

La réponse européenne à la crise financière est-elle appropriée ?

Florence AUTRET

La crise des *subprimes* déclenchée il y a six mois aux Etats-Unis s'étend à l'économie européenne et, mettant en évidence l'influence des acteurs financiers globaux, rend urgente une réponse véritablement politique de l'Union Européenne, en vue de réguler, voire d'assainir, le système financier.

La « crise des *subprimes* » de l'été s'est transformée en quelques mois en « crise » tout court. Outre la relance de l'inflation sous l'effet d'une demande mondiale en forte expansion, le risque de récession s'est abattu sur l'économie américaine. Il n'est plus exclu qu'il frappe l'Europe¹. Cette situation place la Banque centrale européenne (BCE) dans une situation impossible. Alors que le risque inflationniste lui indique de redresser les taux d'intérêt, ce qu'elle menace effectivement de faire, les sirènes de la récession invitent au contraire à les baisser, à l'instar de la Réserve fédérale américaine. La BCE a choisi la première option, non sans susciter des critiques². Cinq mois après sa première intervention pour injecter de la liquidité sur un marché interbancaire asséché par la crise de confiance qui a suivi de près le retournement du marché immobilier américain, la finance et l'économie réelle européennes sont victimes d'une inexorable contagion transatlantique. Le virus américain a touché le Vieux Continent, lequel n'en finit pas de tousser.

Or cette contagion intervient à un moment bien particulier de l'activité politique

¹Dans un papier du 23 janvier, le directeur du think tank bruxellois CEPS estime, au regard des données historiques, que la récession en Europe est évitable (“Decoupling : can Europe avoid a recession?”, CEPS Commentary, disponible sur www.ceps.eu). La veille, Georges Soros jugeait dans le *Financial Times* qu'“une récession dans le monde développé est maintenant plus ou moins inévitable”. Début 2008, un certain consensus régnait sur les chances du Royaume-Uni d'être aspiré dans la récession américaine.

² « La fin d'un cycle de vingt ans d'inflation maîtrisée », *Le Monde*, 7 janvier 2008

européenne. Au début de cette décennie, l'Union européenne (UE) s'est en effet lancée dans un vaste programme de transformation réglementaire. Un véritable aggiornamento qui touche tous les domaines de l'activité financière (marché de gros et marché de détail, gestion d'actifs) dans toutes leurs dimensions (règles de conduite des opérations financières, règles prudentielles des institutions, organisation des marchés boursiers et de leurs infrastructures et comprend plusieurs dizaines de textes³. Quoique peu médiatisé, le « Plan d'action pour les services financiers » de 1999-2005, qui se poursuit actuellement sous l'appellation peu engageante de « post-PASF »⁴ auquel s'adjoignent plusieurs projets connexes⁵, peut être comparé en importance à l'Acte unique de 1986 devenu synonyme de la « relance » de l'intégration européenne. La Commission Delors parlait alors d'« achever le marché intérieur ». Le PASF, c'est en quelque sorte l'« achèvement » de la monnaie unique. Sauf qu'au lieu d'advenir avec trente ans de retard sur le « programme » du traité de Rome, l'« intégration » des marchés financiers s'est faite, elle, dans la foulée du traité de Maastricht. Cette politique commence à peine à produire ses effets tant son champ est vaste, longues les procédures parlementaires et complexe la mise en œuvre des textes par les autorités nationales puis chez les opérateurs financiers eux-mêmes. Pour traduire l'état actuel de la réglementation financière européenne, nulle image n'est plus appropriée que le Berlin des années 1990 : un vaste chantier à ciel ouvert où la vie continue au milieu des chaussées éventrées surplombées par des conduites apparentes, le tout dans une forêt de grues, où néanmoins le flux de la circulation se poursuit.

Les choix urbanistiques de l'UE résisteront-ils à la tempête qui continue de s'abattre sur elle ? La crise actuelle fournit en tous les cas l'occasion de faire un bilan d'étape afin d'envisager la tâche qui l'attend. Or il apparaît que la soudaine politisation du sujet de la régulation financière, habituellement réservé aux cénacles de spécialistes, n'a pas fondamentalement modifié la donne politique. L'UE a certes mis au point tout un programme de travail, mais des questions fondamentales restent sans réponse sur

³ A ce jour 26 directives cadres ont été adoptées, auxquels s'ajoutent de nombreux règlements et directives d'application. Sur l'état de la transposition des directives de niveau 1, voir le tableau publié par la Commission européenne sur son site.

http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/transposition_en.pdf

⁴ Le Livre blanc sur les services financiers couvre la période 2005-2010.

⁵ L'espace européen des paiements, par exemple, dont le lancement est intervenu en janvier 2008 fait partie de ce paysage, quoiqu'il ne soit pas estampillé « PASF ». Il consiste à offrir aux Européens une version scripturale de l'euro (la monnaie papier étant la version fiduciaire), en éliminant les barrières nationales pour les débits directs (appelés habituellement « prélèvements automatiques » en France), les virements et les paiements par carte de débit ou de crédit.

l'organisation des marchés et leur capacité à assurer leurs fonctions macro-économiques, sur la supervision des acteurs et enfin les problèmes de concurrence, de déontologie et de conflits d'intérêts qui se manifestent de façon particulièrement aiguë en temps de crise. En un mot, la régulation financière reste un sujet insuffisamment politique, alors qu'on en mesure une fois de plus l'impact structurant sur l'économie dans son ensemble.

Des déclarations rassurantes... rattrapées par les faits

Le premier mouvement des dirigeants européens, après avoir ignoré les signaux d'alarme qui venait d'Outre-Atlantique où la crise des *subprimes* était, sinon attendue, au moins redoutée depuis de longs mois, a été de minimiser l'ampleur de la crise. On dit les fondamentaux de l'économie européenne « bons ». Mais les prévisions de croissance ont été fortement revues à la baisse partout en Europe. On a déclaré que la crise bancaire n'entraînerait pas de resserrement du crédit. Mais les dernières statistiques de la BCE montrent qu'il n'en est rien. Les banques européennes se sont montrées plus prudentes dans l'octroi de financement au secteur privé à la fin de l'année dernière et continueront probablement de le faire cette année⁶. On a affirmé que les *subprimes* n'existaient pas en Europe où le crédit immobilier est, il est vrai, beaucoup plus encadré qu'aux Etats-Unis. Mais alors que les premiers signes de retournement du marché immobilier se manifestent, on commence à redouter l'éclatement de la bulle immobilière et ses effets sur le marché du crédit. La fin du boom de la construction notamment dans le Sud de l'Europe aurait des conséquences dramatiques sur la croissance tant ce secteur y a contribué ces dernières années. Certes les mécanismes en jeu ne sont pas les mêmes qu'aux Etats-Unis. Pas de débiteur auquel on prête à taux zéro, ou à qui l'on accorde une franchise temporaire sur le remboursement du capital. Mais le marché immobilier européen est aussi un marché d'anticipation où les programmes de construction sont lancés *en prévision* d'une demande future et en pariant sur l'augmentation des prix⁷. Le risque d'éclatement de la bulle immobilière est réel et peut être redouté moins pour le risque de chute brutale des prix que pour l'effet dépressif au plan macroéconomique d'un reflux soudain de l'activité

⁶ *Financial Times*, 19/20 janvier 2008.

⁷ Sur les risques financiers liés au boom immobilier, voire "Housing market : the finance side of the story", Charles Gottlieb, European Capital Markets Institute Commentary n° 5, 17 mars 2006, <http://www.eurocapitalmarkets.org/?q=node/314>

dans le secteur de la construction.

Erreur, donc, sur la « dispersion des risques » que la titrisation (transformation de créances en titres négociables) des crédits immobiliers était censée assurée. Erreur, également, quant au risque de contagion à l'économie réelle, intervenue par différents canaux (crise bancaire et resserrement du crédit, retournement du marché européen). Et, enfin, probable sous-estimation des risques liées à la politique des banques en matière de crédit et de stratégies d'investissement, y compris en Europe.

On peut voir dans ce décalage entre un discours relativement rassurant et l'engrenage des faits l'intention de ne pas encourager les anticipations pessimistes des opérateurs par des signaux alarmistes. Mais plus prosaïquement, l'incompréhension des mécanismes à l'œuvre, y compris par les autorités chargées de la régulation du système financier, ne doit pas être sous-estimée. « On en est toujours à essayer de comprendre ce qui n'a pas marché », confiait récemment le représentant d'une communauté bancaire nationale à Bruxelles. Récemment, le président de la BCE, Jean-Claude Trichet, soulignait que la réflexion était en cours sur l' « identification des principaux déterminants de la correction de marché actuelle » qu'il a qualifié de « particulièrement complexe, multidimensionnelle et persistante (*ongoing*) »⁸.

Les pertes abyssales des banques

La crise produit ses effets de façon foisonnante, à travers une multitude de canaux : liquidité des marchés, crédit à l'économie réelle, chute des marchés. Néanmoins, le lien le plus direct, chronologiquement et matériellement, entre les Etats-Unis et l'Europe s'est noué via les banques. Ce sont elles qui, à la faveur de la titrisation des mauvaises créances de citoyens américains surendettés, ont vu une part parfois importante de leurs actifs dépréciés. Cette communauté de destin des banques européennes et américaines, ainsi que de quelques grandes banques asiatiques, même si elle s'accompagne de différences dans l'ampleur des pertes subies et les moyens employés pour surmonter ces dernières, est un indice certain de l'intégration du marché, non pas européen, mais

⁸ «Enhancing the EU arrangements for financial stability», discours devant le Parlement européen, 23 janvier 2008.

mondial et plus particulièrement transatlantique. Dans le paquebot du système financier international, les particuliers tout comme les entreprises non internationales continuent d'occuper des cabines séparées selon leur région, leur langue, leurs propres modèles de financement. La distribution des produits reste segmentée entre marchés nationaux. Mais dans la machinerie du vaisseau, la fabrique financière où s'élaborent les techniques de couverture des risques, où se prépare la levée de capitaux pour les grandes institutions publiques ou privées, où s'opère le partage des risques et le « repackaging » des produits d'investissement destinés au public, la compartimentation s'opère au niveau des produits (actions, obligations, produits dérivés) et non des marchés géographiques. Contrairement à l'équipage qui opère en surface, les « soutiers » de la finance travaillent en *open space*. Le degré d'intégration des marchés, de globalisation, diffère donc selon les segments de marchés et les métiers. Prenons le cas, simple exemple, de la Société Générale, leader mondial des produits dérivés (produits de placement basés sur les anticipations, autrement dit la valeur à terme, d'autres produits comme les actions, les taux ou les matières premières), et fortement présente, notamment, aux Etats-Unis, réalise une part marginale de son activité de détail hors des frontières de l'Hexagone. On relèvera au passage que l'intégration transnationale des marchés s'est opérée par le biais de la dette publique. Sur ce marché, les grandes banques américaines comme J. P. Morgan sont présentes en Europe depuis bien avant même l'invention des communautés européennes.

Du côté des banques, où en est-on après six mois de crise ? Les pertes annoncées frôlent les 100 milliards de dollars qui se répartissent pratiquement à égalité entre l'Europe et les Etats-Unis⁹. Et encore ce bilan est-il très provisoire, la plupart des banques n'ayant pas publié leurs résultats pour le dernier trimestre 2007. La crise n'a pas entraîné de faillite bancaire majeure jusqu'à présent. Mais elle a mis au bord du gouffre deux établissements publics allemands, Sachsen LB et IKB, et une banque hypothécaire britannique, Northern Rock. La chose a été gérée de façon relativement feutrée en Allemagne, où le risque a en quelque sorte été mutualisé au sein du secteur public grâce à l'intervention de la KfW, bras séculier de la politique industrielle et de développement du Bund. Rien de tel au Royaume-Uni où, avec une maladresse qui a laissé sans voix de nombreux observateurs, la Banque d'Angleterre et la Financial Services Authority (régulateur des entreprises et marchés financiers) ont commencé par tirer la sonnette

⁹ Voir «Le subprime a déjà fait perdre près de 100 milliards de dollars aux banques», L'AGEFI, édition de 7 heures, 7 janvier 2008.

d'alarme avant d'avoir trouvé un plan de recapitalisation, poussant des centaines de milliers d'épargnants aux guichets de Northern Rock.

Les autres banques, dont les pertes sont parfois bien supérieures mais la solidité financière également plus grande, ont le choix, comme toute entreprise essuyant des pertes, entre trois solutions : puiser dans ses réserves, s'endetter ou augmenter son capital en faisant entrer de nouveaux actionnaires. C'est cette option que plusieurs très grandes banques comme Merrill Lynch, UBS ou City Bank ont choisie en allant frapper à la porte des fonds souverains moyen-orientaux et asiatiques bâtis sur les formidables excédents commerciaux des producteurs de pétrole et de la Chine. Il est trop tôt pour savoir de quel prix sera payé cet apport miraculeux de capital en termes de stratégie. Il n'était pas totalement inattendu. Récemment, le Wall Street Journal révélait le lobbying de l'industrie financière afin de préparer le Congrès et l'administration aux investissements des fonds souverains. D'ores et déjà les appels à une forme de régulation ou d'autorégulation de ces fonds se multiplient¹⁰

Avec IKB, Sachsen LB et Northern Rock, les autorités financières nationales ont paré au plus pressé. Elles devront toutefois s'assurer auprès de la Commission européenne que l'aide éventuellement accordée à ces établissements ne biaise pas la concurrence au sein du secteur bancaire européen. Mais cette question du contrôle de la concurrence est presque subsidiaire par rapport à celles soulevées par la crise au sujet de la régulation générale du système financier européen et mondial.

La séquence des réponses politiques à la crise

La crise de l'été a frappé l'opinion obligeant les chefs d'Etat à entrer sur un terrain qu'ils ne courent habituellement pas, sinon pour dénoncer dans des termes vagues les excès du capitalisme financier. Au moment de la première intervention de la BCE le 9 août, le discours économique du président Sarkozy roulait plutôt sur la surévaluation de l'euro et l'indépendance de la BCE, soit la posture hexagonale traditionnelle sur l'union monétaire. Mais à l'automne, les prises de position politique des dirigeants nationaux ont opéré une jonction progressive avec le travail réglementaire européen jusqu'à porter le

¹⁰ "Lobbyists Smoothed the Way For a Spate of Foreign Deals", WSJE, 25 janvier 2008.

sujet de la stabilité financière à l'agenda politique lors du sommet des chefs d'Etat européen de décembre.

En septembre, d'abord, le président Sarkozy et la chancelière Angela Merkel cosignaient une lettre au président en exercice de l'UE, José Socrates. On y retrouve pêle-mêle des considérations sur le cycle de Doha, le problème de la réciprocité dans l'ouverture des marchés au niveau mondial et, enfin, la stabilité financière. « *Les développements récents ont rappelé que la stabilité des marchés financiers de plus en plus globalisés était vitale pour nos économies et ne pouvait en aucun cas être considérée comme acquise. La transparence des marchés financiers, leur réglementation et leur supervision constituent des éléments essentiels si nous voulons éviter des corrections excessives. Nous devons encourager la transparence et la responsabilité des acteurs, y compris les agences de notation, tant au niveau européen qu'au niveau mondial. Nous appelons également à l'élaboration d'un code de conduite pour les fonds à effet de levier (hedge funds)* », écrivent alors les deux dirigeants français et allemand¹¹.

Un mois plus tard, le Premier Ministre britannique Gordon Brown se joignait à eux pour une déclaration commune axée plus spécifiquement sur la crise financière¹². Foin de Doha, de l'euro et de la concurrence. Le discours se focalise et se précise. Alors que la lettre des Deux renvoyait clairement aux débats politiques nationaux (en France sur la loyauté de la concurrence internationale, en Allemagne notamment sur les *hedge funds*), la déclaration des Trois en appelle aux ministres européens des finances pour donner mandat à la Commission européenne de prendre des initiatives réglementaires. Les demandes sont explicites et visent la communication d'informations sur les dettes titrisées et les produits financiers structurés (véhicules de transmission des risques *subprimes*), l'évaluation des actifs non liquides et des instruments financiers complexes, les faiblesses de la gestion des risques, la transparence des risques hors bilan des banques, la coopération transfrontalière, la gestion de crise, et enfin le rôle des agences de notation. Bref, tout ce qui a fait que 1) les banques ont pris des risques inconsidérés, que 2) au moment des premières difficultés, le marché a cessé de jouer son rôle de pourvoyeur d'information et de liquidité entraînant un phénomène de dépréciation –

¹¹ Lettre conjointe franco-allemande «Renforcer la stratégie de Lisbonne grâce à des mesures économiques externes ».

¹² Joint declaration of Chancellor Merkel, President Sarkozy and Prime Minister Brown regarding financial market developments, 19 octobre 2007.

autrement dit des pertes de valeurs – brutal, et que 3) les autorités chargées de les surveiller n'avaient anticipé ni le dysfonctionnement du marché, ni le problème de liquidité et, pour certaines, de solvabilité des banques. La déclaration d'octobre renvoie également aux travaux du Financial Stability Forum (FSF), qui réunit, au niveau mondial, autorités de contrôle des marchés et acteurs financiers nationales, institutions financières et banques centrales, et dont les travaux ont notamment aiguillonné l'industrie peu régulée des *hedge funds* en vue de l'adoption d'un code de conduite volontaire¹³.

Deux mois après le 9 août, trois des principaux dirigeants politiques européens articulent un message structuré qui prépare une action de fond sur la régulation financière. Comment cet ajustement, cette focalisation du discours ont-ils été possibles après les considérations générales de l'été sur l'euro fort et la concurrence déloyale ?

Grâce à la coordination entre administrations des finances nationales mise en place depuis une dizaine d'années au niveau européen. En effet, la déclaration puise sa substance dans un papier interne qu'un groupe de travail entre administrations des finances nationales de l'UE, le Comité économique et financier, avait mis 15 jours plus tôt sur la table des ministres¹⁴. Ce papier définit une « feuille de route » autour de quatre points : la transparence des investisseurs, des marchés et des régulateurs, l'amélioration des méthodes d'évaluation des actifs, l'amélioration du cadre prudentiel, de gestion des risques et de supervision du secteur financier, et enfin l'amélioration du fonctionnement des marchés, notamment le rôle des agences de notation. Pour chaque point, il propose d'approfondir les diagnostics et d'envisager une révision de la réglementation ou des pratiques des autorités en charge du contrôle des marchés et des institutions. Ce programme a été endossé par les ministres des finances des Vingt-Sept lors du Conseil (Ecofin) du 13 novembre. Il constitue *la* réponse programmatique de l'UE, réponse à laquelle le Commissaire en charge des services financiers, Charlie McCreevy, faisait encore référence à l'issue du Conseil Ecofin du 22 janvier.

Pour de longs mois encore, le travail politique va continuer à se déployer à plusieurs niveaux : mondial, européen, national et dans diverses enceintes. Vue de Bruxelles, la principale échéance à venir est la réunion informelle du Conseil Ecofin en

¹³ Un code de conduite a été effectivement adopté en janvier 2008, par lequel ces structures financières s'engagent à s'astreindre à plus de transparence vis-à-vis des régulateurs.

¹⁴ « Financial markets situation, key issues and follow-up actions », Economic and Financial Committee, document confidentiel du 4 octobre 2007.

avril. La Commission européenne devra notamment y faire rapport sur les agences de notation. Solvabilité, liquidité, supervision bancaires seront également probablement évoquées. Mais les gouvernements nationaux n'ont pas lâché prise pour autant. Le trio France/Allemagne/Royaume-Uni a été rejoint en janvier par l'Italie. Les ministres des finances de ces quatre pays, Christine Lagarde, Peer Steinbrück, Alistair Darling, Tommaso Padoa-Schioppa, devaient se rencontrer le 29 janvier à Londres pour s'entretenir de stabilité financière. L'apport d'une telle rencontre peut être double. D'une part, elle donne à voir une version incarnée et simplifiée du travail politique communautaire, qui est, lui, pratiquement illisible pour l'opinion. Or le besoin de communication reste important tant que l'actualité de la crise, la baisse des bourses et les difficultés des banques, nourrissent dans l'opinion une demande de réassurance politique. D'autre part, dans une Union à Vingt-Sept, l'élaboration de compromis informels entre quelques pays est souvent un préalable indispensable aux progrès ultérieurs des négociations. Cette crise et la réponse politique qui a commencé à lui être donnée soulèvent trois grands enjeux de régulation du système financier.

Le fonctionnement interne des marchés

« La fonction macroéconomique d'un marché financier moderne est de fournir de la liquidité, agréger l'information et partager le risque », rappelait récemment Wolfgang Münchau dans le *Financial Times*¹⁵. Or le marché du crédit a failli sur ces trois points. La valorisation de certains actifs s'est avérée impossible, faute de liquidité, le partage des risques inefficace. Le marché n'a pas joué son rôle. Il a été dépassé par la complexité des produits, et miné par les asymétries d'information entre opérateurs financiers.

La feuille de route d'octobre accorde une large place à la question de la liquidité et mènera probablement à des ajustements réglementaires. Mais ni l'UE, ni aucun organisme de régulation n'envisagent de brider l'inventivité des professionnels de la finance dans l'élaboration de techniques de couverture de risque toujours plus sophistiquées. Aussi, le travail se concentre-t-il sur les institutions financières qui portent ces actifs dans leur bilan et l'inclusion de cet élément de liquidité dans le contrôle

¹⁵ "The credit revolution looks to the long term", Wolfgang Münchau, *Financial Times*, 7 janvier 2008.

prudentiel qui leur est appliqué. Actuellement, l'encadrement prudentiel des banques consiste, en simplifiant, à fixer un niveau de fonds propres nécessaires pour garantir les avoirs placés auprès d'une banque. Ce niveau est fonction de la valeur de marché des actifs détenus par la banque et du risque qui leur est attaché. Mais, lorsque le marché est défaillant, il ne fournit plus d'informations sur la valeur des actifs. D'où l'importance d'apprécier la liquidité des actifs des banques pour mesurer leur solidité financière.

Sur ce sujet, la Commission européenne n'est pas seule à la manœuvre. La directive de 2006 qui régit les fonds propres des banques, est en effet la transposition des accords internationaux dits de « Bâle II » qui fournissent un cadre international pour les règles de solvabilité des banques, lesquelles ont été préparées dans une enceinte plus large, le « G10 », réunion de banquiers centraux, qui a suscité la création du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire au sein de la banque de règlement internationaux. Il est probable qu'à la faveur de la crise, la liquidité fasse son entrée dans l'arsenal des critères de contrôle prudentiel. D'autant plus que la Commission européenne travaille déjà à une révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres des banques adoptée en 2006 après deux ans de débats législatifs et entrée en vigueur en 2007.

En dépit de ce travail sur les banques, la question de la régulation du marché du crédit, particulièrement opaque du fait de la complexité des produits et de l'absence de marché organisé, reste posée. Récemment une députée conservatrice finlandaise, Piia-Noora Kauppi, qui est une des chevilles ouvrières du travail parlementaire sur la régulation financière, se demandait si, pour pallier les problèmes de liquidité sur le marché du crédit, il ne serait pas opportun de standardiser certains produits. Ailleurs on évoquait l'opportunité de transférer sur des marchés organisés une partie de ce marché actuellement traité d'institution à institution, ce qui lui assurerait une plus grande transparence, faciliterait la formation des prix et accroîtrait là encore la liquidité en concentrant les plus de transactions sur des places.

Rien, toutefois, dans la feuille de route établie par le Conseil ne permet de penser que l'UE irait dans ce sens. Pourtant la crise actuelle ne renvoie pas seulement à la sophistication croissante des produits financiers, elle pose également la question de l'infrastructure des marchés. Une grande partie de la croissance des volumes de

transactions s'est faite ces dernières années *en dehors* des marchés organisés, autrement dit des bourses. Tout le marché du crédit, la totalité des obligations et une partie des produits dérivés sont traités « OTC » (*over the counter*), autrement dit dans une relation bilatérale entre acheteur et demandeur. Loin de s'opposer à ce mouvement de déconcentration des transactions, l'UE l'a accompagné en abrogeant récemment le monopole des bourses sur les transactions en actions (directive sur les marchés d'instruments financiers entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007). Les opérateurs qui gèrent les masses d'ordre les plus importantes vont pouvoir « internaliser » les transactions. La clé de voûte de cette « déconcentration » des marchés boursiers est le principe de « meilleure exécution » qui recrée virtuellement des conditions de marché intégré par le truchement de contraintes imposées à l'intermédiaire. La démutualisation des infrastructures de marché suscite néanmoins des craintes en termes de transparence et de formation des prix en cas de fragmentation des marchés. Quoi qu'il en soit, ce nouvel encadrement des marchés va rebattre les cartes entre les infrastructures de marché que sont les bourses et les opérateurs que sont les banques, au bénéfice de ces derniers. Il est trop tôt pour dire autour de quels pôles se concentrera demain la liquidité.

La supervision des acteurs

De même qu'une industrie de produits chimiques doit se soumettre à des règles techniques et à un contrôle pour éviter que les dangers liés aux produits ou aux processus de production fasse peser des risques sur la santé de ses salariés, et que la production menace l'environnement, les institutions financières travaillent sous surveillance afin d'éviter qu'une gestion défailante ne diminue la valeur de l'épargne qui leur est confiée et « pollue » l'économie dans son ensemble par un possible effet d'entraînement d'une institution sur une autre (risque systémique). A la manière d'une réglementation environnementale, la supervision vise donc à la fois à protéger chacun des utilisateurs du système et l'écosystème (financier) dans son ensemble. La crise a souligné les insuffisances de la politique européenne dans ce domaine. Elles sont de deux ordres.

Premièrement, l'information financière. Les banques ont réussi à masquer certains risques dérivés de la crise américaine en ayant recours notamment à des « véhicules »

hors bilan. La pratique n'était pas totalement inconnue mais la réalisation des risques après la crise et le fait que les banques aient dû éponger les pertes de ces véhicules dont elles étaient solidaires a permis de mesurer l'ampleur de cette dissimulation. Dans ce domaine des ajustements réglementaires sont plus que prévisibles, également en coopération avec le G10 qui travaillait sur ces sujets avant même la crise. La réintégration de ces véhicules dans les bilans des banques a déjà commencé.

Deuxièmement, l'architecture de la supervision n'est pas adaptée au degré d'intégration des marchés et des acteurs. Pour le dire d'un mot, elle reste largement nationale alors que les acteurs, eux, sont internationaux. Là encore, l'approfondissement de la crise a coïncidé avec l'aboutissement de réflexions lancées bien antérieurement sur cette architecture institutionnelle. Aussi inquiétant que cela puisse paraître, rien ne permet d'assurer qu'aucune autorité publique européenne n'ait une vision globale de l'ensemble des risques auquel est exposée telle ou telle grande banque européenne. On ne sait pas non plus quelle autorité nationale garantirait les avoirs des épargnants, ni à quelle hauteur, en cas de faillite d'une banque paneuropéenne. Si le superviseur italien a failli à contrôler une banque qui fait faillite et ruine des citoyens polonais, sont-ce les autorités italiennes ou polonaises qui devront payer ? Cette question n'a pas de réponse. Tout juste les Etats de l'UE s'entendent-ils sur quelques principes dont la mise en œuvre pratique pourrait s'avérer périlleuse.

La réglementation actuelle permet une coordination entre superviseurs au sein de « collègues », mais elle ne la rend pas obligatoire et n'en fixe que marginalement les règles. Actuellement une vingtaine d'établissements financiers européens ont leur collège de superviseurs, mais chacune de leurs filiales rapporte à l'autorité de surveillance nationale du territoire où elle est installée. Et les échanges d'information entre ces autorités au sein des collèges s'opèrent sur une base volontaire. On devinera sans peine que ce décalage entre intégration des acteurs financiers et fragmentation de la supervision renvoie à des enjeux multiples de contrôle par les Etats de ces rouages essentiels que sont les banques, à des différences de culture de supervision, des problèmes de responsabilité des autorités nationales vis-à-vis de ses investisseurs, de crédibilité de leur place financière, ou encore de partage des risques entre Etats en cas de faillite d'un groupe transnational. Le débat sur l'architecture de la supervision, qui remonte à plusieurs années, n'a guère permis d'avancer. Mais il est d'autant plus vif que les acteurs financiers

eux-mêmes sont demandeurs d'une plus grande coordination, voire intégration des autorités, pour des raisons évidentes de *reporting*. Leur intérêt rejoint ici, en principe, sinon en pratique, celui de l'ensemble de la collectivité tant il paraît évident que la situation actuelle n'est pas optimale. La question n'est pas tant de savoir si l'on ira vers une forme de consolidation mais plutôt à quel rythme. La discussion en cours sur le cadre prudentiel des sociétés d'assurance (Solvabilité 2) et la révision attendue de celui des banques en fourniront l'occasion.

Déontologie, conflits d'intérêt et concurrence

Juste après le déclenchement de la crise, les critiques les plus vives sont allées aux agences de notation. Les notes qu'elles délivrent aux institutions financières, tout comme les émetteurs publics, conditionnent la confiance accordée aux institutions, donc au degré de risque associé aux titres qu'elles émettent. En « sur-notant » certaines institutions, elles auraient envoyé des signaux erronés aux investisseurs, encourageant par là même des prises de risques excessives ou inconsidérées. Or les agences sont rémunérées par les institutions qu'elles notent et non pas les investisseurs eux-mêmes, d'où les soupçons de conflit d'intérêt qui pèsent sur elles. Le *business model* des agences leur permettait-il d'être suffisamment indépendantes et impartiales ? N'y avait-il pas là un biais dans la chaîne de l'information dont dépend le bon fonctionnement de tout marché ? Les régulateurs européens de valeur mobilière, qui supervisent et régulent au niveau technique les marchés (comme l'Autorité des marchés financiers en France), ont été chargés de conseiller la Commission européenne sur ce sujet et rendront leurs conclusions dans les semaines qui viennent. Les agences se défendent d'avoir failli en avançant qu'elles ne sont pas chargées d'évaluer la liquidité mais la solvabilité des institutions et assurent que leurs règles de gestion interne les mettent à l'abri des conflits d'intérêt. La question de l'évaluation de la liquidité est donc renvoyée aux investisseurs eux-mêmes et aux autorités publiques (régulateurs et superviseurs). Quant au modèle économique des agences, on voit mal actuellement quelle posture pourrait avoir les autorités européennes à leur égard, d'autant plus que ce marché de la notation est concentré entre les mains de trois institutions américaines : Moody's, Standard & Poor's

et Fitch Ratings. Une forme d'autorégulation semble l'option la plus probable.

Le cas des agences n'épuise pas le sujet des conflits d'intérêt et des problèmes de concurrence dans la sphère financière. Les grandes banques d'investissement tirent une part substantielle de leurs revenus de leurs honoraires de conseil et d'intermédiaire, donnant parfois le sentiment d'encourager la financiarisation de l'économie dont on ne sait à qui elle profite le plus. Ce doute est accru par l'écho des rémunérations extraordinaires des professionnels de la finance, les parachutes dorés et les bonus vertigineux. Les structures d'incitation salariale qui entretiennent les performances du secteur et attirent vers lui une part non négligeable des diplômés des écoles et universités les plus réputées n'encourageraient-elles pas la cupidité ? Pour ce qui est des agences de notation, la question est posée. On ne peut que constater le décalage entre un débat qui se déploie spontanément, dans le grand public, sur le registre de la moralité des acteurs financiers, et un travail réglementaire qui répugne à aborder cette question. Néanmoins, la feuille de route de novembre dernier mentionne explicitement ce point.

Une autre source d'inquiétude, peut-être plus sérieuse, réside dans la concentration du pouvoir entre les mains de grands établissements financiers qui, quoique opérant sur des marchés très encadrés, sont des institutions très opaques. Au Parlement européen revient la demande lancinante à la Commission européenne de diligenter une enquête sur la concurrence dans les services financiers, non pas aux particuliers, comme cela a déjà été fait, mais « de gros », autrement dit à la fois l'intermédiation financière, le conseil en opérations financières (introduction sur le marché, augmentation de capital, émission de dettes, fusions) et la gestion des actifs proprement dite, où l'offre, précisément, est très concentrée. Le gendarme européen de la concurrence n'y a pas répondu. Le champ possible d'une investigation devrait être considérablement précisé. Mais force est de constater que la mise en place de la directive MIF va encore accroître le rôle de ces grands acteurs. La députée socialiste néerlandaise Ieke van den Burg a introduit récemment une question orale à la Commission européenne concernant de possibles conflits d'intérêts au sein de Goldman Sachs¹⁶.

On ne peut, en outre, qu'être frappé par les relais d'influence que s'assurent ces grandes banques globales en recrutant dans le monde politique et académique. Trois

¹⁶ Question orale au Conseil et à la Commission européenne, "Market dominance and possible conflicts of interest in the activities of large investment banks in relation to the subprime crisis", 9 janvier 2008.

exemples : Mario Draghi, gouverneur de la Banque d'Italie depuis 2006, a été vice-président Europe de Goldman Sachs de 2002 à 2005. L'ancien Commissaire européen au Marché intérieur puis à la concurrence, Mario Monti, actuellement président de l'université Bocconi de Milan et du think-tank Bruegel, émarge également depuis 2006 chez Goldman Sachs dont il a rejoint la liste des prestigieux « conseillers ». Tony Blair, de son côté, pressenti pour devenir le premier Président de l'Union européenne après l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne, « conseille » J.-P.Morgan.

L'importance du secteur financier éveille en outre des soupçons de collusion avec les autorités publiques. L'intervention du Parlement européen dans l'affaire Equitable Life, vénérable société d'assurance britannique deux fois centenaire dont la quasi-faillite a englouti une partie de l'épargne-retraite d'un million de Britanniques à la fin des années 1990 a permis de lever un coin de voile sur ce sujet. Un rapport d'enquête publié l'an dernier¹⁷ souligne les défaillances de la supervision de cette compagnie d'assurance que sa politique commerciale, et non quelques malversations, avait exposée à des risques de taux considérables. Mme Wallis montre également que l'incapacité des autorités britanniques (Trésor, superviseur, Banque d'Angleterre, pêle-mêle) à établir clairement les responsabilités a empêché la création d'un mécanisme d'indemnisation collectif en dépit du nombre des épargnants concernés. Il est frappant, au passage, que le débat qui a suivi, entre Britanniques, se déroule par-dessus le Channel, à la faveur du rapport Wallis. De l'utilité du Parlement européen comme aiguillon lorsque l'équilibre des pouvoirs au niveau national est défaillant.

Enfin, il est probable que la crise relance le débat sur les relations entre le secteur financier et le reste de l'économie. L'entrée de nouveaux investisseurs au capital des entreprises, qui avait provoqué une réaction ulcérée du ministre Muntefering en 2006, traitant les fonds spéculatifs de « sauterelles », a provoqué une prise de conscience de l'importance prise par le secteur financier. En termes politiques, cela s'est traduit par la question : la finance est-elle au service de l'économie ou ... d'elle-même ? Ou encore, la financiarisation de l'économie est-elle bonne pour l'économie et la société ? Ce débat qui s'est d'abord déployé dans les Etats, a trouvé un écho à Bruxelles dans un rapport sur les

¹⁷ "Crisis of the Equitable Life Insurance Society", rapport du Parlement européen, rapporteur Diana Wallis, juin 2007.

hedge funds et les fonds de *private equity*¹⁸, publié par le Parti socialiste européen (PSE) en 2007. Le PSE met en doute la compatibilité entre la recherche par l'industrie de la gestion alternative de profits à court terme tandis que l'économie aurait besoin d'investissement à long terme, soulignant la contradiction, selon le PSE, entre la stratégie de Lisbonne, stratégie de long terme reposant sur des investissements dans la formation et l'innovation, d'une part, et la croissance de la sphère financière, de l'autre. Critiqué pour sa méthodologie, passant un peu vite sur, précisément, les liens organiques entre les services financiers et les autres secteurs, sur la réalité du secteur financier, qui peut difficilement être opposée à l'« économie réelle » (la City de Londres génère environ 10% de la valeur ajoutée au Royaume-Uni), il a trouvé peu d'écho. On peut difficilement nier la fonction centrale des marchés financiers dans l'économie. Cependant le rapport Van den Burg/Rasmussen pointe utilement la nécessité de repartir, lorsqu'il s'agit d'arrêter des choix de régulation, de la fonction première de la finance, à savoir le financement des activités non financières. Appeler ces activités non financières « réelles » par opposition aux activités financières a desservi leur cause et montre que, peut-être, la réflexion de la gauche européenne sur ce point n'est pas encore aboutie.

Mais la Commission européenne répugne à porter le débat sur ce terrain politique. En charge du marché intérieur, donc également des services financiers, le Commissaire Charlie McCreevy ne manque pas une occasion de défendre les performances et la capacité d'innovation du secteur financier. On ne peut pas imaginer sur ces sujets, de positions politiques plus opposées que la sienne et celle du PSE. La présidente de la Commission des affaires économiques et monétaires, la socialiste française Pervenche Bérès, déploie des efforts considérables pour arracher la régulation financière au champ de l'expertise et aux mains des professionnels de la finance et l'amener sur le terrain politique. Non sans succès. Mais la capacité d'intervention du Parlement européen trouve ses limites dans le monopole de l'initiative législative confié à la Commission, laquelle peut toutefois être mandatée pour intervenir par le Conseil, autrement dit les gouvernements nationaux. On bute alors sur un autre écueil : la concurrence entre places financières européennes qui renforce les divergences de vue, qu'elles soient culturelles ou partisans, entre dirigeants nationaux. Pourtant, ne serait-ce que pour mettre à niveau la supervision d'acteurs financiers devenus paneuropéens voire globaux, un consensus

¹⁸ "Hedge Funds and Private Equity, a critical analysis", rapport présenté par Poul Nyrup Rasmussen et Ieke van den Burg (coordinateur), avril 2007. Disponible sur le site du Parti socialiste européen, www.pes.org

ambitieux serait plus que bienvenu.

Texte paru dans lavedesidees.fr, le 28 janvier 2008

© lavedesidees.fr