

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

X I I I ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission des Finances, de l'économie générale et du Plan

- Audition, ouverte à la presse, de M. Alexandre LAMFALUSSY, ancien directeur général de la Banque des règlements internationaux et ancien président du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, sur la crise financière et bancaire.

Mercredi
27 février 2008
Séance de 10 heures 30

Compte rendu n° 66

SESSION ORDINAIRE DE 2007-2008

Présidence
de M. Didier Migaud,
Président



Le Président Didier Migaud : Monsieur le Président Lamfalussy, je vous remercie d'avoir bien voulu, en participant à cette réunion, contribuer à l'information et aux débats de notre commission sur les causes et les effets de la crise multiforme que connaît le système financier et bancaire actuellement. Comme vous le savez, nous nous intéressons particulièrement à la question des dispositifs de régulation et de supervision susceptibles d'assurer le respect d'un certain nombre de principes, jugés légitimes par les autorités politiques élues, dans le fonctionnement des économies financières et monétaires désormais mondialisées, dont l'impact sur les économies réelles n'est plus à démontrer.

Après vingt ans d'activité dans le secteur bancaire privé belge, vous avez exercé de nombreuses fonctions de responsabilité dans le secteur institutionnel. Vous avez rejoint, en 1976, la direction de la Banque des règlements internationaux à Bâle et vous en êtes devenu le directeur général en 1985. Vous avez, en 1988-1989, participé au comité Delors chargé de proposer des étapes conduisant à la réalisation de l'Union économique et monétaire. De décembre 1993 à juin 1997, vous avez présidé l'Institut monétaire européen, lequel a été chargé de mettre en place la Banque centrale européenne et de définir les méthodes opérationnelles de la politique monétaire unique. En 2000 et 2001, vous avez présidé le Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières. Les recommandations de ce Comité ont été adoptées par le sommet de Maastricht en 2001. Elles forment ce qu'il est convenu d'appeler le « processus Lamfalussy », qui organise, dans le domaine des services financiers, un cadre original d'adoption et de suivi des textes réglementaires à quatre niveaux. Ce processus va de la définition des principes de la législation communautaire par la Commission et le Parlement européen à leur traduction dans des mesures d'exécution par le comité des régulateurs, celui-ci assurant également la convergence des interprétations dans les États membres, sous le contrôle de la Commission européenne.

Depuis 2001, nous avons assisté à l'accélération de l'intégration des marchés financiers de l'Union, à une spectaculaire innovation dans la conception des produits financiers, au développement des fusions et acquisitions sur une base transnationale. Face à cette interconnexion des marchés, dont la réalité est illustrée par la crise que nous connaissons, les superviseurs nationaux voient leurs efforts de convergence rencontrer assez vite des limites. Le conseil ÉCOFIN du 4 décembre dernier a ouvert la voie à un approfondissement du processus Lamfalussy, qui porterait notamment sur le renforcement des comités de niveau 3, ces comités composés de représentants des organismes de contrôle nationaux dans les secteurs de la banque, des valeurs mobilières et de l'assurance, et qui visent à unifier les interprétations nationales de la législation commune. Leur rôle devrait être renforcé dans le sens d'une coopération plus efficace entre contrôleurs nationaux et d'une convergence des pratiques de surveillance. Toutefois, la tâche n'est pas simple car les États membres ne sont pas tous en faveur d'une telle évolution.

Nous souhaiterions, Monsieur le Président, que vous nous fassiez part de votre appréciation de la situation et des pistes qui, selon vous, méritent d'être explorées.

M. Alexandre Lamfalussy : Monsieur le Président, mesdames et messieurs les députés, je vous remercie chaleureusement du grand honneur que vous me faites en m'invitant à cette séance d'audition. La crise est grave en elle-même. L'industrie financière est une des grandes composantes du secteur des services. Elle emploie beaucoup de monde. De plus, la crise risque d'avoir une influence paralysante sur l'économie « réelle », et pas seulement de

l'autre côté de l'Atlantique. Les enjeux sont donc de taille et je me réjouis de l'attention que vous portez à ce problème.

Je ne compte pas vous parler des défis auxquels doivent faire face ceux qui portent la charge peu enviable de la gestion de la crise en cours. Cette gestion est entre les mains, en premier lieu, de mes anciens collègues des banques centrales qui assurent avec efficacité le fonctionnement des marchés monétaires. Sans cette action, les manifestations de la crise risqueraient de prendre une dimension systémique. Les gouvernements jouent aussi un rôle actif dans les pays – heureusement très rares – où ils ont jugé approprié de sauver des institutions au bord de la faillite. La gestion de la crise est aussi, et même principalement, entre les mains des dirigeants des entreprises financières, notamment des banques, qui portent la responsabilité première d'évaluer correctement la valeur de leurs actifs et d'en assurer rapidement la publication – ce qui, je le reconnais, n'est pas une mince affaire.

Je privilégierai plutôt une approche prospective : que devrait-on faire pour éviter, à l'avenir, la répétition d'une crise qui, par la rapidité de sa diffusion, par son ampleur et sa durée, pourrait peser lourdement sur l'activité économique et représenterait ainsi un danger systémique ? Notre objectif ne peut cependant être l'élimination de toutes les crises. Les crises financières, même quand elles se traduisent par la faillite de certaines institutions, constituent une sanction indispensable des erreurs de gestion. Sans cette sanction, on irait vers la généralisation et la permanence de comportements qui ignorent les risques pourtant inhérents à toute activité financière. Cela nous conduirait tout droit vers ce que nous voulons précisément éviter, à savoir une crise véritablement systémique. Encore faut-il veiller à ce que la sanction ne pénalise pas aveuglément ceux qui ne portent aucune responsabilité dans la naissance et le développement de la crise.

Nous avons connu, au cours des vingt-cinq dernières années, bon nombre de crises. Dans les années 1980 et 1990, c'est surtout le monde en développement qui a été touché : l'Amérique latine à plusieurs reprises, l'Asie du sud-est, la Russie. Entre 1985 et le début de notre siècle, le monde développé a été aussi atteint, principalement aux États-Unis, avec l'effondrement de Wall Street en 1987, la crise des caisses d'épargne en 1988, le sauvetage du LTCM, un prestigieux *hedge fund*, en 1998, enfin l'éclatement de la bulle Internet en 2000-2001. Dans les années 1990, l'Europe n'a pas été épargnée : crise bancaire Scandinave, « *secondary banking crisis* » en Grande-Bretagne, crise immobilière en France. Ces crises ont causé beaucoup de dégâts mais la plupart d'entre elles ont été maîtrisées relativement vite et sont restées géographiquement assez bien localisées.

Chacune de ces turbulences passées s'est déroulée selon le scénario de base traditionnel décrit par les économistes du XIX^e siècle : une période d'euphorie, dominée par la disparition du sens du risque, suivie tôt ou tard par de fortes secousses financières. Ce même scénario se retrouve dans la crise actuelle. Cependant, celle-ci comporte des éléments qui, sans être radicalement nouveaux, portent une responsabilité majeure en ce qui concerne sa gravité. C'est en examinant chacun de ces éléments que j'essaierai de réfléchir à la possibilité et à l'opportunité d'actions préventives. Vu la complexité de la situation actuelle, il faudra encore du temps avant d'arriver à des recommandations, même approximatives, mais on peut commencer à formuler dès maintenant des interrogations.

Première spécificité de la crise : il s'agit d'un processus de contagion fulgurant.

La crise a éclaté aux États-Unis, dans le marché hypothécaire à haut risque – « *subprime* » –, où les emprunteurs ont été pris en tenaille entre, d’une part, l’arrêt de la hausse puis le début de la baisse des prix des maisons familiales – environ 15 % par rapport au pic atteint il y a un an et demi – et, d’autre part, l’augmentation accélérée du poids de la charge financière. Cette crise n’est pas restée circonscrite. Elle a contaminé une très grande partie des marchés financiers, non seulement aux États-Unis, mais aussi dans le reste du monde développé, et principalement en Europe.

Une partie de l’explication de ce phénomène de contagion se trouve dans le fait que l’ensemble des marchés financiers avait atteint, vers l’hiver 2006-2007, un état d’exubérance exceptionnelle. Cette exubérance s’était développée graduellement à partir de la fin de la récession américaine de 2002-2003. À titre d’exemple, la prime de risque, c’est-à-dire le rendement additionnel exigé par le marché pour un placement à risque par rapport à un placement en fonds ou effets publics, était tombée à un niveau dérisoire. Cela ne pouvait pas durer ; un retournement vers des prix plus réalistes, tenant compte de l’ampleur réelle des risques, était inévitable. La crise hypothécaire américaine a donc agi à la fois comme détonateur et comme un facteur d’aggravation.

Il existe une seconde explication, complémentaire de la première. La rapidité de la contagion tient au fait que l’intégration financière internationale, que l’on peut aussi appeler « globalisation financière », a atteint une très grande intensité. Or qui dit intégration financière dit multiplication des réseaux d’interconnexion entre les marchés et donc généralisation de l’interdépendance financière.

Que l’intégration financière comporte, en même temps que des avantages en termes d’efficacité, des risques d’instabilité ne constitue pas une découverte. Depuis 1980, les économistes de la Banque des règlements internationaux ne cessent de nous le rappeler. Plus récemment, en 2001, le rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, que j’ai eu le plaisir de présider – à l’initiative de Bercy, au demeurant –, formulait l’analyse suivante : « Quoique convaincu que des marchés financiers développés, profonds, liquides et innovants engendreront des gains de productivité substantiels et profiteront en conséquence à chaque citoyen européen, le Comité estime également qu’une plus grande efficacité ne va pas nécessairement de pair avec une stabilité renforcée. L’intégration accrue des marchés des valeurs mobilières implique une plus grande interconnexion de manière transfrontalière, ce qui augmente leur exposition commune à des chocs financiers. Il n’incombe pas au Comité d’évaluer ce risque et encore moins d’émettre des recommandations sur la manière d’y faire face. Toutefois, étant donné l’interconnexion croissante des différents segments des marchés de valeurs mobilières et des différents intermédiaires financiers, le Comité estime qu’il est urgent de renforcer, au niveau européen, la coopération entre les régulateurs des marchés financiers et les institutions chargées de la microsurveillance et de la macrosurveillance prudentielles. »

Ce constat peut aisément être transposé du niveau européen au niveau mondial. L’interconnexion tous azimuts des marchés de valeurs mobilières et de la gamme complète d’intermédiaires financiers impose une active coopération, au niveau mondial, entre les principales autorités chargées tant de la régulation des marchés que des micro- et macrosurveillances prudentielles. Certes, des crises locales peuvent et doivent être prises en charge par des autorités nationales. Il est tout aussi évident que l’Europe ferait mieux de parler d’une seule voix avec les Américains, ce qui présuppose que l’on organise convenablement la coopération intra-européenne. Mais tant la prévention d’une crise systémique que la gestion d’une crise – comme celle que nous connaissons aujourd’hui – qui,

faute de traitement efficace, pourrait dégénérer en crise systémique, exigent une intense coopération globale. La mise en place, à Bâle, du Forum de stabilité financière constitue un bon départ, mais ce n'est qu'un départ. La coopération entre institutions se met doucement en route – il existe une coopération intéressante entre les différents comités européens et l'autorité américaine de la Bourse – mais les échanges ne vont pas encore très loin.

Deuxième spécificité de la crise : la titrisation généralisée.

Au sens large du terme, on entend par titrisation l'utilisation de plus en plus étendue des transactions de marché pour couvrir les besoins de financement des agents économiques. Au sens plus restreint et plus précis, il s'agit de la transformation de créances bancaires en instruments de dette négociables. Cette dernière pratique a pris naissance aux États-Unis il y a une vingtaine d'années et s'est étendue graduellement à l'ensemble du monde développé. Elle a abouti à la transformation profonde de l'activité bancaire : le nouveau « *business model* » implique non seulement la transformation d'une créance en titre négociable, mais aussi la vente de ces créances et leur placement hors bilan. La banque se trouve à l'origine d'un projet de financement mais n'en garde aucun élément en portefeuille et se libère d'une créance jadis portée, dans la pratique courante, jusqu'à l'échéance.

Jusqu'à l'éclatement de la crise, ce modèle de gestion était considéré par la quasi-totalité des praticiens et par certaines autorités – surtout américaines – comme une innovation comportant deux effets bénéfiques. D'une part, il augmenterait l'efficacité du système en accroissant le rôle des marchés ; de l'autre, il aurait un effet stabilisateur en distribuant les risques de crédit plus largement et en diminuant ainsi la concentration des risques sur le secteur bancaire. J'ai toujours eu et je garde de la sympathie pour le premier argument, mais je doutais de la pertinence du second. Pour que celui-ci soit valable, au moins trois conditions devaient être satisfaites : que les acquéreurs de ces instruments complexes sachent ce qu'ils achètent ; qu'ils soient désireux et capables d'évaluer leur propre capacité de résistance à des chocs financiers ; et qu'en cas de choc ils ne succombent pas à la tentation de réactions grégaires. L'expérience vient de démontrer que, à des degrés divers, aucune de ces conditions n'a été satisfaite.

Il y a plus, hélas ! Il s'est avéré que dans bien des cas les banques ne se sont pas dégagées du risque. Elles ont dû au contraire le réassumer, souvent en apportant des liquidités à ces « véhicules » spécialisés, dans certains cas en réintégrant les instruments de dette dans leur bilan. Elles ont pris ces dispositions soit pour protéger leur réputation, soit à cause de l'ambiguïté des contrats de cession de ces instruments. Pour en avoir examiné un certain nombre, je puis affirmer qu'il n'y en a pas un qui ressemble à l'autre ! Il est aussi apparu que le lien entre le créancier et le débiteur s'est relâché. La banque qui a pris l'initiative du financement a-t-elle examiné avec diligence la position financière du débiteur, alors même qu'elle avait l'intention de vendre la créance ? Qui assumait la responsabilité du suivi de la situation du débiteur jusqu'à l'échéance ? Comment pouvait-on pratiquer ce suivi dans le cas de produits complexes comportant toute une série de débiteurs ? Les économistes de la théorie financière nous ont avertis depuis longtemps que « l'asymétrie de l'information », à savoir le fait que le débiteur connaît mieux sa propre situation financière que son créancier, se trouve à la base de la fragilité financière. Or cette asymétrie s'est considérablement aggravée.

Ce constat soulève plusieurs questions fondamentales auxquelles nous devons répondre tôt ou tard. Comment préserver la capacité de la titrisation à stimuler l'efficacité sans avoir à subir ses inconvénients ? Si l'on se met d'accord sur le « comment » – il a été ainsi proposé que les banques gardent une proportion des créances dans leur portefeuille –,

qui doit assumer la responsabilité de le mettre en œuvre : compte-t-on sur les pouvoirs publics, ou sur l'autorégulation ? Comment s'assurer du bon fonctionnement de la coopération internationale ?

Troisième spécificité, la complexité déroutante des instruments financiers

Le dysfonctionnement des marchés doit beaucoup au véritable déferlement d'innovations produisant des opérations et des instruments financiers de plus en plus complexes. L'opacité de notre système financier s'en est trouvée aggravée. Le manque de standardisation aidant, on se voit obligé de décrypter, au cas par cas, les opérations ou les instruments proposés par des vendeurs astucieux. De toute évidence, les particuliers n'en ont pas les moyens, mais le problème se pose aussi pour les investisseurs institutionnels. Ceux-ci ne manquent ni de la compétence ni des ressources humaines pour évaluer avec précision les risques que comporte l'acquisition d'un instrument spécifique. Encore faut-il que l'organisation de l'institution encourage l'acheminement de ces expertises vers ceux qui prennent la décision, et ce de manière compréhensible car ces évaluations sont inévitablement aussi complexes que les produits eux-mêmes. Elles font appel à la théorie des probabilités et tous les dirigeants n'ont pas reçu une formation approfondie en mathématiques modernes...

Les régulateurs, conscients de l'existence d'un véritable problème, ont encouragé le recours aux agences de notation. On peut s'interroger sur le bien-fondé de cette orientation. Le fait d'accorder un statut de quasi-monopole public à une poignée d'institutions privées soulève toutes les interrogations traditionnelles au sujet d'un possible abus de puissance. De plus, l'intervention de ces agences recèle des incompatibilités, dont la plus importante est qu'elles sont rémunérées par les émetteurs des produits. Dans bien des cas, elles ont même participé à la construction de ceux-ci. Enfin, les produits étant composites, l'octroi d'un statut de AAA à la tranche la moins risquée peut faire oublier aux acheteurs que la probabilité de maintenir ce statut ne peut être évaluée qu'en examinant soigneusement l'ensemble du produit. La conclusion est que l'acheteur ne peut faire dépendre sa décision de la seule notation : il doit effectuer sa propre analyse.

Ces éléments soulèvent une série de questions. Quelles sont les possibilités d'améliorer la transparence de ces produits complexes ? Quelles en sont les limites ? Peut-on envisager une standardisation et l'utilisation des marchés réglementés, en lieu et place des opérations de gré à gré actuelles ? Et, si l'on perçoit une ligne d'action possible, faut-il passer par la régulation imposée par les pouvoirs publics ou donner une chance à l'autorégulation ?

En essayant de trouver des réponses à ces questions, nous devons veiller à ne pas paralyser la capacité d'innover. Les innovations financières permettent aux agents économiques prudents de se protéger de toutes sortes de risques, ce que l'on observe dès maintenant dans les grands écarts entre les résultats financiers qui sont en train d'être publiés.

Quatrième spécificité : la gestion des risques est mise à l'épreuve.

Une des révélations de la crise actuelle est l'échec patent d'un certain nombre de grandes banques à gérer leurs risques avec efficacité. Fort heureusement, cette observation ne s'applique pas à l'ensemble des établissements, mais les cas sont suffisamment nombreux et la taille des banques en question suffisamment grande pour que l'on s'en préoccupe.

Quelles ont été les causes de l'échec des systèmes de gestion des risques ? Défauts de conception de ces systèmes ? Défaillance des réseaux de communication interne ? Couverture de trop de métiers ou taille excessive des institutions ? Les régulations encore en vigueur ou les systèmes de rémunération à tous les niveaux de la hiérarchie ont-ils encouragé des prises de risque démesurées ? Ces questions méritent réponse mais, s'il est un domaine où les réponses ne doivent pas être formulées à la hâte, c'est bien celui-ci.

J'en viens à mon dernier point : l'importance de prévenir les crises.

Le trait dominant des marchés financiers est un haut degré d'opacité qui rend singulièrement ardue la gestion d'une crise. Dans le contexte actuel, l'opacité tient, en premier lieu, à la difficulté qu'il existe à identifier les interconnexions tant entre les marchés et les intermédiaires qu'au plan géographique. On ignore les chemins que pourrait prendre la contagion engendrée par un nouveau choc. C'est ainsi que l'on se perd en conjectures sur la survie de certains rehausseurs de crédit américains. S'ils ne survivent pas, quelle sera la propagation du choc ? Quels secteurs seront-ils touchés en premier ?

En second lieu, l'opacité tient au fait que l'on ignore quelles institutions devront porter le fardeau des pertes, et pour quels montants, une fois la crise complètement maîtrisée. Qui sont les prêteurs finals ? Peut-être cette question n'a-t-elle même plus de sens. Nous sommes loin de l'expérience que j'ai vécue à Bâle au moment du déclenchement de la crise mexicaine en août 1982. Ce jour-là, on a pu identifier en quelques heures, grâce aux statistiques de la BRI, les quarante-cinq ou cinquante banques qui détenaient dans leurs portefeuilles, comme prêteurs finals, une grande partie de la dette extérieure du Mexique. On a pu ainsi juger de la véracité des chiffres donnés par les Mexicains et identifier les banques en cause.

On peut espérer que les réformes que l'on mettra en œuvre réduiront le degré d'opacité du système, mais il serait illusoire de penser que, par une sorte de ré-intermédiation forcée des banques et par l'« excommunication » des produits financiers complexes, on puisse retourner vers un système dominé par les banques tel qu'on l'a connu il y a une vingtaine d'années. Les activités de marché continueront à se développer et maintiendront une bonne dose d'opacité. Nous devrions donc nous atteler à l'amélioration de notre capacité à prévenir les crises. Dans cette optique, je voudrais faire part de deux préoccupations.

La première concerne l'intime coopération qui doit exister entre les surveillances micro- et macroprudentielles, mais aussi entre la surveillance des banques et celle des activités de marché. La surveillance microprudentielle a pour tâche prioritaire de vérifier qu'une banque spécifique respecte les régulations et ses propres règles de prudence, et que des structures et procédures appropriées existent pour y parvenir. La surveillance macroprudentielle, qui est du ressort des banques centrales, est chargée de détecter les indices, les pratiques de gestion ou les développements structurels qui pourraient donner naissance à une crise financière d'une nature et d'une ampleur telles qu'elle pourrait comporter le risque d'un dérapage systémique. Pour y parvenir, il ne suffit pas de disposer de bonnes statistiques, ni même de capter les informations véhiculées par les marchés dans lesquelles les banques centrales opèrent. Ces indications sont importantes mais peuvent arriver trop tard. Il faut donc avoir accès à toutes les informations dont disposent les microsurveillants. Cela exige une transparence qui se heurte à beaucoup d'obstacles, de nature juridique ou autre. De surcroît, la culture de la surveillance bancaire est-elle propre à favoriser l'évaluation de la portée macroéconomique des observations spécifiques menées à l'échelle d'une banque ?

Prenons le cas du portefeuille des rehausseurs de crédit américains. À l'origine, le rôle de ces établissements était à 100 % de garantir les émissions de dette des municipalités. Maintenant que la crise a éclaté, on se rend compte que ce secteur ne représente plus que 50 % de l'activité, l'autre moitié étant tournée vers toutes sortes d'émissions d'obligations, y compris les plus infectées par les *subprimes*. Qui aurait dû tirer la sonnette d'alarme ? De même, on savait que la titrisation était en cours, mais qui était à même d'en mesurer la dimension exceptionnelle ?

Dans le même ordre d'idées s'impose aussi une intime coopération entre les surveillants bancaires et ceux du marché. Il fut un temps où l'on prétendait que les surveillants des marchés ne devaient pas avoir de préoccupation prudentielle. Quand on sait quel a été le rôle de la complexité de produits financiers dans l'aggravation et la diffusion de la crise actuelle, maintenir cette affirmation me paraîtrait bien anachronique.

Ma seconde préoccupation est de toute autre nature. On peut s'interroger sur les origines de l'extraordinaire euphorie financière qui a dominé les marchés au cours des quelques années précédant l'éclatement de la crise au mois d'août dernier, et qui en a considérablement accentué la gravité. « *Animal spirit* », pour reprendre l'expression de Keynes, créativité, capacité d'innover, ou tout simplement avidité insatiable pour le gain ? Peut-être. On ne peut cependant ignorer le rôle d'un facteur objectif : la liquidité exceptionnelle des marchés. Cette liquidité, associée à la conviction, fondée ou non, des acteurs du marché que les banques centrales les tireront toujours du pétrin, a constitué un puissant stimulant pour des prises de risque débridées. La politique de la Réserve fédérale au lendemain de l'éclatement de la bulle Internet – en particulier le maintien pendant trop longtemps d'un taux directeur négatif en terme réel – porte probablement une certaine responsabilité tant pour l'abondance de liquidité que pour la création d'un aléa moral. Encore faut-il se garder de tirer une conclusion trop hâtive : il n'y a pas de lien de causalité « linéaire » entre la liquidité des marchés et la liquidité monétaire, cette dernière se mesurant en termes d'agrégats monétaires. On ne peut affirmer qu'en restreignant dans une certaine proportion la masse monétaire, on restreint dans une même proportion la liquidité des marchés : la relation est plus complexe. Les banques centrales ont, certes, la maîtrise du marché monétaire à court terme, mais elles ne possèdent pas la capacité de maîtriser, de manière souple et graduelle, la liquidité générale des marchés financiers.

Le Président Didier Migaud : Avec votre exposé, nous avons eu l'impression de tout comprendre, et je tiens à vous en remercier.

M. Gilles Carrez, Rapporteur général : Je tiens à mon tour à vous remercier, Monsieur le Président Lamfalussy, de la rigueur et de la luminosité de votre analyse.

Je reviendrai, pour ma part, sur la question de la prévention en matière de produits de plus en plus complexes apparaissant, notamment par le biais de la titrisation, sans traçabilité du risque. À la base, le phénomène en question n'est pas complexe : il s'agit de prêter à des ménages qui sont à la limite de la solvabilité, et cela sans règle prudentielle. Déjà, en 2004, la loi française pour le soutien à la consommation et à l'investissement tendait, comme aux États-Unis, à alimenter la croissance avec des mécanismes de financement plus incitatifs, reposant en particulier sur l'idée de l'hypothèque rechargeable : les biens de l'immobilier augmentant, de nouveaux prêts sont adossés sur l'augmentation annuelle, qui permettent à leur tour de stimuler la consommation. Heureusement, nous sommes ici intervenus, face à ce phénomène, dans la rédaction de l'ordonnance de 2004.

Pour éviter le retour de certains excès, ne peut-on imaginer un système d'alerte international ? En l'occurrence, l'intervention du FMI n'aurait-elle pas été possible ?

Pour ce qui est des banques européennes, connaît-on aujourd'hui les risques les concernant liés à la crise des subprimes ? En particulier, quel est le degré du risque couru en Espagne ?

M. Michel Sapin : Je vous remercie, Monsieur le Président Lamfalussy, pour votre exposé. Je dois vous dire que vous faites partie de ces personnes qui donnent le sentiment à ceux qui écoutent qu'ils sont devenus intelligents !

Tout d'abord, en lien avec l'actualité, vous avez dit que « La crise risque d'avoir une influence paralysante sur l'économie réelle, et pas seulement de l'autre côté de l'Atlantique ». Selon vous, quel peut être l'effet non encore avéré de la crise financière actuelle sur l'économie réelle de l'ensemble du bloc européen et, à l'intérieur de ce bloc, sur des sous-ensembles différenciés ?

Par ailleurs, face à la volonté de réduire les risques des nouveaux outils, sans pour autant amoindrir leur efficacité, quelles sont, à votre avis, les perspectives de montée en puissance d'une régulation mondiale dans des domaines où elle ne s'appliquerait pas aujourd'hui, et quels en seraient les obstacles ? Des instruments de régulation comme le ratio cook, qui ont été très efficaces, ne peuvent plus en effet s'appliquer aux instruments nouveaux.

Le Président Didier Migaud : Qu'en est-il à cet égard des règles prudentielles qui existent aux États-Unis ? Comment sont appliquées les règles de Bâle II ? En outre, ce dispositif n'est-il pas déjà dépassé ? Les autorités politiques américaines auraient-elles pu intervenir en amont de la crise hypothécaire et comment ?

M. Alexandre Lamfalussy : Il ne fait pas l'ombre d'un doute que les États-Unis portent une responsabilité importante dans la crise actuelle. Si la régulation hypothécaire s'effectue au niveau des États, la Réserve fédérale avait la possibilité de tirer la sonnette d'alarme. Ce qui semble ressortir des débats internes à cette dernière, c'est qu'Alan Greenspan aurait refusé de le faire au motif, d'une part, que le rêve de tout Américain est de posséder une maison et, d'autre part, que l'octroi de prêts aux plus pauvres est un moyen de les responsabiliser. Or, en Californie par exemple, la capacité de remboursement des emprunteurs n'était même pas examinée : les intermédiaires étaient rémunérés par les établissements prêteurs en fonction du nombre de contrats conclus, la signature de ces derniers étant facilitée par l'effet « teaser », à savoir un taux fixe de 2 % pendant les deux ou trois premières années. Seulement, la variabilité des taux n'était pas ensuite liée aux taux de la Réserve fédérale, mais à des augmentations de primes additionnelles. C'est ainsi que, voilà un an et demi, des emprunteurs ont vu leurs charges passer de 2 à 16 %. La régulation s'impose donc.

Les Américains ont d'ailleurs cette qualité d'intervenir rapidement quand c'est nécessaire – il suffit de se rappeler la crise Enron. Il y aura d'autant plus de réaction de leur part qu'ils en sont déjà à un million de saisies de maisons, qui touchent déjà entre 4 et 6 millions de personnes. Encore faut-il par la suite, ne pas oublier. Or la capacité d'oubli en la matière est extraordinairement rapide, comme j'ai pu le constater récemment en discutant avec un de mes étudiants de Louvain, devenu banquier sur la place de Londres, qui avait déjà oublié la débâcle du fonds spéculatif Long Term Capital Management, laquelle ne remonte

pourtant qu'en 1998 et a fait courir le danger d'illiquidité d'une partie des certificats du Trésor américain, marché réputé le plus liquide !

Si Bâle I incitait à la titrisation, en permettant la mise hors bilan des créances originellement consenties, l'accord Bâle II constitue, pour sa part, une amélioration. Cependant, il ne deviendra effectif que dans quelques mois auprès des banques européennes, sans que cela soit le cas aux États-Unis. Selon moi, la mise en application la plus rapide possible de Bâle II passe par le G7, avec une participation active de la Banque centrale européenne et de la Commission, car c'est dans cet environnement que se trouve le monde bancaire qui compte aujourd'hui. Une telle proposition ne satisfera bien sûr pas tous les pays, dont le mien, qui n'y sont pas tous représentés, mais au moins constitue-t-elle un point de départ. Toutefois, comme il est à craindre également un impact sur l'économie réelle, il conviendra d'élargir ce noyau à la Chine, au Brésil, aux producteurs de pétrole et à la Russie.

S'agissant de la Chine, ce pays a aujourd'hui des responsabilités énormes avec ses participations dans le marché de la dette publique américaine mais aussi européenne. Or le système bancaire chinois est fragile, car un taux d'expansion économique aussi rapide que celui de la Chine ne va pas – l'histoire le démontre – sans erreurs de gestion et d'investissement – comme, par exemple, la construction de quatre usines de production d'aluminium en même temps – avec des répercussions sur la stabilité financière du pays. Or la simple diminution du taux de croissance de l'économie chinoise de 13 à 10 % pourrait entraîner, du fait des mauvaises dettes des banques, une crise bancaire interne pouvant elle-même avoir une influence très forte sur nos économies, tant sur le plan financier qu'en termes d'économie réelle. Ce deuxième cercle, au-delà du G7, est plutôt macro-économique.

Quant au Fonds monétaire international, dont le nouveau directeur général a toute notre confiance, il peut, du fait de son caractère global, faire la jonction entre ces différentes activités.

Pour ce qui est de l'impact possible de la crise financière actuelle sur l'économie réelle, il ne fait aucun doute que l'impact premier a eu lieu aux États-Unis, son accélération dépendant de l'ajout ou non aux effets des subprimes de ceux d'autres produits complexes, tel le financement de l'achat d'automobiles. Les prêts personnels qui sont considérés comme relativement sûrs en Europe, ne le sont en effet pas aux États-Unis, ne serait-ce que par la montée des saisies et des ventes forcées des maisons par les banques.

En Europe, tout n'a pas mal marché, y compris dans le monde financier.

Pour ce qui est, d'abord, des faits positifs, je relève, d'une part – et c'est important pour l'avenir –, le bon fonctionnement des systèmes de paiement, de compensation et de règlement, ainsi que celui du marché des devises et du marché de titres réglementé – les bourses – et, d'autre part, l'assainissement des bilans des entreprises au cours des cinq dernières années.

S'agissant, ensuite, des dangers qui nous guettent, la question est d'abord de connaître l'ampleur de la recapitalisation qui sera imposée aux banques une fois la totalité des pertes connue, et de savoir si cette recapitalisation pourra alors se faire rapidement. Si elle ne se fait pas, le danger est en effet qu'elles ne distribuent plus de prêts – ce que l'on appelle le *credit crunch*. Pour l'instant, ce danger qui pourrait nous affecter n'apparaît pas encore, compte tenu du bilan assez solide du secteur réel. Le rachat des titres, qui a été massif aux

États-Unis et qui a diminué la solidité du bilan des entreprises, n'a pas été effectué dans les mêmes proportions en Europe.

On ne peut savoir quelle sera la facture finale car, à partir du moment où il n'existe pas de véritable marché, l'évaluation des actifs s'effectue sur la base de modèles qui, pour la plupart, ne permettent que des extrapolations à partir du flux des paiements sur les créances. Mais si l'on a soit l'apparition d'un marché qui donne des indications moins favorables, soit l'absence de marché et l'indication que le cash-flow commence à s'assécher, on doit faire un ajustement dans l'évaluation des créances. C'est la raison pour laquelle les dirigeants des banques centrales et ceux qui sont en charge de ces problèmes souhaitent que les banques publient le plus vite possible des chiffres fiables et, pour que cela soit durable, il faudrait que le fonctionnement des marchés se rétablisse et que les prix deviennent de plus en plus significatifs, jusqu'à une activité à nouveau normale des marchés, qui marquerait la fin de la crise.

M. Louis Giscard d'Estaing : Je vous remercie à mon tour de votre exposé. Vous dites que les crises financières, même lorsqu'elles comportent la faillite de certaines institutions, constituent une sanction indispensable des erreurs de gestion. Sans cette sanction, on irait vers la généralisation et la permanence de comportements qui ignorent les risques pourtant inhérents à toute activité financière. Que pensez-vous de la solution adoptée par les Britanniques dans l'affaire Northern Rock ?

S'agissant de la micro-surveillance, estimez-vous nécessaire de renforcer certaines règles de régulation ? Les autorités américaines doivent-elles renforcer leur contrôle et la globalisation des encours ?

Vous avez par ailleurs rappelé que les crises successives avaient en partie reposé sur une gestion du risque lié à l'immobilier. En France, faute de centralisation des informations, les banques qui ont prêté aux marchands de bien ignoraient l'existence d'autres encours sur ces mêmes biens. Faut-il renforcer la centralisation de l'information ?

Enfin, est-il possible d'introduire de la traçabilité au niveau des organismes de régulation internationaux afin de détecter au sein d'un produit financier la part de produit dérivé à haut risque ?

M. François Scellier : Votre exposé nous aura permis de mieux comprendre les phénomènes économiques et financiers. Vous avez dit deux choses qui m'ont frappé. Vous interrogeant sur les origines de l'euphorie financière, vous vous êtes demandé si l'on ne pouvait y voir une conséquence de l'avidité insatiable pour le gain. J'ai par ailleurs retenu de votre intervention qu'il n'existait pas de technique éprouvée pour parer ces crises.

L'ensemble du secteur de la finance et de la banque ne traverse-t-il pas une grave crise morale, qui porterait atteinte à la confiance ?

Le Président Didier Migaud : S'agissant des agences de notation, que suggérez-vous ?

Concernant le nécessaire renforcement de la coopération, quel pourrait être l'apport du Forum de stabilité financière ? Quel rôle complémentaire pourrait jouer le FMI par rapport aux préventions de crises et en ce qui concerne les régulations ? Et la BRI ?

M. Alexandre Lamfalussy : S'agissant des Britanniques, je crois qu'ils ont pris la bonne solution – la seule solution – et ils auraient même pu la prendre plus tôt. Quand l'argent des contribuables est engagé à un tel point, l'État se doit de renationaliser l'institution, même provisoirement. L'on peut difficilement confier à une entreprise privée l'argent des contribuables.

L'affaire Northern Rock soulève d'autres difficultés, notamment en matière de prévention. Cette banque hypothécaire prêtait sur le long terme en se finançant de manière croissante dans le marché monétaire à court terme. Qui était en charge d'alerter sur les risques d'un tel modèle ? Le système triangulaire britannique de surveillance de l'ensemble du système financier n'a pas fonctionné. Je ne sais pas quelle conclusion en tirer. Le résultat n'aurait peut-être pas été meilleur si tout le monde avait été sous le même toit. Mais il y a là quelque chose de très difficile à comprendre.

Il est certainement possible que soient prises aux États-Unis des dispositions pour éviter que de tels abus et dysfonctionnements ne se reproduisent. Je crois qu'ils vont les prendre, mais je ne sais pas à quel rythme.

Vous avez raison, la centralisation de l'information permettrait de rendre les marchés moins opaques, ce qui est toujours préférable.

S'agissant de ces instruments très complexes, je pense qu'une certaine standardisation est indispensable car dans le système actuel de gré à gré, aux formules très variées, la traçabilité est impossible. Je reviens également sur l'idée d'une obligation, pour ceux qui sont à l'origine des prêts, de conserver une proportion relativement importante de ces créances dans leur portefeuille. Il faudrait aussi préciser leurs engagements formels en matière notamment de provisions et de liquidités.

Peut-on parler de crise morale ? C'est vrai que l'on se sent mal à l'aise. L'on pourra clarifier au maximum le système, disposer de codes de conduite, la tentation de gagner rapidement des sommes extravagantes sera toujours là. Heureusement, cette crise morale ne touche pas tout le monde. De toutes manières, il n'y a pas d'autre solution que d'introduire davantage de clarté et de sanctions. Les Américains appliquent assez rapidement les sanctions, encore que, quand la sanction implique que l'on rentre chez soi avec 80 millions de dollars, elle n'est pas vraiment dévastatrice.

Pour ce qui est des agences de notation, elles commencent à faire leur propre examen de conscience. La question prioritaire est celle des incompatibilités. Il faudrait mettre fin aux conflits d'intérêts. Je sais qu'elles sont en train de réfléchir à des unités de conseil parallèlement à des unités de notation, au sein d'une même entreprise. Je ne suis pas certain que ces « murs chinois » seront efficaces. Ne devrait-on pas exiger que les entreprises soient scindées ?

Concernant la BRI, sa force a toujours été de prendre des mesures qui n'étaient pas prévues, en saisissant les opportunités. Évidemment, la création de la Banque Centrale Européenne l'a profondément transformée, en réduisant son rôle. Pendant 25 ans, le comité des gouverneurs des banques centrales de l'Union Européenne se réunissait à Bâle dans les locaux de la BRI. Le Comité Delors s'y réunissait. Il y avait des petits « murs chinois », ceux qui étaient en charge des secrétariats du comité des Gouverneurs n'étant pas en charge du secrétariat des G10. C'est une institution relativement petite – 450 personnes –, mais d'une

très grande flexibilité et dotée d'une capacité financière non négligeable. Elle peut financer elle-même toute une série d'activités de coopération.

Après le départ du comité des Gouverneurs à Francfort, la BRI s'est orientée dans deux directions. Tout d'abord, elle maintient encore une possibilité de contact entre les banques centrales de milieux géographiques très divers. S'étant étendue vers les grands pays qui sont devenus actionnaires – la Chine, Singapour, le Brésil, l'Arabie Saoudite, l'Inde... –, elle est devenue un lieu assez privilégié de rencontres d'une quarantaine de banquiers centraux.

Ensuite, elle s'est attachée aux problèmes de stabilité financière, plus qu'à l'étude de l'efficacité de la politique monétaire, plutôt du ressort de la FED et de la BCE. En revanche, en matière de stabilité financière, ses contributions sont d'une grande richesse. Les rapports annuels depuis quatre ou cinq ans ont tous signalé, avec un grand sérieux analytique, la possibilité ou la probabilité d'une crise de dimension et de nature imprévues.

La BRI a un avantage sur le FMI, qui tient à sa taille et au fait qu'elle n'est pas intergouvernementale, ce qui la rend plus mobile.

Quant au FMI, il peut jouer un rôle de jonction entre les G7 et un club plus vaste qui s'occupe des problèmes macro-économiques mondiaux.

Le Président Didier Migaud : Merci de votre contribution.