

Les lacunes de l'architecture macro-prudentielle européenne devant les externalités transfrontières

Delphine Tordjman ♦

3 mai 2007, Lille

Séminaire restructuration des systèmes bancaires européens

L'architecture de la surveillance macro-prudentielle telle qu'elle est développée par les institutions nationales et européennes aujourd'hui est lacunaire. De ce fait, elle ne permet pas de gérer l'ensemble des externalités générées par l'évolution des activités et des structures bancaires dans un contexte de globalisation et de construction européenne.

Les choix stratégiques d'évolution des structures bancaires sont liés à l'intégration financière européenne et internationale. Mais ces stratégies ne sont pas neutres vis-à-vis du cadre institutionnel et réglementaire. Elles entrent en interaction avec ce dernier. En effet, des choix stratégiques peuvent être faits en fonction de la minimisation des coûts de l'application de la réglementation et de la surveillance sur l'activité. Par exemple, la surveillance s'applique différemment sur une filiale ou sur une succursale. Par ailleurs, la surveillance et la réglementation tentent de s'adapter aux évolutions des activités et des structures bancaires afin de rester efficaces dans la prévention et la gestion des risques. Cependant, les évolutions bancaires sont toujours plus rapides que l'évolution du cadre institutionnel du fait des difficultés techniques et de la lenteur des réformes.

Tout d'abord, nous allons traiter de l'évolution des stratégies bancaires afin de mettre en évidence une certaine fragilité financière et des externalités transfrontières croissantes. Nous verrons ensuite que la surveillance macroprudentielle rencontre des obstacles techniques et institutionnels qui la maintiennent dans un cadre trop fragmenté et pas assez systémique.

♦ Professeur à l'ESG, Paris

Influence des structures bancaires sur les externalités

L'étude des caractéristiques structurelles des systèmes bancaires européens permet de mettre en évidence les points sensibles et conditionne la nature de la surveillance prudentielle. Le développement des marchés financiers et leur intégration, les restructurations bancaires et la modification des métiers sont autant d'éléments à prendre en considération dans l'identification des foyers de risque et des canaux de contagion internes et externes.

Les choix stratégiques des banques européennes

Les restructurations bancaires européennes montrent une consolidation inachevée. L'industrie bancaire européenne s'est restructurée sur une base presque strictement nationale au cours des quinze dernières années. L'un des objectifs du Marché unique de 1992 était de permettre aux entreprises bancaires de bénéficier d'économie d'échelles en atteignant une taille optimale, afin de faciliter la compétitivité des banques tout en permettant aux clients d'obtenir des services à prix réduit. La création du marché unique renforcée par la création de l'euro en 1999 n'a pas eu le résultat escompté en terme de fusion bancaire trans-frontière. Ce choix de restructuration est resté national et d'autres stratégies européennes se sont développées, notamment du fait de certains obstacles institutionnels

Le financement de l'économie reste majoritairement assuré par les banques. Il est donc nécessaire de disposer de banques européennes pour le financement de l'économie des 27 pays membres. Les systèmes nationaux trop éclaté comme l'Allemagne ou trop concentré pour s'intégrer comme le Royaume-Uni montrent quelques signes de redémarrage des fusions et acquisitions (F&A) trans-frontières.

Fusions et acquisitions transfrontières : un parcours à obstacles

D'après Pastré, Pontbriand (2005), les restructurations ont été principalement d'ordre défensif devant la dérégulation. Les banques ont fait le choix de la consolidation sur le marché national. Cette consolidation est largement entamée voire aboutie dans tous les pays européens à l'exception de l'Allemagne et de l'Italie. La plupart des autres pays se trouvent à la limite de position anti-concurrentiel. .

L'urgence de restructurations paneuropéenne se fait d'autant plus sentir depuis l'amélioration de la rentabilité des banques depuis 2003 et le redressement de l'activité des

marchés. Les F&A mondiales ont relancée le débat de la taille critique des principaux établissements bancaires européens. Le conseil Ecofin¹ se préoccupe depuis 2004 de faire diminuer les obstacles aux fusions trans-frontières en particulier du fait des craintes exprimées par les professionnels d'une prise de contrôle des principales banques européennes par des géants américains²[Pastré, Pontbriand (2005), Contamin, Premilleux, Ben Salem (2005)]. Dans ce sens, une nouvelle directive européenne devrait être adoptée cet été (sous l'impulsion d'Ecofin) et entrer en vigueur en 2009 afin de faciliter les F&A paneuropéennes pour les secteurs banque assurance et actions pour ainsi éviter les dérives protectionnistes³.

L'avenir de l'Europe bancaire reste à construire mais les restructurations ne sont pas terminées. Les F&A sont surtout nationales mais la conjoncture financière favorable et la saturation des marchés nationaux offrent des perspectives de restructuration trans-frontière. Cependant, les F&A européennes ne sont pas les seules stratégies et ne sont pas des plus faciles à mettre en place dans une Europe fragmentée par des barrières institutionnelles. Par ailleurs, les fusions sont rarement utilisées comme instrument de formation conglomerale car des principes de spécialisation existent et empêchent les banques/assurances et les banques/gestionnaires d'actifs de prendre part dans un cadre légal. Certains acteurs préfèrent d'autres types d'alliances stratégiques pour diversifier leurs activités. Les autorisations ou agréments de coopération sont plus représentatifs de la multiplication des alliances stratégiques entre les institutions financières des pays européens ou internationaux.

Les phénomènes de consolidation ne sont pas toujours les stratégies les plus appropriées dans le développement de partenariats trans-nationaux. Ils existent de nombreux obstacles institutionnels et structurels qui gênent les F&A. Les stratégies de croissance passent alors par d'autres formes. Les alliances stratégiques se développent notamment sous la forme de filiales. L'introduction des nouvelles technologies favorisent aussi le partage des compétences et l'évolution en réseau.

¹ Conseil des « affaires économiques et financières » qui réunit mensuellement les ministres des finances des Etats-membres de l'UE. Il représente le pouvoir législatif européen en matière économique et financière.

² Le caractère défensif des F&A et la menace de la prise de contrôle par les américains poussant les mouvements paneuropéens sont des éléments que Marc Touati nous avait déjà confié lors d'un entretien sur les stratégies bancaires chez Natexis - Banques populaires au printemps 2001. Aussi par Adjiman (2001)

³ Bruxelles a engagé une procédure d'infraction à l'égard de l'Italie et de la banque centrale italienne, concernant les OPA sur les banques Antonveneta et Banca Nazionale del Lavoro par ABN Amro et BBVA. Les autorités de tutelle utiliseraient trop de critères pour autoriser une acquisition afin de pratiquer du protectionnisme caché.

Dans le domaine de la banque de détail par exemple, des phénomènes européens d'envergure ne se sont pas produits du fait notamment de la faible harmonisation des produits financiers soumis à des contraintes juridiques et fiscales. Les barrières culturelles sont importantes mais elles s'estompent de plus, en revanche les barrières juridiques et fiscales sont encore nombreuses. La diversité des réglementations nationales a un effet négatif. Elle empêche une standardisation du processus de production.

La persistance de cette diversité juridique et fiscale provient des enjeux politiques et sociaux liés au secteur bancaire. Les autorités de tutelle nationales sont tentées par le protectionnisme et la divergence des cadres nationaux de la protection des consommateurs est un facteur aggravant. Les distorsions dans le domaine réglementaire, juridique et fiscal devraient pourtant diminuer avec la mise en place du processus Lamfalussy qui vise à l'harmonisation des pratiques et des réglementations prudentielles et l'application de Bâle II.

Impact de la réforme Bâle II sur les restructurations

L'application des réformes Bâle II et IAS va avoir des implications majeures. Bâle II comme IAS ne tiennent pas compte des spécificités bancaires européennes. Certaines normes IAS (sur la base de la *juste valeur*) semblent inadaptées à des pays qui restent des pays d'intermédiation bancaire et qui ont privilégiés les crédits à taux fixes. L'application de Bâle II et d'IAS joue un rôle d'accélérateur des restructurations.

Les normes Bâle II ne sont pas neutres pour le système bancaire européen. En fonction de la structure de leur portefeuille d'actifs, certaines banques verront leurs exigences en fonds propres diminuer tandis que d'autres pourront les voir augmenter. Pour ces dernières, le seul moyen de ne pas être pénalisées est d'adopter les méthodes les plus sophistiquées fondées sur la notation interne (IRBA). Seuls les grands établissements seront en mesure de consentir un effort financier. En outre, l'excédent de fonds propres libéré par les banques qui adoptent les modèles IRBA leur donne une marge de manœuvre pour entreprendre des opérations de croissance externe. Et ainsi de racheter les petites et moyennes banques qui n'auront pas pu profiter des économies engendrées par l'application de la méthode avancée et qui mesure les risques d'une manière plus fine. [Mercer Oliver Wyman (2004)]

Les freins juridico-culturels, et dans une moindre mesure, organisationnels, expliquent notamment les choix d'autres stratégies comme les prises de participation amicale, participations croisées ou accords de coopération.

Les freins structurels ne sont pas les seuls obstacles aux restructurations européennes, les choix stratégiques se fondent aussi en fonction des potentialités de croissance. La recherche de zone à haut potentiel suggère des stratégies internationales en direction d'autres

régions comme l'Asie, l'Amérique latine et l'Europe de l'Est, ou encore les Etats-Unis [Contamin, Premilleux et Ben Salem (2005)]

La consolidation⁴ s'est faite surtout sur une base nationale permettant la formation de « champions nationaux ». Le peu d'opérations de type trans-frontières sont des transactions de faible envergure confinées à des aires géographiques unissant des liens historiques et culturels. Une géographie de type régionale plus internationale qu'europpéenne a progressivement émergé au sein de l'UE [Adjiman (1999), BCE (2000), Pujals (2005)].

La négociation des F&A trans-frontière est difficile, de ce fait, les banques ont optés pour la multiplication des alliances stratégiques plus souples, même si les synergies de profitabilité sont plus faibles. Par ailleurs, l'organisation en filiales semble dominée sur l'implantation de succursales.

D'après Belaisch et *alii*(2001),les F&A se font sur un mode frontalier pour des raisons de voisinage culturel alors que les alliances sont beaucoup plus étendues sur le territoire européen. Le choix des alliances stratégiques permet de choisir une concurrence non agressive pour pénétrer les marchés étrangers et accéder aux réseaux⁵. Ce choix relève de la concurrence coopérative.

Le modèle de banque éclatée s'inscrit dans la forme réseau. Les banques universelles de type nouveau sont multispécialisées avec un centrage sur des activités stratégiques (métiers de base et une sous-traitance des activités périphériques). L'externalisation de certaines productions s'est très développée. Elle concerne les activités nécessitant des investissements élevés ou dans les services pour des opérations de comptabilité, back-office... cette externalisation répond à des stratégies de réduction de coûts mais aussi à des prises de contact avec des activités des marchés ou des technologies non maîtrisés par l'établissement bancaire. Les délocalisations sont une forme d'externalisation au-delà des frontières nationales. Elles constituent une autre tendance sectorielle

Les alliances et partenariat, assortis ou non de liens capitalistiques ont été développés selon une logique paneuropéenne. Les partenariats sont censés apporter les mêmes avantages

⁴ Définition de la BCE : la consolidation est une fusion ou acquisition se faisant à l'intérieur d'un secteur ou parmi les différents secteurs de l'industrie financière, qui réduit le nombre d'institutions ou de groupes opérationnels.

⁵ Un exemple de réseau d'alliances. La banque espagnole BSCH a échangé des agréments avec la Royal Bank of Scotland (Ecosse), San Paolo IMI (Italie), SG (France), Commerzbank (Allemagne), Champalimaud (Portugal).

que les fusions sans les coûts, les risques et les rigidités. Cependant les acteurs bancaires européens sont de plus en plus confrontés à l'échec répété de ces stratégies. [Pujals (2005)]

Les filiales plutôt que les succursales

La clientèle locale a une préférence nationale forte et les banques étrangères ne viennent souvent que combler des manques sur certains segments du marché national. L'implantation de succursale n'est donc pas la meilleure stratégie. En revanche, l'organisation en filiales s'est assez développée.

La stratégie européenne de structure avec filiale ne permet pas de bénéficier des avantages liés au passeport unique européen mais cette structure présente des avantages importants. La création de filiale dans un pays tiers permet de rassurer le management sur place sur la pérennité de l'entreprise et des différentes fonctions. La structure en filiales permet aussi à la banque centrale du groupe de garder le contrôle. Ensuite, la création de filiale permet de conserver la proximité avec le client. Les clients tiennent à la commodité et n'apprécient pas les changements.

La structure unique avec succursales permet en principe de réduire les coûts de fonctionnement mais le choix de structure à filiales se justifie par des arguments de finance d'entreprise et de régime fiscal. Ensuite une filiale est plus flexible en termes de revente ou de cotation en bourse. Les avantages liés à la structure de groupe avec filiales peuvent dominer sur les bénéfices à attendre d'une licence unique avec succursales [Dermine (2005)]

Les groupes opèrent avec des filiales plus qu'avec des succursales. Si un groupe international peut apparaître diversifié, ce n'est plus vrai pour chaque filiale dont les risques sont concentrés sur un seul pays. Lors de fusions trans-frontalières, les filiales se concentrent sur l'activité locale tandis que les activités internationales sont regroupées dans d'autres entités. Le degré de diversification d'une filiale s'en trouve réduit.

La contrainte de coûts et du coefficient d'exploitation est de nature à entraîner la poursuite de la sous-traitance de certaines fonctions de production, de l'émergence d'acteurs et de plateformes spécialisées au niveau européen. La nécessité pour certaines activités telles que l'intermédiation boursière, la gestion d'actifs, l'assurance-vie, d'évoluer vers une dimension européenne, va conduire les filiales correspondantes des groupes bancaires à plus d'autonomie voire à s'affranchir du groupe d'origine.

Ce mouvement de spécialisation et d'autonomie des filiales diminue d'autant les avantages de la diversification des activités et multiplie les problèmes de contrôle à la fois pour les groupes et pour les autorités de tutelle⁶.

Impact des changements structurels sur les externalités

L'évolution de l'activité bancaire est liée à l'évolution des marchés financiers. Les facteurs de vulnérabilité sont connectés. D'une part, les banques adoptent des comportements qui renforcent le caractère endogène de la vulnérabilité et d'autre part, l'évolution des marchés participe à rendre cette vulnérabilité commune à l'ensemble du secteur bancaire. Etudier seulement comment les changements structurels affectent les facteurs « individuels » de vulnérabilité des banques, est incomplet. Pour prendre en compte toute l'ampleur systémique, l'étude des changements qui affectent l'ensemble des marchés financiers est complémentaire, notamment parce que les banques agissent sur tous les marchés avec des stratégies similaires.

En dépit de la persistance de la segmentation des marchés boursiers qui augmente les coûts de transaction, des stratégies similaires des investisseurs sur la base de facteurs sectoriels, sont visibles Galati et Tsatsanoris (2001) Aglietta (2001) et conduisent à des mouvements de masse déstabilisants. Les marchés boursiers sont moins sensibles à la conjoncture nationale qu'aux mouvements qui se produisent sur les marchés mondiaux.

Les facteurs significatifs de l'évolution corrélée des marchés européens et américains, sont la domination des facteurs sectoriels sur les facteurs géographiques. Selon une démarche à la Minsky, la clé de la fragilité financière repose sur la notion de surendettement. Cette notion s'applique toujours ici sous la forme d'une certaine euphorie et d'un surinvestissement dans les secteurs porteurs i.e. producteurs de gains futurs. Avec cette prédominance sectorielle des facteurs stratégiques, la fragilité financière devient beaucoup plus globalisée, mondialisée puisqu'elle sort des frontières géographiques.

Le processus d'évolution synchronisée des marchés financiers européens et américains s'explique entre autre, par l'intégration euro-américaine des firmes et au-delà, des marchés financiers. Cette intégration soulignée par Duval (2003), est en relation avec la

⁶ En effet, nous verrons que les entités principales sont surveillées par les autorités du pays d'origine alors que les filiales le sont par les autorités du pays d'accueil. Les problèmes de contrôle sont aussi à l'origine de la multiplication des risques opérationnels.

mondialisation. La mondialisation a renforcé l'intégration trans-atlantique notamment avec le développement des firmes multinationales. L'indicateur le plus pertinent pour exprimer les liens entre les Etats-Unis et l'Europe n'est pas le flux du commerce international⁷ mais surtout les flux d'investissement direct. Ces flux ont pris une importance croissante avec le développement des multinationales.

Les entreprises européennes détenaient en 2003, 38 % de plus de capital aux Etats-Unis que les entreprises américaines en Europe. Cette situation résulte des grands mouvements des fusions et acquisitions des années quatre-vingt dix. La part des F&A hors intra-Europe est de 80 % pour les Etats-Unis. Les entreprises européennes ont investi de manière importante à partir de la fin des années quatre-vingt parce que la conjoncture le permettait et que les Etats-Unis représentait le pays le plus riche du monde avec une croissance plus importante qu'en Europe. La stratégie de conquérir des parts de marchés là où il y a des potentiels de croissance reste pertinente. Par ailleurs, certaines entreprises européennes ont développé des stratégies de leader mondial comprenant l'acquisition de filiale américaine.

Duval avance même le fait que la complexité de la politique de la concurrence faite par la Commission Européenne a joué dans ce sens. Les F&A paneuropéennes étant difficiles, certaines entreprises européennes ont préféré acheter une entreprise américaine pour acquérir de nouveaux marchés au lieu d'une entreprise européenne concurrente.

Au niveau des flux financiers des investissements en portefeuille, les ordres de grandeurs sont les mêmes. La part d'investissement sur les marchés américains est de 50 % et la moitié des entreprises du CAC 40 est cotée sur les marchés américains. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels américains sont très présents sur les marchés européens mais cela est vrai aussi dans l'autre sens avec l'exemple de l'assureur Axa très présent sur les marchés américains.

En d'autres termes, l'appareil productif et financier apparaît très imbriqué. Il en est de même quand on parle de la géographie Internet, les flux prépondérants se font entre les Etats-Unis et l'Europe. Cette intégration introduit un couplage étroit des conjonctures économiques qui conduisent à des effets de contagion : quand *Wall Street* éternue, les places européennes suivent immédiatement. Quand les entreprises font moins de profit aux Etats-Unis, elles réduisent leurs investissements en Europe.

⁷ Le commerce international est aussi marqué par le développement des multinationales puisque la part la plus importante revient au commerce entre filiales. Par exemple 42 % du commerce extérieur américain représente le commerce entre filiales en 2002. chiffre donné par United-States Department of Commerce.

Comme nous venons de l'évoquer, les investissements croisés dominent les marchés financiers américains et européens, ce qui explique leur synchronisation. Ce phénomène devrait persister compte tenu des potentialités de croissance plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe et du fait que les Etats-Unis ont besoin de capitaux extérieurs pour financer leur économie. Ainsi les Européens vont continuer à investir aux Etats-Unis, d'autant plus que la croissance européenne reste très modeste.

Par ailleurs, les secteurs innovants porteurs de gain se développent préférentiellement aux Etats-Unis dont le dynamisme économique et le nombre de brevets déposés sont plus importants. De plus, il existe une concurrence non négligeable entre les Etats-Unis et l'Europe en particulier dans les secteurs de pointes. En plus des investissements croisés, ce cadre dynamique et concurrentiel crée des phénomènes d'imitation dans les choix d'investissement financier, ce qui vient renforcer la prédominance des facteurs sectoriels sur les facteurs géographiques.

Une étude de la Banque Centrale néerlandaise [DNB (2002)] souligne aussi l'apparition des cycles synchronisés dans différentes économies comme l'Europe, les Etats-Unis et le Japon. Les économies individuelles deviennent de plus en plus interdépendantes, non seulement les marchés financiers sont corrélés mais de plus les mouvements cycliques de l'économie réelle deviennent synchronisés. La synchronisation internationale des fluctuations cycliques s'explique par deux facteurs en particulier : l'accroissement des interdépendances économiques et l'augmentation des chocs communs.

Une autre recherche de la Banque Centrale néerlandaise a montré que la corrélation entre les marchés financiers (actions) de l'Allemagne, du Royaume-uni et des Etats-Unis avait plus que doublé depuis ces vingt dernières années. L'interdépendance croissante a augmenté la sensibilité aux prix d'actifs à travers le Monde. Le coût du capital pour les entrepreneurs et pour les actionnaires est devenu plus sensible à l'évolution des marchés financiers d'une autre partie du monde. Dans la plupart des pays riches, les investisseurs consacrent une bonne partie de leur portefeuille à l'investissement sur des marchés étrangers. Par ailleurs, comme déjà souligné, les entreprises importantes sont cotées sur plusieurs marchés. Une forme directe d'interdépendance financière s'exprime dans les conglomérats qui regroupent des institutions financières de différents secteurs et de différents pays. La formation conglomérale a bien souvent une dimension internationale assez développée.

L'étude d'Avouy-Dovi et Neto (2004) donne des éléments sur la relation entre interdépendance et instabilité qui confirme l'importance de la confiance. En effet, cette étude révèle une liaison intense entre corrélations et volatilités observées sur les marchés d'actions américains et européens. Elle montre que dans les phases de forte volatilité, la corrélation a tendance à passer au-dessus de son niveau moyen de long terme. A l'opposé, dans les périodes de faible volatilité, les marchés semblent évoluer de manière plus indépendante. Les corrélations évoluent au cours du temps, elles sont d'autant plus importantes que la volatilité augmente. Autrement dit, l'interdépendance s'accroît dans les périodes d'incertitude et d'instabilité.

Si l'interdépendance est une condition à l'apparition de la synchronisation des cycles des affaires, le facteur décisif reste l'apparition de chocs communs. Durant les trente dernières années, les chocs globaux sont apparus sous la forme de chocs pétroliers et plus récemment sur l'éclatement de la bulle Internet. La convergence des taux de croissance est particulièrement forte lorsqu'il s'agit d'un choc commun. Lorsque le choc est spécifique à un pays comme par exemple la réunification allemande, les effets se limitent à la région. La crise en Amérique latine de 1997 est aussi plus ou moins restée à l'échelle régionale avec un impact limité sur les économies occidentales. Les derniers événements marquants comme la bulle Internet et l'augmentation du prix du pétrole vers la fin des années quatre-vingt-dix, sont des chocs communs qui ont renforcé la synchronisation des cycles [DNB (2002)]

L'évolution synchronisée des marchés financiers internationaux met en évidence une interdépendance et une vulnérabilité collective qui sortent des frontières nationales. Ainsi les marchés financiers pourraient devenir plus sensibles aux problèmes systémiques d'autant que ces derniers peuvent être importés. Par ailleurs, l'interdépendance des marchés financiers et des institutions financières qui sont bien souvent elles-mêmes des multinationales, conduisent à une multiplication des canaux de contagion des troubles financiers. La liquidité jouant un rôle clé dans la propagation des événements à caractère systémique, les systèmes de paiement deviennent particulièrement sensibles au risque de système, d'autant plus que les transferts sont élevés et les participants de taille importante.

Les changements structurels des marchés financiers rendent ces derniers plus sensibles à la contagion et à l'amplification des risques. Les systèmes de paiement et de règlements sont les ultimes compartiments où les transactions se règlent. Sachant que la contrainte de liquidité

des opérateurs joue une place prépondérante dans l'amplification des tendances de marché, les systèmes où cette liquidité s'exprime, sont sensibles. Un défaut de liquidité dans les systèmes de paiement remet en cause les capacités de fourniture de liquidité de ces mêmes systèmes. De ce fait, la perception du risque et de la confiance change. L'inquiétude sur la liquidité peut déclencher un processus de contagion. Or, les changements structurels qui ont affecté les systèmes de paiement notamment par la constitution des systèmes européens de type TARGET, ne sont pas sans conséquence sur des possibles ruptures de liquidité.

En faisant la distinction entre TARGET trans-frontière et les TARGET nationaux, force est de constater qu'au niveau du nombre d'opérations, le rapport entre TARGET national et TARGET trans-frontière est de 3 alors que le rapport des montants est de 2. Certains pays qui participent à TARGET, ne font pas partie de la zone euro (Danemark, Royaume-Uni, Suède), c'est pourquoi leur part de paiements trans-frontières est nettement supérieure à leur part de paiements nationaux en euro. Cependant, en raisonnant sur les valeurs, les pays intra-zone sont plus nombreux à avoir des paiements trans-frontières supérieurs ou égaux aux paiements nationaux. Ce sont surtout les pays du Nord : l'Autriche, l'Irlande, la Belgique, la Finlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal, alors que les pays de la « Vieille Europe » : l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, la France, la Grèce (moins marqué), montrent une prépondérance pour les paiements nationaux.

Les transactions trans-frontières sont bien visibles. De ce fait, les problèmes systémiques peuvent aussi bien provenir d'un événement national que d'un événement trans-frontière. D'autant plus que des pays hors-zone y participent aussi or, l'Eurosystème n'a pas autorité de surveillance de ces systèmes. De plus, selon le principe de marché, l'utilisation de TARGET n'est pas obligatoire et la prise en charge des systèmes est décentralisée : les systèmes nationaux pour les BCN et le système trans-frontière pour la BCE. Ainsi, les implications de chacune dans la surveillance des systèmes et surtout leurs responsabilités respectives ne sont pas clairement déterminées notamment dans les mesures à adopter en cas d'incident systémique.

Les changements structurels qui ont affectés les banques et les marchés, ont des répercussions sur la vulnérabilité des institutions et des systèmes. Pris isolément, ces changements introduisent de prime abord des aspects positifs. Les restructurations bancaires permettent une rationalisation, une diversification des activités et des risques. Les stratégies

d'investissement de portefeuille sont plus sécurisées par des techniques de couverture qui permettent l'essor des marchés dérivés. Enfin, l'intégration des marchés et l'interconnexion des systèmes permettent de diminuer les distorsions de concurrence et de rendre les marchés plus profonds et plus liquides. Mais la combinaison de ces changements introduit des effets pervers sur le système en le rendant plus vulnérable.

La combinaison de ces changements conduit à la convergence des risques, à la création d'un réseau maillé sans véritable coupe-feu où les fragilités des institutions individuelles peuvent se répercuter plus rapidement et plus violemment au niveau systémique. Tout d'abord, les banques ont modifié leur taille, leurs ramifications et leurs activités. L'augmentation de la taille laisse supposer que la défaillance d'une institution peut avoir des incidences systémiques. De ce fait, les chocs idiosyncrasiques peuvent avoir autant d'effets que les chocs systémiques. Et ceci est d'autant plus vrai que les stratégies similaires d'investissement font converger les risques et que les dysfonctionnements des systèmes de paiements ne sont plus confinés. Les problèmes de liquidité peuvent survenir rapidement. Ils sont les points névralgiques du réseau maillé et la construction imbriquée des marchés et des systèmes de paiement accélère les mécanismes de propagation des chocs de liquidité et des défaillances individuelles.

Les nouvelles caractéristiques endogènes du système et des agents financiers font que ceux-ci sont plus sensibles à un événement systémique. Et ce, malgré les aspects positifs apportés par l'intégration des marchés, les restructurations et la marchandisation des activités bancaires. Les conditions de liquidité et l'amélioration de la gestion de risques se confrontent à des stratégies similaires d'investissement de portefeuille qui ne font que renforcer les processus endogènes d'apparition des risques financiers et des risques globaux. Ainsi, les institutions financières qui opèrent dans cet environnement, deviennent plus vulnérables, les stratégies similaires renforçant la dimension collective de cette vulnérabilité.

Justification d'une intervention publique

L'intégration trans-sectorielle et trans-frontière aussi bien nationale qu'internationale change les contours des systèmes financiers. Pour justifier d'une intervention publique, la stabilité financière est définie comme un bien public. Cette intervention sous la forme de réglementation et de supervision peut se justifier par l'existence des défauts de marché (de la

finance libéralisée) engendrant des externalités négatives (de l'instabilité). De notre point de vue, la finance est donc intrinsèquement instable.

La finance libéralisée peut être considérée comme un bien collectif⁸ et n'est pas un bien public dans le sens où le bien public est financé et produit par l'Etat. Pour les pays européens et surtout pour les pays de la zone euro, la finance n'est pas une finance publique et donc elle n'est ni une finance administrée, ni un bien public. Cependant la dénomination de bien public dans la littérature économique provient souvent de la traduction du terme anglo-saxon « *public good* » qui n'est pas spécialement lié à la notion de service public. De ce fait, nous préférons la terminologie de bien collectif.

La finance est un bien collectif et ce type de bien est toujours associé à des externalités. La régulation financière se justifie par la présence des externalités, le but étant d'inciter les agents à produire moins d'instabilité financière. Une régulation peut être le fruit d'une démarche volontaire de certains agents privés ou bien d'un agent public ou encore le fruit d'une participation du secteur privé et du secteur public. Sa mise en place dépend de la localisation et de la nature des externalités. Dans le cas de la régulation financière, la définition de système financier et celle des externalités liées aux activités financières ont leur importance afin de déterminer l'institution responsable de la gestion de ces externalités.

Les interventions réglementaires et prudentielles, la supervision et le contrôle des autorités publiques se fondent et se justifient par la présence de diverses imperfections de marchés que les intermédiaires financiers ne parviennent pas à éliminer complètement. Ces imperfections engendrent des interdépendances stratégiques entre les différents acteurs financiers et non financiers mais aussi entre différents acteurs financiers⁹. [Le Cacheux, Magnier (1993)]

Les interventions publiques nécessitent une bonne connaissance des acteurs et des systèmes financiers. Elles sont aussi fonction de la localisation de ces acteurs et surtout les systèmes où s'observent les interactions stratégiques génératrices d'instabilité.

En Europe, les systèmes financiers sont à la fois nationaux et européens avec des interconnexions internationales, certaines banques sont nationales, d'autres paneuropéennes et internationales et les externalités engendrées peuvent être locales, nationales ou trans-frontières. Par ailleurs, d'autres institutions financières peuvent aussi engendrer des

⁸ Un bien collectif est un bien dont la consommation est collective : il est accessible à tous et sa consommation par un individu n'entraîne pas une moindre disponibilité pour les autres. Samuelson (1954), « The pure Theory of Public expenditure », *Review of Economics and Statistics*, november.

⁹ Pour plus de détails sur les interdépendances stratégiques se référer à la première partie et en particulier au chapitre I de Tordjman 2006.

externalités dans le système financier. La finance est donc un bien collectif mondial à compartimentation régionale/nationale. Elle nécessite alors différents niveaux de régulation complémentaires.

La première mesure locale de gestion des externalités est d'inciter les agents financiers à produire moins d'instabilité en internalisant les effets liés à leurs activités comme les prises excessives de risque les conduisant à l'insolvabilité. Pour faire référence à l'économie de l'environnement, plusieurs mesures incitatives existent : les normes, les taxes et le label.

Le processus de réglementation Bâle I (normes uniformes) puis Bâle II (normes flexibles) rentre dans la catégorie norme. Mais l'application de la norme implique aussi des moyens de contrôle en particulier sur la conformité de sa mise en place (pilier 2 de Bâle II). De plus, pour une efficacité globale, les normes doivent être appliquées par tous¹⁰. La mise en place des normes Bâle II pour toutes les institutions bancaires de l'UE correspond à ce souci d'efficacité globale. Les normes sont un moyen de réduire les prises de risque individuelles et de réduire les sources d'instabilité. Mais, la mise en place des normes n'exclut pas une surveillance systémique, notamment parce que l'application généralisée de ces normes produit des effets contre-productifs sur la stabilité financière. [Borio et *alii* (2001), Artus (2001), Danielsson et *alii* (2001) Beranger et Teïletche (2004)]

Les taxes ou les réductions fiscales sont un autre moyen d'inciter les agents à réduire leur prise de risque à condition qu'elles soient les mêmes pour tous et qu'aucun agent puisse avoir la possibilité de s'y soustraire, en procédant à un dumping fiscal. Or, dans la mesure où les politiques fiscales sont nationales et que le système financier est davantage régional, l'efficacité d'une taxe est remise en cause en l'absence d'une harmonisation fiscale préalable. De plus, le paiement d'une taxe ne gêne pas la prise de risque. Contrairement aux normes, les taxes n'excluent pas la possibilité de franchir le seuil de solvabilité.

La mise en place de label est un autre moyen d'inciter les agents à réduire leur prise de risques. En économie financière, la notation joue le rôle de label. Elle est un signal qui permet d'agir sur le comportement de la banque et sur le comportement des clients et des actionnaires. De ce fait, les agents extérieurs sont aussi sensibles à la prise de risques. La discipline de marché illustre cela. L'implication d'agents extérieurs permet de réduire les moyens de capture du régulateur par les banques et par les autorités publiques. La notation nécessite une plus grande transparence et une homogénéité des techniques bancaires i.e. une

¹⁰ Le secteur de l'assurance se dote aussi de normes prudentielles Solvency I et Solvency II qui sont les pendants des normes bancaires. Toutes ses normes sont fondées pour l'essentiel sur de la capitalisation. Il s'agit aussi de tenir compte des évolutions structurelles de ce secteur et de considérer l'ensemble des acteurs du secteur financier.

certaine standardisation bancaire. Par ailleurs, elle a une reconnaissance internationale. Cependant, en raison de la faiblesse du nombre d'agences reconnues, les notations alternatives n'existent pas et les agences de notation peuvent exercer un pouvoir abusif.

Les instruments de la réglementation abordés sont applicables sur les institutions et réduisent leur participation à l'instabilité financière. Cependant, compte tenu de certaines résultantes collectives des risques financiers, ces mesures ne sont pas suffisantes bien qu'elles prennent en compte des externalités engendrées par les activités des institutions individuelles. Les comportements collectifs ne peuvent pas être pris en compte à l'échelle locale. Les forces de marché ne produisent pas spontanément de la stabilité financière comme externalité positive. Le problème de la résultante collective des actions individuelles des agents privés vient du fait que ces agents n'ont pas tous intérêt à produire de la stabilité financière. D'une part, certains agents se servent de l'instabilité financière dans leur mode de fonctionnement [Boyer et *alii* (2004)] et d'autre part, l'agent prenant en compte son propre intérêt va sous-estimer les coûts engendrés par son action. Les autorités publiques sont ainsi incitées à développer une surveillance plus globalisante afin de mieux tenir compte des interactions stratégiques entre acteurs qui sont déstabilisatrices. Dans le cas de problèmes nationaux, les autorités publiques sont à même de pouvoir imposer une force d'intérêt général. Mais, dans le cas de problèmes plus globaux, les différents pays peuvent avoir des intérêts divergents qui évoluent au cours du temps ou bien agir en passager clandestin. Or, les interactions stratégiques sont de plus en plus trans-frontières et sont supportées par l'intégration européenne. La coopération et la coordination supranationales deviennent indispensables à la stabilité financière.

La stabilité financière est un état de la finance lié à des comportements individuels et collectifs. Cette nature holistique est un argument central mis en avant pour justifier une intervention des organismes publics pour la produire ou la faire produire [Lévêque (2004)]. De ce fait, par abus de langage, la stabilité financière est souvent considérée dans la littérature comme un bien public, plus particulièrement comme un bien public mondial¹¹. Le terme de bien public mondial est aussi utilisé pour qualifier la stabilité financière afin de proposer un renforcement de l'action collective internationale.

Le glissement de la notion d'externalité vers la notion de bien public relève plus ici d'une démarche éthique et idéologique. La frontière entre les deux notions est ambiguë.

¹¹ Concept introduit par Kindleberger (1986). Les biens publics mondiaux sont les biens accessibles à tous les Etats qui n'ont pas forcément un intérêt individuel à les produire, d'où le caractère d'emblée universel du bien. Ces biens correspondent à des objectifs publics complexes et généraux qui ne peuvent être atteints qu'à la suite d'un long processus de négociation.

Reconnaître la stabilité financière comme un bien public est une façon implicite de reconnaître que la stabilité financière bénéficie à tous. Or, de notre point de vue, la finance est intrinsèquement instable et l'instabilité financière ne peut pas être une externalité négative de la stabilité financière. De ce fait, la stabilité financière reste une externalité positive produite sous contrainte et l'intervention des autorités publiques est nécessaire pour gérer l'instabilité.

Les autorités publiques, notamment les banques centrales, participent à la « production » de la stabilité financière nationale en surveillant et analysant le système, en produisant une revue de la stabilité financière, en gérant les crises et en étant prêteur en dernier ressort. D'autre part, la stabilité financière internationale fait appel à une coopération internationale pour la gestion des problèmes trans-frontières. Par ailleurs, elle est un concept dont il est difficile de définir les contours et dont il existe une multitude de définitions [Oostreloo et de Haan (2005), García Herrero et del Río (2005)], ce qui complique davantage la mise en place d'une coopération internationale.

La stabilité financière comme objectif de politique publique européenne se pose avec pertinence, car l'intégration européenne est à l'origine d'une augmentation du volume et de la valeur des transactions trans-frontières¹² et *a fortiori* des externalités trans-frontières. En effet, plus les banques sont paneuropéennes voire internationales, plus elles sont susceptibles d'être importantes et d'engendrer des externalités trans-frontières ainsi que de rentrer dans la catégorie des banques à retombée systémique.

L'objectif de stabilité financière peut être assimilé à la recherche d'une réduction des vulnérabilités individuelles et collectives. Cet objectif revêt donc des aspects micro- et macroéconomiques. L'étape suivante à la réglementation et à la supervision microprudentielles, consiste à se donner les moyens d'identifier les vulnérabilités collectives qui expriment la présence des externalités. Ces moyens reposent avant tout sur l'élaboration et l'analyse des indicateurs macroprudentiels. Cependant, le développement de la surveillance macroprudentielle est indispensable du fait de la portée limitée de ces moyens techniques.

Les lacunes de la surveillance macroprudentielle européenne

Les évolutions importantes faites au niveau microprudentiel pour améliorer notamment la santé des institutions financières, la gestion des risques et la diffusion des techniques

¹² De 1999 à 2005 dans TARGET, les volumes et les valeurs des transactions trans-frontières ont doublé.

soutiennent la résilience du système mais l'expansion des liens trans-sectoriels et trans-frontières amplifie les incidents et les effets de contagion. Des efforts d'observation et de contrôle sont nécessaires et exigent des réponses politiques fondées en particulier sur une coordination entre un grand nombre d'autorités parmi un nombre toujours croissant de pays au sein de l'UE. A l'heure actuelle, il n'existe pas de consensus sur la définition de la stabilité financière, ni sur le rôle précis des autorités publiques. Cependant, l'amélioration de la stabilité financière européenne voire internationale passe par le développement d'une démarche macroprudentielle plus globalisante aussi bien en terme d'instruments qu'en terme d'organisation institutionnelle.

Le cadre opérationnel est un aspect important de l'approche macroprudentielle mais ce cadre souffre de limites techniques que seuls une analyse et un jugement de la part des autorités de surveillance peuvent venir combler. Nous allons regarder rapidement les outils qui restent cantonnés essentiellement à une base nationale pour nous concentrer davantage sur l'organisation institutionnelle de la surveillance à proprement parlé qui souffre de lacunes encore bien plus importantes malgré des efforts d'harmonisation et de créations institutionnelles.

Des outils à dominante nationale

Si le découpage entre approche Bottom-Up/processus exogène et approche Top-Down/processus endogène [Borio (2003)] montre bien que les interactions et les effets collectifs cumulatifs ne sont pas toujours pris en compte alors qu'ils sont susceptibles de mettre en péril la stabilité financière, la pratique est tout autre. Dans la pratique, les éléments microprudentiels restent prédominants et ce même à une échelle macroprudentielle. En effet, l'analyse macroprudentielle repose en partie sur des indicateurs microprudentiels agrégés.

Si des efforts ont été faits ces dernières années au niveau de la supervision pour appréhender les vulnérabilités potentielles du système ainsi que l'ajustement des processus à la nature des institutions, il n'en reste pas moins que l'utilisation des instruments reste sur une base Bottom-Up qui cantonne les autorités à un rôle passif. Pour des risques donnés, les standards de capital minimum ne sont pas différenciés parmi les banques selon leur implication dans l'économie. De plus, l'analyse macroprudentielle se conforme à l'observation des indicateurs et aux résultats des tests de résistance sans recommandations précises préétablies. L'émission d'information sans véritable politique de coercition, de

sanction ou de stabilisation, limite la portée de la surveillance macroprudentielle pour la stabilité du système.

L'analyse macroprudentielle repose sur les méthodes utilisées pour étudier la solidité financière. Cette solidité s'exprime à travers la prise en compte des données quantitatives recueillies par les indicateurs macropudentiels. Les indicateurs sont donc les outils privilégiés de cette méthode d'analyse. Ils sont censés aider à l'évaluation et à la surveillance des points forts et des points faibles des systèmes financiers, en tenant compte des aspects structurels et qualitatifs (conformité aux standards et normes du secteur financier). Elle repose aussi sur l'observation des tendances structurelles et conjoncturelles des marchés financiers et de leurs participants afin d'obtenir une approche de l'instabilité financière [définition proposée par Davis (1999)]. Nous pouvons ajouter à cette définition, l'observation des évolutions macroéconomiques pour tenir compte davantage des interactions stratégiques. Cette analyse se fonde donc pour l'essentiel sur l'interprétation d'indicateurs.

En 1999, le FMI et la Banque mondiale ont lancé un programme relatif à l'évaluation du secteur financier¹³ (FSAP). Ce programme est destiné à procéder à l'évaluation des forces et surtout des facteurs de vulnérabilité du secteur financier, de façon à réduire les risques de crise. La BCE s'est inscrite dans ce programme et le SEBC contribue à identifier les vulnérabilités possibles du secteur financier européen et à tester sa résilience¹⁴. Les indicateurs macroprudentiels utilisés proviennent de ce programme et sont des outils d'observation. Ils servent de base dans l'analyse macroprudentielle en complément de tests de résistance¹⁵ et d'analyse de scénarios effectués à l'échelle nationale.

D'après le FMI, ces indicateurs permettent de faire reposer les évaluations de la santé financière sur des mesures objectives. Mais si les mesures sont dites objectives, l'interprétation ne peut être que subjective et fonction des caractéristiques propres à chaque pays et des seuils d'alarme choisis. Par ailleurs, les exigences de publications des indicateurs vis-à-vis du marché ne font que renforcer la délégation de la surveillance prudentielle au secteur privé, en particulier s'il n'y a pas de mise en place d'une véritable politique prudentielle accompagnatrice.

¹³ Financial Sector Assessment Program du FMI ou Financial Services Action Plan de la BCE

¹⁴ La résilience est la capacité de résistance aux chocs.

¹⁵ Les tests de résistance ou de stress ou encore les analyses de sensibilité aux chocs, révèlent la capacité de résilience du système et la présence ou non de faiblesses susceptibles d'entraîner des risques systémiques immédiats (définition FMI).

Les indicateurs macroprudentiels (sur la base de modèle CAMELS) regroupent tout d'abord des indicateurs microprudentiels agrégés¹⁶ sur la santé des banques et des autres institutions financières notamment sur l'adéquation du capital, les recettes et la solvabilité. Mais le FMI reconnaît que ces indicateurs sont des indicateurs immédiats ou différés de la santé du secteur financier, ils ont donc une faible capacité préventive. En revanche, dans le deuxième volet, les indicateurs macroéconomiques peuvent révéler des déséquilibres qui portent atteinte au système financier. De ce fait, ils sont des indicateurs plus précurseurs. Ils permettent de signaler à l'avance les tendances économiques et leurs conséquences financières. L'expérience du FSAP montre aussi que les crises financières surviennent lorsque ces deux types d'indicateurs révèlent des facteurs de vulnérabilité i.e. lorsque les institutions sont fragilisées et se heurtent à des chocs macroéconomiques.

Environ tous les six mois, le groupe de travail du CSB (Comité de Surveillance Bancaire du SEBC) produit des analyses sur les conditions du secteur bancaire européen, sur la base de l'examen des indicateurs nationaux¹⁷. Il édite un rapport sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE une à deux fois par an et il participe à l'élaboration de la revue de stabilité financière de la BCE. Ce comité est plus un organe informatif qu'actif. Devant l'initiative du FMI et l'élaboration des indicateurs sur la solidité financière, ce dernier est plus tenu de collecter et de publier ces données pour alimenter l'analyse. Le rapport sur les indicateurs de l'UE sert de base aux discussions du Comité sur la sécurité et les caractéristiques des systèmes bancaires de l'Union. Pour le moment, l'exercice n'est pas rendu public. Par ailleurs, un large travail est effectué pour obtenir un haut degré d'harmonisation des standards à l'intérieur de l'Union afin de rendre les indicateurs compatibles et effectuer des comparaisons. La comparaison est rendue difficile à cause de nombreuses différences au niveau comptable et des normes de provisionnement. Les difficultés d'harmonisation et de comparaison sont particulièrement explicitées dans les articles de Grande et Stubbe (2002) et de Mörttinen et alii (2005).

Les indicateurs fondés sur des séries chronologiques sont très importants et sont utilisés pour structurer l'analyse vers une base objective et vers une comparaison entre pays. Dans un même temps, les estimations sur la santé du système bancaire dépendent nécessairement

¹⁶ Ces indicateurs se basent sur des données de conditions financières des banques et de leurs expositions aux risques. C'est pourquoi nous les désignons comme facteurs internes alors que les indicateurs macroéconomiques sont considérés comme facteurs externes. Ces derniers reflètent l'environnement opérationnel et l'évolution générale des risques. Les facteurs internes et externes interagissent, même s'il existe un décalage temporel. L'ensemble donne une idée de la stabilité financière et en particulier bancaire.

¹⁷ Pour plus de détails, se référer à Tordjman (2006)

d'éléments non quantifiables et de jugement qui sont acquis auprès des systèmes bancaires nationaux. L'Union monétaire constitue un changement structurel important qui affecte l'économie et les relations financières et rend ainsi l'analyse de la stabilité financière plus complexe, d'où la nécessité de bénéficier de bons indicateurs et des progrès à accomplir dans les développements statistiques. Les indicateurs sont fondés sur une collecte nationale des données avec une agrégation au niveau de la zone euro et de l'UE.

Les données prudentielles agrégées sur les pertes et profits ainsi que sur la solvabilité et le bilan consolidé des banques, sont fournies sur une base annuelle par les autorités de supervision de l'UE. Une approche consolidée est nécessaire et la prise en compte des activités étrangères et non bancaires dans les informations statistiques, est particulièrement importante pour les grosses structures européennes. De nombreux pays doivent encore faire des efforts pour fournir des données sur le secteur bancaire consolidé sur une base trans-sectorielle et trans-frontière.

Sur les données prudentielles agrégées, l'absence d'harmonisation dans certains domaines comme par exemple sur la rentabilité des banques, la qualité des actifs et le provisionnement, est problématique. Globalement, même si une harmonisation est en cours sous l'impulsion de la Commission européenne (Eurostat) qui propose de nouvelles réglementations statistiques, le cadre informationnel des autorités de supervision nationale reste la source principale et la plus appropriée pour les indicateurs macroprudentiels. Cela limite la comparabilité internationale des données.

Les données agrégées posent d'autres problèmes sur l'évaluation des liens entre les marchés interbancaires trans-frontières ou entre les activités trans-frontières qui tendent à se concentrer sur un petit nombre de grandes institutions plutôt que sur une distribution plus large. Le risque de contagion internationale n'apparaît pas non plus clairement. La supervision reste l'instrument principal pour améliorer les problèmes d'analyse macroprudentielle.

Des contacts réguliers avec les intermédiaires financiers sont plus faciles pour produire des informations sur les tendances générales du système financier. Gérer et contrôler uniquement des variables quantitatives donnent une vision incomplète de la stabilité financière. Des échanges d'informations entre les autorités de supervision, et si nécessaire, avec les banques centrales, sont un facteur fondamental du processus de sauvegarde de la stabilité financière. Les zones géographiques couvertes par les risques sont de loin beaucoup plus étendues que les zones couvertes par les indicateurs macroprudentiels.

Les indicateurs sont des variables quantitatives. La pertinence de ces seuls indicateurs n'est pas suffisante pour évaluer la santé du système financier. Le FMI le reconnaît lui-même, cette gestion demande certains éléments qui ne sont pas quantifiables. En particulier, l'adéquation du cadre institutionnel et du cadre réglementaire qui régulent le système et qui affectent significativement sa santé. Ces éléments incluent la structure du système et des marchés, la classification des pertes, le provisionnement et autres réglementations prudentielles, la qualité de la supervision des institutions financières, les infrastructures légales (guide de faillite et de liquidation), les filets de sécurité, les processus de libéralisation et de déréglementation.

La valeur ajoutée du FSAP réside dans le fait que les indicateurs permettent d'obtenir des informations sur la solidité des principales contreparties privées que sont les grandes institutions financières, pour un objectif de prudence mais aussi dans un souci d'une meilleure compréhension de la situation des marchés surtout en période de tension [Schinasi (2004)]. Par ailleurs, le FSAP permet d'avoir une visibilité des stratégies d'investissement des grandes institutions pour pouvoir anticiper d'éventuels problèmes.

Ce programme a été mis en place afin que les autorités connaissent leur système financier, ses lacunes et ses vulnérabilités mais aussi pour qu'elles développent des mesures pour y remédier. Or, si nous prenons l'exemple de la BCE, sa mission est d'assurer la stabilité des prix mais sa contribution à la stabilité financière se limite à assurer le bon fonctionnement du système de paiement TARGET et non du système financier en tant que tel. La responsabilité du contrôle bancaire est déléguée pour l'essentiel aux BCN. Alors que la BCE au sein du SEBC développe les indicateurs macroprudentiels, l'interprétation des résultats et la résolution des problèmes restent ambigus puisque elle n'est pas en charge du contrôle bancaire¹⁸. Une ambiguïté subsiste aussi sur l'exploitation des résultats fournis par les indicateurs, même si par ailleurs, la BCE développe une analyse macroprudentielle. Les indicateurs macroprudentiels sont des outils qui sont complétés par des analyses de la stabilité financière, des tests de résistance (stress tests) et des analyses de scénarios.

D'après les recommandations de la BRI (2005), le cadre prudentiel doit privilégier les interactions entre secteur financier et activité réelle comme source de vulnérabilités. De ce fait, l'orientation macroprudentielle s'inscrit dans le développement d'une approche plus systémique de la stabilité financière. Ces interactions sont de deux ordres : les interactions

¹⁸ Les questions institutionnelles sont abordées dans la section suivante.

entre les établissements financiers et les interactions entre le système financier et la macroéconomie. Ces interactions forment un tout à l'origine du risque endogène.

La stabilité financière telle que la conçoit la BCE, est une situation dans laquelle le système financier est à même de résister aux chocs sans provoquer d'effets d'engrenage néfastes à l'affectation de l'épargne, à l'investissement et au traitement des paiements dans l'économie. En complément de l'observation des indicateurs, les résultats des tests de résistance et l'analyse de scénarios permettent de déterminer la sensibilité du système aux chocs macroéconomiques. Dans le cadre des tests de résistance, l'exercice ne consiste pas à observer ou à anticiper les modifications de l'environnement macroéconomique et financier afin de déterminer les déséquilibres de façon préventive et de chercher à y remédier ou à s'y préparer. Ce cadre privilégie l'observation de la réaction des institutions financières et des systèmes à la modification de leur environnement macroéconomique et financier. Les objets d'observation ne sont pas les mêmes et cette démarche est plus réactive que proactive. La relation est limitée à l'influence de l'environnement sur les institutions financières, il n'y a pas d'interactivité.

Cette démarche peut être complétée par des modèles macroéconométriques, les *early warning systems* [Kaminsky et Reinhart (1996), Berg et alii (2004), Brasili et vulpes (2005)]. Ces modèles se fondent sur des évaluations d'indicateurs afin de déterminer des signaux d'alertes pertinents de façon à anticiper les crises. Mais, les résultats ne sont pas toujours satisfaisants du fait des limites méthodologiques devant la complexité des phénomènes. Par ailleurs, ces modèles sont surtout développés pour les crises monétaires et les pays émergents, néanmoins, ils offrent des pistes de démarche proactive.

Les tests de stress ou de résistance [De Bandt et Oung (2004), [Deutsche Bundesbank (2003)[Bunn et alii(2005)]] introduisent des mesures quantitatives des vulnérabilités du système à différents chocs. De ces mesures se déduit la résilience du système. Or, les tests s'effectuent souvent en statique et rarement en dynamique. Même en dynamique, les résultats sont différents selon l'échelle de temps choisi à cause d'un effet seuil. Ceci est d'autant plus problématique que l'on teste les effets des chocs sur la capitalisation. Or, la matérialisation des risques est *ex post* à la prise de risques. Par ailleurs, les modèles sont réducteurs par rapport à la complexité des faits systémiques. Il y a souvent un effet conjoint de plusieurs facteurs (voir les meilleurs résultats obtenus des indicateurs composites de Borio).

Au moment du test, l'état originel du système financier correspond à la situation macroéconomique du moment. Tester une autre situation macroéconomique donne des

résultats biaisés. D'autant plus que, les déséquilibres macroéconomiques arrivent rarement d'un seul coup, les phénomènes cumulatifs s'étendent sur plus ou moins long terme. Il devient déjà beaucoup plus intéressant de tester les mêmes hypothèses à intervalle régulier pour observer les éventuels changements.

Enfin, les aspects endogènes et les changements de comportements des agents selon la confiance dans le système ne sont pas capturés par les tests de résistance. Or, l'absorption des chocs ou surprises financières comme réelles dépendent d'éléments exogènes et endogènes. La capitalisation n'est pas une mesure suffisante. Les résultats obtenus sont donc à prendre avec une certaine distance

L'approche macroprudentielle offre un cadre opérationnel avec des outils particuliers. Les outils utilisés sont les indicateurs, les tests de résistance et la macroéconométrie. Ces outils montrent que les autorités sont davantage dans une problématique de résilience que de véritable prévention, ce qui nous ramène au rôle plutôt passif des autorités de supervision.

Le CSB ne cherche pas à publier ses propres résultats sur l'identification des vulnérabilités notamment du fait des problèmes d'harmonisation, d'agrégation et de comparabilité des indicateurs. Les indicateurs les plus pertinents en terme de prévention sont les indicateurs macroéconomiques.

Les tests de résistance sont nationaux et bancaires et les résultats sont contestables, notamment par absence de prise en compte des phénomènes cumulatifs des déséquilibres et des effets de seuils. La capitalisation tient une place prépondérante, pourtant elle n'est pas le reflet du risque réellement encouru qui ne se révèle que dans les moments critiques. Ainsi, il n'y a pas de véritable prise en compte des processus endogènes et *In fine*, les événements systémiques ne restent attribués pratiquement qu'à des éléments exogènes.

Par ailleurs, la démarche systémique du SEBC n'est que partielle à cause des biais méthodologiques. Les systèmes appréhendés sont bancaires et non financiers. Ils n'incluent pas les autres institutions financières non bancaires et ils sont plutôt nationaux qu'européens. Enfin, les risques de contagion ne sont pas vraiment pris en compte.

L'analyse macroprudentielle est un instrument indéniable de la stabilité systémique mais l'adéquation entre les outils analytiques et l'objectif de stabilité financière dépend aussi de l'architecture institutionnelle, en particulier des modalités d'actions et des responsabilités des

institutions publiques. Or, les modifications de l'architecture institutionnelle répond à la prise en compte des changements structurels et à des choix politiques délibérés.

Un problème de volonté pour l'action collective

L'intégration financière est à l'origine d'une réforme en cours de la création des comités participant à l'harmonisation des supervisions microprudentielles et à une plus grande coopération et coordination des institutions publiques nationales. Parallèlement, les autorités de supervisions nationales connaissent aussi certains changements. Certains pays européens choisissent d'opter pour une autorité de supervision unique qui couvre tous les secteurs financiers alors que d'autres maintiennent des autorités monosectorielles. Il n'y pas à l'heure actuelle de convergence vers un modèle institutionnel unique dans les pays européens. La construction des modèles institutionnels relève des choix politiques, et en particulier du choix de la participation plus ou moins explicite de la banque centrale dans la supervision prudentielle. Cependant, l'ensemble des banques centrales nationales s'accorde sur leur responsabilité dans le maintien de la stabilité financière, mais le rôle de la BCE reste mal défini. Pourtant, elle gère l'analyse macroprudentielle de la zone euro au sein du SEBC, au travers du CSB.

L'approche Lamfalussy sans rupture

Les modifications institutionnelles sous l'effet de l'application de l'approche Lamfalussy et de la mise en place du Plan d'action pour les services financiers (PASF), offrent un compromis par rapport à la diversité des modèles nationaux existant et elles sont dans la continuité de la construction européenne sur la base d'une plus grande coopération et coordination. Cependant, elles montrent certaines limites en terme de prise en compte des externalités et de visibilité systémique. Par ailleurs, certains principes de l'UE montrent quelques discordances avec la poursuite de l'intégration européenne et de l'objectif de stabilité financière.

En l'absence d'autorité supranationale, la surveillance est conduite au niveau national tandis que l'activité des intermédiaires est de plus en plus européenne et internationale. Ainsi, la juridiction des autorités de surveillance ne coïncide pas avec les domaines d'activités des institutions financières. La définition d'une architecture européenne voire internationale de la surveillance est liée au fait que la nécessité de coopération des autorités de surveillance ne

concerne pas exclusivement les intermédiaires trans-sectoriels mais tous les intermédiaires ayant des activités trans-frontières.

La réforme en cours est fondée sur l'extension aux secteurs bancaire et des assurances de l'approche Lamfalussy, d'abord conduite pour le secteur des valeurs mobilières. Cette réforme s'inscrit dans le prolongement d'une coopération bilatérale et multilatérale en place depuis des années. Par exemple, le Comité de surveillance bancaire de la BCE est un comité multilatéral et les *Memorandums of Understanding*¹⁹ souscrits par les Etats membres sont des accords bilatéraux ou multilatéraux. De plus, les principes de reconnaissance mutuelle et de contrôle par le pays d'origine ne sont pas remis en cause.

Cette réforme répond aussi à des principes fondateurs comme le principe de subsidiarité. Etant donné qu'une grande partie des intermédiaires financiers est locale, la surveillance reste décentralisée. Elle semble confirmer le *statu quo* européen en matière de choix institutionnel avec une pluralité d'autorités sectorielles et une implication plus ou moins directe de la banque centrale dans la surveillance.

Cependant, elle répond à certaines interrogations, en particulier sur les phénomènes frontaliers, avec la création d'un Comité de niveau 2 pour la surveillance des conglomérats et du rôle des BCN et de la BCE dans la surveillance bancaire et la stabilité. La création d'une autorité de surveillance bancaire européenne n'est pas à l'ordre du jour, compte tenu des efforts d'harmonisation qu'il est nécessaire de faire au préalable. L'approche Lamfalussy est donc une réponse pragmatique aux évolutions structurelles du système financier européen.

L'adoption du Plan d'Action pour les Services Financiers conduit à la mise en place d'un dispositif spécifique à la stabilité qui repose sur les structures mise en place dans le cadre Lamfalussy et les recommandations du Comité Economique et Financier sur la base des rapports Brouwer²⁰[ECF (2000) et ECF(2001)]. Ce dispositif proposé par le Plan d'Actions

¹⁹ Ils constituent un des éléments de la coopération trans-frontière sous une forme d'agrément forme bilatéral ou multilatéral. Ils sont issus des recommandations du rapport Brouwer 2001 pour améliorer la coordination des procédures de gestion de crise. Ces MoU traitent des échanges d'information et parfois de la consultation lors de décision sur des sujets d'intérêt commun, des actions communes de surveillance. Par exemple, il existe un MoU sur la surveillance du groupe Fortis-Dexia entre la Belgique et les Pays-Bas dans les domaines de la surveillance bancaire et d'assurance. Un agrément similaire pour Euronext, signé en mars 2001, ne concerne pas moins de 7 contrôleurs répartis entre la Belgique, la France et les Pays-Bas.

²⁰ Un rapport sur la stabilité financière de mai 2000 et un rapport sur la gestion de crise de juillet 2001 approuvés par Ecofin.

Le rapport sur la stabilité financière ne remet pas en cause le cadre européen fondé sur la décentralisation de la surveillance mais il met en avant le nombre croissant des conglomérats qui fait face à cette structure institutionnelle. Le rapport sur la gestion des crises propose un renforcement de la coopération entre autorités de surveillances nationales, une implications des banques centrales dans la coopération surtout afin d'assurer la coopération et la coordination en cas de crise.

des Services Financiers comprend un cadre d'analyse des vulnérabilités dans le secteur financier et un cadre institutionnel pour la gestion des crises financières.

Ces deux initiatives restent néanmoins décentralisées. Elles reposent sur une pluralité des Comités au niveau européen et elles sont fondées sur la coopération et l'échange d'information. La coopération et la coordination entre autorités nationales sont destinées à croître avec la réalisation du marché unique.

L'architecture institutionnelle de la surveillance continue d'être segmentée, décentralisée et coopérative. La possibilité de la création d'une autorité de surveillance européenne plurisectorielle a été évoquée dans le rapport Lamfalussy, mais elle est, aujourd'hui, prématurée et contestable. Les modifications institutionnelles nationales des Etats membres ayant créé une autorité unique, sont récentes et difficiles à évaluer. Par ailleurs, cette création unique n'est pas une condition nécessaire pour une surveillance efficace, l'alternative relevant de la désignation d'une autorité principale, comme ceci peut être le cas pour la surveillance des conglomérats [Belaisch et *alii* (2001)]. Néanmoins, pour un sujet macroéconomique tel que la stabilité financière, une visibilité systémique ne peut être obtenue qu'à partir d'un certain niveau de centralisation en dessous duquel elle ne peut être que partielle.

La création des comités Lamfalussy ne remet pas en cause le principe de subsidiarité²¹ qui régit la construction de la Communauté européenne. Ces comités promeuvent une coopération et une harmonisation minimale des pratiques nationales. Ils ne sont pas une véritable innovation institutionnelle comme la création d'autorités européennes en matière de surveillance prudentielle. Ainsi, une compétence proprement européenne dans ce domaine n'existe pas.

Au cours de la construction européenne et de la préparation de l'Acte Unique, le principe de reconnaissance mutuelle²² a été proposé pour assurer la libre circulation des biens

²¹ Le principe de subsidiarité, défini à l'article 5 du traité instituant la Communauté européenne et visé à l'article 2 du traité sur l'Union européenne, s'énonce de la manière suivante : « *La Communauté agit dans les limites des compétences qui lui sont conférées et des objectifs qui lui sont assignés par le présent traité. Dans les domaines qui ne relèvent pas de sa compétence exclusive, la Communauté n'intervient, conformément au principe de subsidiarité, que si et dans la mesure où les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être réalisés de manière suffisante par les États membres et peuvent donc, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, être mieux réalisés au niveau communautaire. L'action de la Communauté n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs du présent traité* ».

²² Le principe de reconnaissance mutuelle trouve son origine dans l'arrêt dit « cassis de Dijon » de la cour de justice des Communautés européennes du 20 février 1979. Cet arrêt qui fit jurisprudence concernait la commercialisation de la liqueur française en Allemagne. Il a permis d'accélérer l'intégration européenne. Le principe veut que tout état membre de la CE soit tenu d'accepter sur son territoire des produits importés d'un autre état-membre, s'ils sont fabriqués et commercialisés légalement dans l'état exportateur. Il n'y a plus d'entrave à la circulation sauf pour motif de santé publique ou de protection de l'environnement. En vertu de la

et services sans qu'une harmonisation préalable des législations nationales soit nécessaire. Dans le domaine de surveillance bancaire, cela s'est traduit en particulier par l'agrément unique et le contrôle par le pays d'origine²³. Aujourd'hui, eu égard au développement d'activités trans-frontières génératrices d'externalités, la reconnaissance mutuelle peut être mise en porte à faux.

La primauté de la dimension nationale se traduit par un faible pouvoir décisionnel des comités Lamfalussy et par la persistance du contrôle par le pays d'origine qui atteint ses limites.

Le choix institutionnel de la création des comités européens est une nouveauté qui donne néanmoins une impression de réaction tardive par rapport à la réalité économique. Ce choix ressemble davantage à un accommodement plutôt qu'une véritable anticipation, les comités n'ayant d'autre fonction principale que celle de la surveillance de la convergence des pratiques et des règlements. Comme le souligne Lannoo (2005), si les standards sont les mêmes dans toute l'UE, ce qui est l'objectif des comités créés, le principe de contrôle par le pays d'origine perd de sa substance. Par ailleurs, si les comités permettent une plus grande coopération, ils offrent aussi une plus grande complexité dans les processus de décision.

L'approche Lamfalussy vise à réduire les disparités existantes en matière de législation financière dans l'Union européenne. Les développements de ce processus sont purement réglementaires. Les comités de niveau 3 n'ont pas de pouvoir de surveillance macroprudentielle. Ils œuvrent uniquement pour l'harmonisation des pratiques réglementaires et la coopération.

Par exemple, le CEBS - Comité européen des contrôleurs bancaires - est un comité mis en place pour travailler sur la convergence des pratiques de surveillance bancaire, en particulier sur l'application des directives européennes sur les exigences en capital. Il cherche à développer une culture commune sur les règles de transparence, le pilier 2 de Bâle II, la reconnaissance des institutions d'audit externe et la coopération entre les autorités du pays d'accueil et du pays d'origine. Si ce comité prend en charge la mise en œuvre et la validation des approches avancées de gestion de risque, il n'a aucun pouvoir de sanction sur les

reconnaissance mutuelle, les états-membres considèrent les mesures et les règles d'un autre état-membre comme équivalente aux leurs.

²³ Deuxième directive bancaire (89/646) de 1989. Entrée en vigueur en janvier 1993, cette directive introduit le principe de l'agrément communautaire unique. Accordé par un état membre à un établissement de crédit, il lui permet d'exercer, dans toute la Communauté, l'ensemble des activités bancaires, soit en créant des activités secondaires, soit en fournissant ses services directement à partir du pays où il est établi. L'Etat d'origine assure le contrôle global de l'établissement et l'Etat d'accueil surveille les succursales établies sur son territoire.

institutions. Ce comité agit sur l'encadrement de la surveillance bancaire en œuvrant pour l'harmonisation européenne. Par ailleurs, le CESB est distinct du CSB, organe responsable de la surveillance macroprudentielle.

Le CEBS vise aussi à renforcer l'intégration (sectorielle verticale i.e. du national vers l'europpéen) et à réduire les coûts liés à la mise en conformité des activités trans-frontières ainsi que les distorsions de concurrence entre les Etats membres. La convergence réglementaire est complétée par la convergence prudentielle. La coopération et les échanges d'information financière pour les activités trans-frontières des grands groupes, sont assurés en temps normal comme en période de crise.

Pour la surveillance des conglomérats, le PASF comporte des mesures applicables aux activités trans-sectorielles sur la base d'une directive effective depuis août 2004 sur les exigences prudentielles des grands groupes financiers. Pour promouvoir la coopération en matière de surveillance, cette directive prévoit la nomination d'un coordinateur issu des autorités chargées de la surveillance des conglomérats. La constitution d'un comité de niveau 3 ou la nomination d'un contrôleur principal semblent pourtant être des solutions plus efficaces qu'un coordinateur pour la rapidité d'action en situation de crise.

La désignation d'un coordinateur (attribution horizontale des compétences) pour répondre aux développements trans-frontières, est en accord avec la directive sur les conglomérats financiers. La surveillance se fait sur la base du groupe où les succursales et filiales sont incluses aussi bien au niveau banque qu'assurance. En revanche, la désignation d'un contrôleur principal nécessite un haut degré de confiance entre les contrôleurs de pays d'origine et présuppose un degré suffisant d'harmonisation des outils et des standards de surveillance, proposé par la création des comités Lamfalussy. Mais, pour le moment, cette solution n'est pas retenue, en particulier du fait de l'attitude suspicieuse des superviseurs les uns envers les autres. La désignation d'un contrôleur principal nécessite un degré de confiance et un abandon des prérogatives nationales sur ses propres établissements surveillés, or les superviseurs européens sont loin de cet état d'esprit [Wymeersch(2005)].

Les comités de niveau 3 ont signés un protocole le 24 novembre 2005 visant à adopter une coopération et une coordination pour la régulation, la politique et l'échange d'information et autres instruments d'intérêt communs afin de formaliser et de rendre transparent les relations entre ces 3 entités qui couvrent l'ensemble des secteurs financiers.

Si les comités sont transparents, ils n'ont pas pour autant de véritable pouvoir décisionnel. Ils sont plutôt des exécutants de la convergence. Par ailleurs, la multiplication des comités sous l'application de la réforme ajoute une strate supplémentaire de surveillance qui

ne sera pas suivie d'une rationalisation des agences de tutelle préexistantes. De ce fait, la coopération n'ajoutera sans doute pas plus de clarté.

Insuffisance de la surveillance sur une base nationale

Les moyens d'unification reposent uniquement sur des règles rigides²⁴. Ces règles proposent seulement une couverture individuelle des risques avec du capital. Cela ne suffit pas à répondre à la complexité des dysfonctionnements de la finance. La subsidiarité s'applique à la surveillance sans coopération systématique. Le CEBS n'a pas de légitimité auprès de la supervision nationale, il n'a pas de pouvoir décisionnel et ne peut donc pas orchestrer une coopération multilatérale permanente, ni une coordination active. Par ailleurs, le CEBS n'a pas pour vocation de rationaliser les agences nationales. L'approche Lamfalussy continuera de fonctionner sur une base dispersée, et en particulier, du fait de la persistance de l'hétérogénéité des autorités nationales.

De la même façon, la reconnaissance mutuelle et le contrôle par le pays d'origine ne suffisent plus pour tenir compte du changement de l'espace géographique couvert par les activités financières et les conglomérats.

Rappelons que le principe de la reconnaissance mutuelle assure la libre circulation des biens et des services sans qu'il soit nécessaire d'harmoniser les législations nationales des Etats membres. En matière d'activité financière, cela se traduit par l'agrément unique donné par les autorités de tutelle du pays d'origine et le contrôle par le pays d'origine. Cependant d'un point de vue législatif, toutes les infrastructures bancaires ne sont pas couvertes de la même façon. Ce qui n'est pas sans conséquence sur le contrôle des activités financières et au-delà sur la responsabilité systémique.

En effet, la succursale n'est pas une entité distincte de la maison mère alors que la filiale est considérée comme une société à part entière. Autrement dit, une succursale d'une banque étrangère est considérée comme étrangère, elle bénéficie alors du contrôle par le pays d'origine de la maison mère car elle commercialise des produits ou services étrangers. En revanche, la filiale est reconnue comme une banque nationale indépendante de la maison mère. Elle commercialise ses propres produits et services et n'est pas contrôlée par le pays

²⁴ « Dans l'esprit qui a présidé à la construction européenne depuis l'origine, *le trop plein de règles rigides remplit le vide de l'action collective*. Une conséquence importante de cette misère politique est le retard perpétuel des institutions prudentielles derrière les avancées des marchés » Aglietta (2003) p7

d'origine de la maison mère. Par exemple, une banque nationale qui a trois filiales étrangères bénéficiera du contrôle de quatre pays différents de façon segmentée alors qu'une banque à trois succursales étrangères sera contrôlée uniquement par le pays d'origine. Or, la succursale n'est pas la structure trans-frontière préférée des grands groupes. Les firmes multinationales continuent de préférer les filiales qui sont des sociétés à part entière. Les filiales ont l'avantage d'offrir une image d'entreprise nationale plutôt qu'étrangère, de diversifier l'actionnariat et de cantonner les informations financières à chaque établissement, contrairement à la succursale qui est une antenne délocalisée et qui a obligation de révéler périodiquement les informations financières de la maison mère.

Dans les groupes, les différentes entités actives sur différents produits ou sur différentes juridictions sont gérées de façon intégrée à l'intérieur d'une structure matricielle. Une réponse de la surveillance serait alors de traiter de la même manière les succursales que les filiales. Alors que les fonctions sont centralisées au niveau du groupe, les activités sont décentralisées en succursales ou filiales. L'extension du contrôle par le pays d'origine à toutes les activités du groupe permet d'améliorer le contrôle global. Cependant, cette extension a des conséquences sur la perte de responsabilité du pays d'accueil. Il pourrait en résulter une forme de diminution de la surveillance par le pays d'accueil et les banques pourraient être tentées de migrer vers les régimes les plus laxistes. Par ailleurs, l'extension du contrôle par le pays d'origine permet de clarifier les responsabilités, notamment en cas de crise [Wymeersch (2005)]. Cependant, nous pensons que la migration vers des régimes plus laxistes peut être limitée car cela pourrait être interprété par le marché comme le signal d'une banque à comportement risqué et plus faiblement capitalisée. Vis-à-vis de son actionnariat, la banque n'a peut-être pas vraiment d'intérêt à faire du dumping réglementaire.

Schoenmaker (2005) s'est aussi interrogé sur la validité du contrôle par le pays d'origine et la reconnaissance mutuelle. Le concept de la surveillance sur une base consolidée permet une surveillance d'origine, capable de mesurer le profil de risque du groupe dans son ensemble et d'exiger l'adéquation du capital en conséquence. La récente directive sur les conglomérats va dans ce sens avec la désignation d'un unique coordinateur.

Le contrôle par le pays d'origine permet d'avancer l'idée d'une surveillance plus efficace car les institutions ne sont pas ainsi confrontées à une pluralité de contrôleur. Cependant, Schoenmaker formule les mêmes critiques que Wymeersch sur le problème de la séparation entre succursale et filiale, et sur le fait que majoritairement l'extension trans-frontière se fait sous la forme de filiales qui sont des entités légalement séparées, en

particulier pour des raisons fiscales. Les filiales sont supervisées par le pays d'accueil, de ce fait pour des grands groupes comme par exemple ABN AMRO, pas moins de 20 contrôleurs dans l'UE s'occupe de ce groupe.

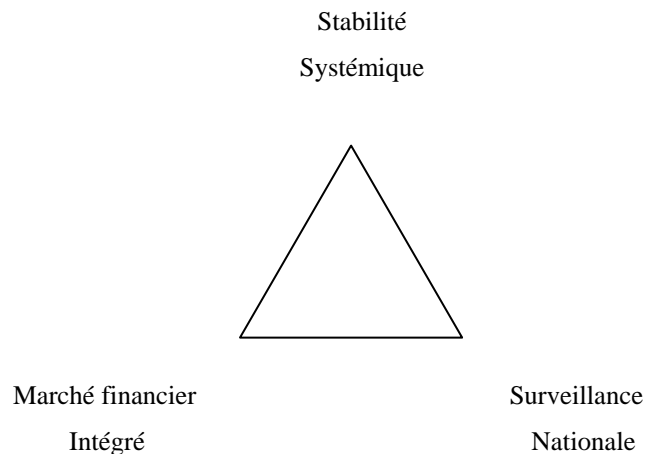
Même si le contrôle par le pays d'origine semble plus efficace du point de vue de la surveillance, le pays d'origine ne participe pas à la stabilité financière du pays d'accueil. Le pays d'accueil est responsable du contrôle de la stabilité de son système financier. Or l'intégration croissante à l'intérieur de l'UE offre des perspectives d'extension trans-frontière du risque de système. De ce fait, une faillite dans un pays peut provoquer de sérieux problèmes dans d'autres pays. Le contrôle par le pays d'origine et la responsabilité systémique par le pays d'accueil ne sont pas soutenables dans un contexte de marché intégré. La dimension trans-frontière du risque de système constitue une externalité. En appliquant le principe de subsidiarité, le risque de système et sa prévention ne peuvent se gérer qu'à un niveau plus important que le niveau national afin de tenir compte des effets trans-frontières. Cette dimension européenne voire internationale du risque de système fait appel à plus de centralisation.

L'existence des externalités trans-frontières n'est pas le seul élément à montrer les limites de la reconnaissance mutuelle. Lannoo (2005) explique que l'exigence d'harmonisation et de convergence des pratiques réglementaires par les comités Lamfalussy, participe aussi à rendre à terme l'harmonisation minimale et la reconnaissance mutuelle caduques. Le nouvel environnement institutionnel et financier peut mettre en échec les principes fondateurs du marché unique.

D'après Thygesen (1993) et (2003), un triangle d'incompatibilité apparaît lorsque les objectifs de stabilité systémique, de marché financier intégré et de surveillance financière nationale sont poursuivis simultanément. Ceci constitue une application macrofinancière du triangle d'incompatibilité de Mundell²⁵

²⁵ Le triangle d'incompatibilité de Mundell représente l'incompatibilité, pour un pays, d'avoir entre un taux de change fixe, une libre circulation des capitaux et une politique monétaire autonome. Seuls deux éléments peuvent être compatibles simultanément. Par exemple, en Europe, dans le cadre du SME, système de taux de change fixe, et avec la libre circulation de capitaux, seule l'Allemagne était libre de définir sa politique monétaire sans se préoccuper de son taux de change, et les autres pays devaient s'aligner.

Figure 7 : Triangle d'incompatibilité macrofinancière



[Source : Thygesen (1993) in Schoenmaker (2005)]

Ce triangle nous montre qu'il n'est pas possible d'avoir un marché financier intégré et la stabilité du système, tout en préservant un haut degré de surveillance sur une base nationale avec seulement des efforts d'harmonisation sur un fond de décentralisation. L'élément clé de cette démonstration repose sur la présence des externalités trans-frontières.

Plus le marché est intégré, plus les transactions trans-frontières sont importantes et d'après Schoenmaker (2005), les sources d'instabilités trans-frontières sont aussi plus nombreuses, notamment par la présence croissante des institutions paneuropéennes. Le système de paiement TARGET est un lieu principal de contagion. Même si ce système est plus profond que les marchés interbancaires nationaux, la faillite d'une grande banque paneuropéenne est plus susceptible d'avoir un impact trans-frontière. Le degré de pénétration des activités trans-frontières des grands groupes peut donner une approximation des externalités trans-frontières (outil développé par Schoenmaker et Oosterloo (2005)) or, la pénétration trans-frontière à l'intérieur de l'Europe est substantielle et croissante.

La coopération des instances nationales ne suffit pas à avoir une visibilité systémique. Pour pouvoir prendre en compte les externalités trans-frontières, les autorités de surveillance sont contraintes de se centraliser davantage pour maintenir une surveillance efficace dans la prévention des risques. La surveillance centralisée a cependant un coût dans le sens où elle est perdue en flexibilité. Mais, avec l'exigence d'une standardisation minimum notamment avec le PASF et les accords Bale II, cette souplesse se perdra, à l'avenir. Les avancées en terme

d'intégration des marchés et d'intensité des mouvements trans-frontières seront à l'origine des avancées vers plus de centralisation.

Les dernières recommandations du PASF dans la même logique

Le PASF comprend aussi un volet sur le dispositif spécifique à la stabilité financière. Du fait des liens trans-frontières plus importants entre marchés et entre établissements. Les systèmes financiers nationaux peuvent être exposés à des chocs communs et des risques de contagions aggravés. De plus, l'importance accrue des institutions financières de grande taille et complexes amplifie les conséquences systémiques d'une faillite individuelle. Enfin, les différences de juridiction ajoutent un défi à la stabilité sur une base trans-frontière. De ce fait, une harmonisation interactive entre les autorités nationales est nécessaire pour identifier les risques pesant sur la stabilité, pour éviter les perturbations systémiques. Cependant, l'ambiguïté continue de régner sur la prévention et la gestion de crise, en particulier du fait du refus d'identification du prêteur en dernier ressort. Le nouveau dispositif continue de s'inscrire dans la subsidiarité et l'ambiguïté sans véritable pouvoir d'action, ni de sanction.

Les recommandations du CEF partent donc du principe que le dispositif existant est adéquat et nécessite juste une amélioration du fonctionnement pratique. Le CEF propose le développement de l'échange d'information entre les autorités de surveillance et entre autorités de surveillance et banques centrales, sur une base trans-frontière et trans-sectorielle au-delà des délimitations traditionnelles des secteurs. Les échanges d'information doivent aussi se faire sur les principaux groupes financiers susceptibles d'avoir des effets systémiques et aussi sur l'évolution des marchés afin de permettre aux autorités compétentes de mieux appréhender la capacité de résistance aux chocs des marchés, des infrastructures et des intermédiaires financiers.

Compte tenu de leur expertise et de leur intérêt pour la stabilité financière dans leurs missions fondamentales, les BCN ont vocation à participer à ce dialogue indépendamment de leur rôle dans la surveillance financière au niveau national. Le renforcement des échanges entre les autorités de surveillance et les banques centrales permettrait de combler les écarts existants entre les développements de la surveillance microprudentielle plus standards et harmonisés et ceux de la surveillance macroprudentielle. De plus, le CEF recommande un renforcement de la coopération et de la convergence de la surveillance des institutions financières complexes de grande dimension et qui exercent leurs activités sur plusieurs

juridictions. Mais, à aucun moment, le CEF ne parle de système, ni de la répartition des responsabilités et des fonctions de chacun. De nombreuses entités institutionnelles participent mais aucune n'a de responsabilité clairement définie, en particulier sur la question délicate des conglomérats et des établissements importants. Le CEF maintient une certaine ambiguïté.

Les recommandations du CEF touchent surtout le domaine de la gestion de crise. Elles mettent l'accent sur la première ligne de défense au sein même des institutions financières, dans la fourniture d'information dans un délai très court. Pour cela, les institutions doivent être en mesure d'élaborer des procédures d'urgence et d'effectuer régulièrement des exercices de simulation de crise (micro test de résistance). Les Etats membres doivent aussi veiller à diminuer les obstacles juridiques et pratiques afin de permettre des échanges rapides.

La résilience de chaque institution financière ne veut pas dire la résilience du système à cause de la présence de la fragilité endogène. Les exercices de simulation de crise faits par les établissements ne peuvent être qu'un préalable, mais rien n'est évoqué à propos de la résilience systémique. Or, nous savons que les tests de résistance à l'échelle macroéconomique, se font à l'échelle nationale. Pour le moment, le CSB n'est pas très explicite sur des tests effectués à l'échelle européenne, certainement pour des raisons méthodologiques.

Un net progrès doit être fait pour définir en amont des accords clairs concernant le partage des informations et la répartition des responsabilités entre autorités compétentes surtout pour les grands groupes, sur une base multilatérale dans une situation de crise. Il n'est pas du tout évident qu'en situation de crise, la gestion multilatérale soit aisée et très coopérative. Les accords sur le partage des responsabilités risquent fort d'être longs à voir le jour. Pour le moment, les mesures amont sont faiblement représentées.

En conclusion, les choix stratégiques des banques ainsi que l'évolution de l'environnement financier européen et mondial, ont facilité l'essor des externalités transectorielles et transfrontières. Ces externalités sont à l'origine d'une certaine instabilité financière. La présence des externalités justifie donc de la présence et de l'intervention des pouvoirs publics.

D'une part, cette intervention se retrouve sous la forme réglementaire afin que les banques puissent internaliser en partie ces externalités. Et d'autre part, elle assure une surveillance des

banques, des marchés et des systèmes de paiements et de règlements afin de maintenir une stabilité financière.

La forme réglementaire est la plus aboutie et standardisée avec l'application européenne de la réglementation Bâle II. Par ailleurs, les modifications institutionnelles sont encore notamment pour que les autorités de tutelle puissent prendre en compte les dimensions trans-sectorielles et transfrontières de l'instabilité financière. Or de ce point de vue, il reste des vides en l'absence d'une visibilité systémique à la fois trans-sectorielles et surtout transfrontières. Les Comités Lamfalussy participent à améliorer la dimension trans-sectorielle mais la dimension transfrontière est encore fortement négligée. De plus, le PASF et les recommandations du CEF sur la base de coopération et de coordination européennes sont insuffisants pour en saisir la caractéristique systémique.

Des lacunes persistent parce que les changements structurels de la finance sont plus rapides que les changements institutionnels qui touchent à la stabilité financière. Mais aussi parce qu'il n'y pas de véritable volonté d'intervention de la part des autorités de surveillance et notamment des banques centrales dans un espace politique encore trop axé sur la dimension nationale. Si les mouvements bancaires paneuropéens voire internationaux se poursuivent, le système actuel de prévention et de gestion des externalités risque d'être mis à mal.

Bibliographie

- ADJIMAN G (1999), Le cas des banques européennes in Fusions, Acquisitions, concurrence... le marché dans tous ses états, *Problèmes économiques*, La documentation française, 2.618, 26 mai, pp 21-24.
- ADJIMAN G (2001), L'Europe bancaire se restructure, L'Europe bancaire en mouvement, *Horizons Bancaires*, Caisse Nationale de Crédit Agricole, n°309, mai, pp9-16.
- AGLIETTA M (2001), L'Europe est-elle bien protégée du risque systémique ?, *Instabilité financière et régulation monétaire*, Conférence Saint-Gobain sur les transformations de la finance en Europe, 9 Novembre.
- AGLIETTA M (2003), La régulation prudentielle en Europe : un chantier mal engagé, Rencontres économiques d'Aix en Provence, 4-6 Juillet.
- ARTUS P (2001), L'évolution des techniques financières : valorisation et gestion des risques, Séminaire du Centre Saint-Gobain sur les transformations de la finance en Europe, 8 Novembre.
- AVOUYI-DOVI S, NETO D (2004), Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américains et européens, *Revue de la Stabilité financière*, Banque de France, N°4, juin, pp115-
- BCE (2000), L'Union économique et monétaire et la surveillance bancaire, *Bulletin mensuel de la BCE*, avril, pp51-66.
- BELAISCH A, KODRES L, LEVY J, UBIDE A, (2001), Euro-Area banking at the crossroads, IMF working paper, WP/01/28, March.
- BERANGER F et TEILETCHE J (2004), Bâle II et la procyclicité, *Revue d'Economie Financière*, 73, février, pp227-250.
- BERG A, BORENSZTEIN E, PATILLO C (2004), Assessing Early warning Systems: How Have They Worked in Practice? IMF working paper, WP/04/52, March.
- BORIO C., FURFINE C et LOWE P(2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options', in Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability, *BIS Papers*, 1, March, pp. 1-57.
- BORIO C. (2003), Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation, BIS Working Paper 128,

February.

- BOYER R, DEHOVE M, PLIHON D (2004), Les crises financiers, *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, La Documentation Française.
- BRASILI A, VULPES G (2005), Co-movements in EU banks' fragility : a dynamic factor model approach, XXIIèmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Strasbourg, 16-17 juin
- BRI (2005), Système financier : analyse sectorielle, chapitre VII ,75ème Rapport annuel, juin
pp 124-143
- BUNN P, CUNNINGHAM A, DREHMANN M (2005), Stress testing as a tool for assessing systemic risks, *Financial Stability Review*, Bank of England, June, pp 116-126
- CONTAMIN R, PREMILLEUX V, BEN SALEM A (2005), Consolidation bancaire paneuropéenne : un point d'étape, *Revue d'Economie Financière*, 78, mars, pp47-63
- DANIELSSON J , EMBRECHTS P, GOODHART C, KEATING C, MUENNICH F, RENAULT O, and SHIN H (2001), An Academic Response of Basel II, FMG Special paper, 130, London School of Economics
- DAVIS E (1999), Financial data needs for macroprudential surveillance- what are the key indicators of risks to domestic financial stability?, lectures series 2, centre of central banking studies, Bank of England
- DE BANDT O, OUNG V (2004), Bilan des stress tests menés sur le système bancaire français, *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, 5, novembre, pp55-72
- DERMINE J (2005), Restructuration internationale et diversification : le cas du risque-crédit, *Revue de l'Economie Financière*, 78, mars, pp 267-280
- Deutsche BUNDESBANK (2003), Stress testing the German banking system, *Monthly Report*, december, pp 53-61
- De Nederlandsche Bank (2002), Different economies, synchronised cycles, *Quarterly bulletin*, december, pp53-59
- DUVAL G (2003) : "Europe, Etats-Unis, Je t'aime moi non plus", *Alternatives économiques*, 215, juin
- ECF (2000), *Report on Financial Stability*, Economic paper, Economic and Financial Committee 143, May
- ECF (2001), *Report on Financial Crisis Management*, Economic paper, ECF, 156, July
- GALATI G, TSATSARONIS K (2001), The impact of the euro on Europe's financial markets, Monetary and economic department, BIS, working papers 100, July.
- GARCIA HERRERO A, del RIO P (2005), Central banks as monetary authorities and financial stability, in the *Handbook of Central banking and financial authorities in Europe*, ed Donato Masciandaro, Edward Elgar, pp 3 -24
- GRANDE M, STUBBE M (2002), Macroeconomic and prudential information as a source for financial stability indicators, conceptual and practical issues from an EU perspective, ECB, 27th general conference of the IARIW, Stockholm, 20 august.
- KAMINSKY G, REINHART C (1999), The twin crises : the causes of banking balance-of-payments problems, *American Economic Review*, 89,3, pp 473-500, June
- KINDLEBERGER C. P (1996), *Manias, Panics, and Crashes, a History of Financial crises*, 3ed, John Wiley & Sons.
- LANOO K (2005), The Transformation of financial regulation and supervision in the EU, In the *Handbook of Central banking and financial authorities in Europe*, ed Donato Masciandaro, Edward Elgar, pp 485-513
- LE CACHEUX J, MAGNIER A (1993), Réglementation bancaire et stabilité des systèmes financiers européens dans la perspective de l'UEM, *Economie et Statistique*, INSEE, 262-263, pp 63-74
- LEVEQUE F (2004), *Economie de la réglementation*, Repères, 238, ed La Découverte, septembre
- MERCER OLIVER WYMAN (2004), Cross-border mergers in retail banking. Keeping your options open, juin.
- MÖRTINNEN L, POLONI P, SANDARS P, VESALA J (2005), Analysing banking sector conditions, How to use macroprudential indicators, ECB Occasional paper series, 26, April.
- OOSTERLOO S, De HAAN J (2005), The Role of Central Banks in foresting financial Stability, In the *Handbook of Central banking and financial authorities in Europe*, ed Donato Masciandaro, Edward Elgar, pp 25 -66
- PASTRE O, PONTBRIAND De G (2005), Les restructurations de l'industrie bancaire européenne : enjeux et perspectives, *Revue d'économie financière*, 78, Mars, pp9-18
- PUJALS G (2005), L'Europe bancaire en mouvement ... !, *Revue d'Economie Financière*, 78, Mars, pp19-46
- SCHINASI G (2004), « Les banques centrales doivent-elles veiller à la stabilité des marchés financiers », *Bulletin du FMI*, 9 février, pp 26-29
- SCHOENMAKER D (2005), Central banks and financial authorities in Europe: What Prospects? In the *Handbook of Central*

banking and financial authorities in Europe, ed Donato Masciandaro, Edward elgar, pp396-454.

SCHOENMAKER D, OOSTERLOO S (2005), Cross-Border Issues in European Financial Supervision, February, forthcoming in *The Structure of financial regulation*, eds D Mayes et G Wood.

THYGESEN N (2003), Comments on the political economy of financial harmonisation in Europe, in Kremers, Schoenmaker, Wierts eds, *Financial supervision in Europe*, Cheltenham, Edward Elgar.

TORDJMAN D (2006), Prévention du risqué de système en Europe, Une analyse critique du cadre prudentiel, Thèse de doctorat, Université de Pau ;

WYMEERSCH E (2005), The future of financial regulation and supervision in Europe, Ghent University, faculty of Law, May;