d'un changement des Traités en échange d'un radoucissement du mécanisme de sanctions prévues pour le Pacte de stabilité et de croissance réformé.

Les réformes de l'UEM ont été entérinées par le Conseil européen des 24/25 mars 2011.

La réforme de l'UEM poursuit trois objectifs principaux :

1. Établir un cadre permanent pour gérer les crises et pour aider les Etats en difficultés financières. Il s'agit de remplacer le mécanisme actuel dont la validité est restreinte à 3 ans.
2. Renforcer la discipline budgétaire. Cela implique notamment une réforme du Pacte de stabilité et de croissance.
3. Introduire une coordination macroéconomique pour réduire les déséquilibres qui sont en train de déchirer la zone euro.

1. UN CADRE PERMANENT POUR GÉRER LES CRISES

- Au Conseil européen des 28 et 29 octobre 2010, les chefs d'Etat et de gouvernement se sont mis d'accord sur la nécessité d'un mécanisme permanent de gestion de crise. Ce dernier remplacera le Fonds européen de stabilité financière et le mécanisme européen de stabilisation financière dont la validité est limitée jusqu'à 2013.
- Le Conseil européen des 16 et 17 décembre 2010 a préparé la voie à un changement limité du Traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) pour établir un Mécanisme Européen de Stabilité (MES).
- L'article 136 TFUE sera modifié en ajoutant un 3^{ème} paragraphe : « Les États membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire sera subordonné à une stricte conditionnalité ». Cet amendement sera apporté par la procédure simplifiée prévue dans l'article 48(6) TEU.
- La décision est adoptée formellement en mars 2011. Les procédures de ratification nationales auront lieu jusqu'à la fin de 2012. Le nouveau mécanisme est censé devenir opérationnel au cours de l'année 2013.

Caractéristiques générales du nouveau mécanisme :

- Le mode de fonctionnement du MES s'appuiera sur celui du Fonds européen de stabilité financière. Il prendra la forme d'une organisation internationale fondée sur la base d'un traité entre les Etats membres de la zone euro.
- Le MES sera doté d'une capacité de prêt effective de 500 milliards € (avec une base de capital de 700 milliards € pour obtenir la meilleure notation AAA).
- Les ressources du mécanisme seront composées de 80 milliards € de capital libéré et de 620 milliards € de capital callable. 40 milliards € de capital libéré seront disponibles à partir de juillet 2013. Les Etats membres de la zone euro contribueront au capital selon une clef de répartition qui se base largement sur les contributions au capital de la BCE (par exemple, la France contribuera environ 20%).
- Les instruments d'intervention du MES seront des prêts à court et moyen termes et l'intervention sur le marché des titres souverains.
- Le MES offrira des prêts à des conditions plus favorables que l'actuel FESF. L'octroi d'aides au titre du MES sera décidée par les ministres des Finances à l'unanimité.
- L'octroi d'aides sera lié à l'obligation pour l'Etat bénéficiaire de mettre en place un programme de réformes d'ajustement économique et fiscal.
- La décision d'accorder de l'aide dépendra également d'une analyse préalable de la viabilité de la dette du pays concerné. Cette analyse sera conduite par la Commission européenne en coopération avec le FMI et la BCE.
- Le MES est conçu comme une aide à la liquidité, destinée à des pays rencontrant des difficultés pour trouver des financements à court et moyen termes, mais dont la dette est viable.
- Dans le cas où l'analyse de la viabilité de la dette indique que le pays en question est insolvable, ce dernier est tenu de négocier une restructuration de la dette avec ses créanciers dans le secteur privé. Si la viabilité peut être rétablie par ces mesures, le MES peut fournir une assistance de liquidité.
- Les Etats membres de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro pourront participer sur une base volontaire à l'assistance financière.

2. RENFORCER LA DISCIPLINE BUDGÉTAIRE

Le renforcement de la discipline budgétaire constitue la contrepartie au MES pour éviter que la solidarité européenne en cas de crise ne sape pas les efforts pour mener des politiques budgétaires soutenables. Il passe avant tout par

une réforme de l'instrument principal de la coordination budgétaire, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), dont l'efficacité est mise en question par la crise de la dette actuelle. Le Pacte n'a pas réussi à amener les pays de la zone euro à assainir leurs situations budgétaires dans

les périodes économiques favorables. Par conséquent, leur marge de manœuvre fiscale en temps de crise est largement limitée.

Le PSC a été adopté en 1997 pour « pérenniser » la discipline budgétaire exigée par les « critères de Maastricht » après la constitution de l'UEM.

Le PSC poursuit trois objectifs :

- Eviter un comportement de « free rider » (passager clandestin). L'appartenance à la zone euro permettrait à un Etat membre d'avoir une politique budgétaire laxiste sans en subir les conséquences négatives (une hausse des taux d'intérêt).
- Maintenir la capacité de réaction en cas de chocs asymétriques. La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale où la dégradation de la situation économique dans un pays peut être absorbée par l'ensemble de la zone monétaire (notamment par la mobilité de la main-d'œuvre). En cas de choc asymétrique ou de dégradation conjoncturelle, les Etats membres doivent disposer d'une marge de manœuvre fiscale.
- Assurer la solvabilité des Etats membres. Il s'agit notamment d'éviter des interventions de la BCE mettant en péril son indépendance.

Le Pacte comporte un volet préventif et un volet correctif. Le volet préventif consiste en une coordination « souple » des politiques budgétaires : une fois par an, chaque pays de la zone euro transmet son programme de stabilité et de convergence où il indique comment il entend parvenir à une situation budgétaire saine.

Le volet correctif consiste en la procédure de déficit excessif (PDE). La PDE est ouverte si le Conseil constate, sur proposition de la Commission, un déficit budgétaire excessif dans un Etat membre. Un déficit est excessif s'il dépasse 3% du PIB de l'Etat concerné. Des exceptions à cette règle existe (par exemple, si le PIB se contracte de plus de 2%). Les décisions sur l'ouverture d'une PDE, sur des recommandations pour corriger le déficit et, en dernier ressort, sur des sanctions sont jusqu'ici prises par le Conseil à la majorité qualifiée.

Les mesures pour renforcer la discipline budgétaire

- La dette publique devient un critère opérationnel du PSC

Pour être en conformité avec le PSC, il ne suffit plus d'avoir un déficit budgétaire au-dessous du seuil de 3% du PIB. Dorénavant, plus d'importance sera attaché à la dette publique et à la viabilité des finances publiques. Les Etats membres ayant des taux d'endettement supérieurs à 60% du PIB et un déficit inférieur à 3% du PIB feraient l'objet d'une PDE si la diminution de la dette est jugée insuffisante. Pour clore une PDE, il ne suffit plus de baisser le déficit sous la barre des 3% du PIB si la dette publique est trop élevée dans l'ensemble.

- Le PSC sera doté de sanctions plus efficaces

Le régime de sanctions du PSC souffre d'un problème inhérent qui le rend inefficace : la décision d'adopter des sanctions est soumise aux influences politiques du Conseil. Les Etats membres sont notamment réticents à recourir à des sanctions puisqu'ils ne peuvent pas exclure d'être un jour eux-mêmes sur le banc des accusés. Pour remédier à ce défaut du système, la Commission a proposé un système de sanctions automatiques. Les gouvernements auraient pu intervenir par un vote à la majorité qualifiée seulement pour décider de lever les sanctions. Cependant, l'accord franco-allemand de Deauville a dilué le projet de la Commission en proposant des sanctions « semi-automatiques ». Le Conseil déciderait à la majorité qualifiée d'adopter des sanctions qui s'appliquent si l'Etat concerné n'avait pas mis en œuvre les recommandations du Conseil au bout de 6 mois.

- **Le semestre européen**

Le semestre européen est un nouvel instrument pour coordonner les politiques budgétaires. Il s'agit d'un système de surveillance budgétaire « par les pairs ». Les Etats soumettent leurs budgets à l'examen par le Conseil européen et le Conseil des ministres avant de les faire voter par leurs parlements nationaux. L'examen des budgets se fait sur la base d'un rapport de la Commission européenne. Le « semestre » a définitivement été adopté le 7 septembre. Il a été inauguré en janvier 2011.

- **Le renforcement d'Eurostat et des institutions budgétaires nationales**

Les efforts de discipline budgétaire doivent être encadrés par une analyse et une évaluation indépendantes de la situation budgétaire des Etats membres. A cet égard, les pouvoirs d'Eurostat, l'institut européen des statistiques, seront renforcés. Au niveau national, le groupe de travail Van Rompuy recommande de recourir davantage à des organismes indépendants chargés de fournir des analyses, des évaluations et des prévisions en matière de politique budgétaire nationale.

COMMENT RÉFORMER L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE ? (II)

3. COORDINATION MACROÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

Dans son rapport, le groupe de travail Van Rompuy souligne les écarts de compétitivité persistants et les déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro comme un danger pour le bon fonctionnement de l'Union monétaire. Il propose donc une coordination et une surveillance macroé-

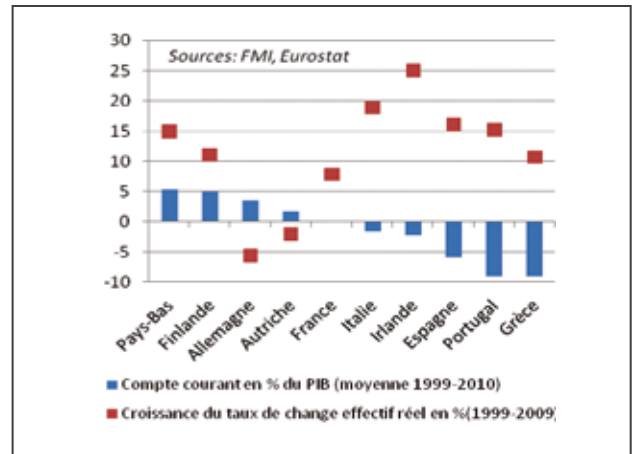
conomique renforcées. L'idée d'une coordination plus étroite des politiques économiques n'est pas nouvelle, mais les dispositifs en place ne pouvaient pas empêcher l'apparition de déséquilibres.

Antécédents de la coordination économique :

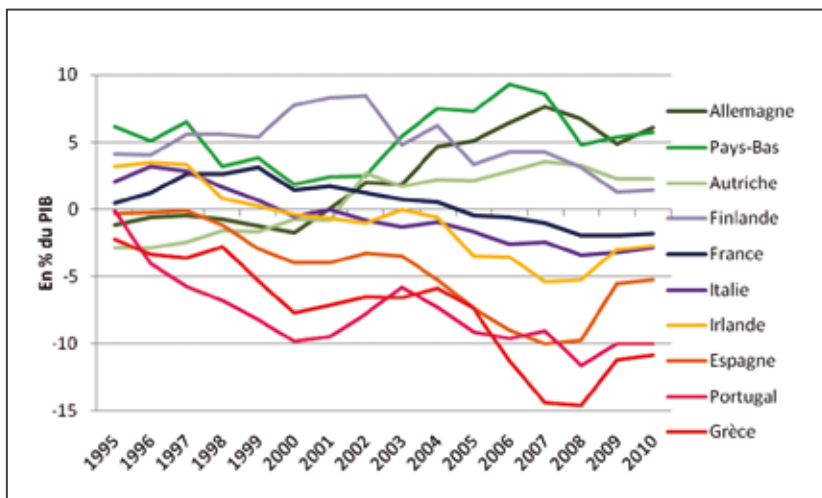
- Le Traité de Maastricht introduit la coordination des politiques économiques comme un objectif de la Communauté. Le Conseil élabore de grandes orientations des politiques économiques et adresse des recommandations aux Etats dont les politiques économiques ne sont pas conformes à ces orientations ou risquent de compromettre le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire (Art. 3 TUE ; Art. 5(1), 120, 121 TFUE).
- Le Traité d'Amsterdam introduit les « lignes directrices pour l'emploi » (Art. 5(2), 148 TFUE).
- La Méthode Ouverte de Coordination (MOC) a été prévue comme un instrument pour réaliser l'objectif de la « Stratégie de Lisbonne » (2000) de faire de l'UE l'économie la plus compétitive et innovante. Elle peut être caractérisée comme un mode de gouvernance « souple » et décentralisé, une sorte de troisième voie entre coopération intergouvernementale et méthode communautaire. L'objectif est de promouvoir la convergence des politiques nationales envers les meilleures pratiques. La MOC compte atteindre cet objectif, non par la contrainte, mais par la comparaison des performances (benchmarking) et l'évaluation collective (peer review).

Déséquilibres macroéconomiques

Entre l'adoption de la monnaie unique et la crise financière mondiale, les écarts de compétitivité entre les pays de la zone euro se sont fortement creusés. La croissance élevée du taux de change effectif réel dans les pays ayant les plus grandes pertes de compétitivité en est un indicateur. En parallèle, un déséquilibre s'est progressivement développé entre les pays accusant des déficits du compte courant et ceux accumulant des excédents importants. Tandis que la crise a atténué la divergence des comptes courants, les écarts de compétitivité persistent et risquent de faire ressurgir les déséquilibres macroéconomiques une fois la crise révolue.



La divergence des comptes courants dans la zone euro (1995-2010)



Source : FMI

Les pays excédentaires (notamment les Pays-Bas, l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche) sont généralement caractérisés par une forte compétitivité. Une orientation prononcée vers les exportations contraste avec une faiblesse relative de la demande intérieure.

Les pays déficitaires sont notamment les pays touchés par la crise de la dette (la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne). Ce sont en partie des économies de rattrapage qui ont bénéficié de l'entrée massive de capitaux pendant des périodes prolongées entraînant une expansion du crédit et des bulles immobilières. Ces pays ont subi des pertes considérables de compétitivité par le fait que la croissance des salaires n'a pas suivi les développements de la productivité.

Un groupe intermédiaire est composé de pays comme l'Italie et la France où la faiblesse des exportations a seulement conduit à un déficit modéré du compte courant.

4. POURQUOI LES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES SONT-ILS UN PROBLÈME ?

Il est possible d'interpréter la crise de la dette, non comme une crise de l'euro, mais comme une crise de certains pays périphériques de la zone euro qui doivent faire des efforts pour regagner leur compétitivité. Les déficits courants représentent d'abord un problème pour les pays accusant ces déficits. En effet, la crise financière a démontré, par exemple, que ce sont notamment les pays accusant un déficit du

compte courant qui ont subi la plus grande détérioration des finances publiques.

Néanmoins, compte tenu de l'interdépendance, en particulier entre les Etats membres de la zone euro, ces déséquilibres peuvent avoir de graves répercussions sur la stabilité de l'économie européenne dans son ensemble.

Conséquences négatives des déséquilibres macroéconomiques dans une Union monétaire :

- La BCE fixe un seul taux directeur pour toute la zone euro : si les développements macro-économiques divergent trop, le taux directeur risque de ne pas être adapté aux réalités économiques des Etats membres.
- La détérioration des finances dans quelques pays a des répercussions sur les autres Etats de la zone euro. La crise de la dette, plaçant le fardeau de sauvetage financier sur les Etats avec une politique budgétaire plus disciplinée, en est l'exemple le plus extrême. En outre, la crise de la dette peut se répandre à travers les marchés financiers et le secteur bancaire.
- Comme les déséquilibres ne peuvent pas se maintenir pour toujours, ils entraîneront des ajustements tôt ou tard. Ces ajustements sont d'abord douloureux pour les pays déficitaires (mesures d'austérité, réformes structurelles, baisse des salaires). Mais ils le seront de même pour les 27 Etats membres de l'UE dont les économies sont fortement intégrées (affaiblissement de la demande, contraction du commerce).
- Plus généralement, les déséquilibres risquent de saper la confiance dans la monnaie unique à moyen et long termes.

5. UN APPROFONDISSEMENT DE LA SURVEILLANCE MACROÉCONOMIQUE

Le groupe de travail Van Rompuy plaide pour un approfondissement de la surveillance macroéconomique. Dans son rapport, il propose l'instauration d'un système d'alerte précoce pour les déséquilibres macroéconomiques.

Le mécanisme d'alerte proposé par le groupe de travail Van Rompuy :

1. Une évaluation annuelle du risque de déséquilibres et de faiblesses macroéconomiques.
 - La détection de déséquilibres excessifs (effectifs ou potentiels) mènerait à une analyse approfondie par la Commission de l'Etat concerné.
 - En cas d'incompatibilité des politiques économiques d'un Etat membre vis-à-vis des grandes orientations des politiques économiques (ou si elles risquent de compromettre le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire), la Commission peut adresser un avertissement précoce à l'Etat membre concerné.
2. Un mécanisme d'exécution assurant l'application des mesures à prendre en cas de déséquilibres macroéconomiques dommageables.
 - Dans le cas d'un déséquilibre particulièrement grave, le Conseil devrait décider, sur recommandation de la Commission, de déclarer l'Etat membre concerné en "situation de déséquilibre excessif".
 - Le Conseil devrait, sur recommandation de la Commission, adresser à l'Etat membre concerné des recommandations destinées à corriger les déséquilibres.
 - Des sanctions peuvent être décidées contre les Etats membres de la zone euro en cas de non-respect répété des recommandations du Conseil. Seuls les Etats membres de la zone euro prendront part au vote sur les décisions du Conseil concernant les sanctions fondées sur l'article 136 TFUE (le vote de l'Etat concerné ne sera pas compté).

6. LA CRÉATION D'UN PACTE DE COMPÉTITIVITÉ

Les écarts de compétitivité ont été reconnus comme problème au plus haut niveau politique. Début février 2011, Angela Merkel et Nicolas Sarkozy ont pris l'initiative pour proposer un « pacte de compétitivité ». L'objectif est de faire converger et renforcer la compétitivité dans la zone euro par des « mesures concrètes » (notamment dans le domaine des politiques budgétaire, salariale et de retraites). L'idée a été adoptée par les chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro le 11 mars 2011 sous le nom de « Pacte pour l'Euro ». Il est envisagé que le pacte soit aussi ouvert aux pays non membres de la zone euro.

LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS

| | | | |
|--------------|--|--------------|---|
| ABE | Autorité bancaire européenne | FIA | Fonds d'investissement alternatifs |
| AEAPP | Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles | FMI | Fonds monétaire international |
| AEVM | Autorité européenne des valeurs mobilières | FSF | Forum de stabilité financière |
| AIFMD | Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs | G20 | Groupe des 20 |
| ANC | Agences de notation de crédit | IAIS | International Association of Insurance Supervisors |
| BRI | Banque des règlements internationaux | IASB | International Accounting Standards Board |
| CBCB | Comité de Bâle sur le contrôle bancaire | IDE | Investissements directs à l'étranger |
| CCP | Contreparties centrales | IOSCO | International Organisation of Securities Commissions |
| CDS | Credit default swaps (Produits d'assurance contre le risque de défaut des Etats) | MES | Mécanisme Européen de Stabilité |
| CEAPP | Comité européen des assurances et des pensions professionnelles | MOC | Méthode Ouverte de Coordination |
| CECB | Comité européen des contrôleurs bancaires | OLAF | Office européen antifraude |
| CEF | Comité économique et financier | OTC | Transactions de gré à gré « <i>over the counter</i> » |
| CERS | Comité Européen du Risque Systémique | PDE | Procédure de déficit excessif |
| CERVM | Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières | PIB | Produit intérieur brut |
| CSF | Comité de Stabilité financière | PIIGS | Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne |
| ESA | Autorités de Surveillance Européennes | PME | Petites et moyennes entreprises |
| FESF | Fonds européen de stabilité financière | PSC | Pacte de stabilité et de croissance |
| | | TFUE | Traité sur le fonctionnement de l'UE |
| | | TVA | Taxe sur la valeur ajoutée |
| | | UEM | Union économique et monétaire |

FONDATION ROBERT SCHUMAN

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :
www.robert-schuman.eu

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.