

Intervention au Collège d'Europe

## **Sortir de la crise financière mondiale : quelle stratégie nationale et européenne**

4 mars 2010

Monsieur le Recteur,  
Messieurs et Mesdames les Professeurs,  
Mesdames, Messieurs

Je vous remercie de me donner l'opportunité de partager avec vous certaines idées concernant les stratégies nationales et européennes qui nous permettront de sortir de la crise financière. Il est en effet indispensable que les gouvernements européens trouvent une réponse stratégique, cohérente et coordonnée afin d'assurer une relance rapide et d'augmenter la croissance structurelle de l'Union européenne.

Moins d'un an après le début de la crise financière qui a frappé l'Union européenne, la situation économique et sociale, et tout particulièrement la situation sur le marché de l'emploi, impose de prendre les dispositions nécessaires pour éviter de nouvelles dérives du secteur bancaire, soutenir la relance, créer de nouveaux emplois et restaurer l'équilibre des finances publiques.

Cette croissance structurelle devra être plus forte, plus verte et équitable. Cela passera notamment par un approfondissement du marché unique, par l'incitation à l'innovation et à la recherche (privée et publique), par un soutien accru aux entrepreneurs et à tous ceux qui créent, par leur travail, de l'activité. J'y reviendrai largement.

Laissez-moi, tout d'abord, commencer par les réponses nationales et européennes à la crise financière. Ensuite, j'aborderai quelques questions de politiques économiques européennes. Enfin, j'aborderai succinctement les principaux défis de demain.

Voici un peu plus d'un an, l'économie mondiale était confrontée à un tsunami financier d'une rare intensité en provenance des Etats-Unis. Les coûts de cette crise financière pour nos économies ont été et continuent à être particulièrement élevé, trop élevé pour que quiconque puisse accepter la possibilité d'un retour dans le futur. Le catalyseur qu'a été la gestion catastrophique des *subprimes* aux Etats-Unis (et qui a déjà été largement commenté, je n'y reviendrai donc pas) ne doit pas cacher les facteurs macroéconomiques et microéconomiques qui ont offert un terreau fertile à la crise financière.

Les causes de la crise financière sont multiples : la politique monétaire a été trop accommodante pendant trop longtemps (la FED offrait des taux de moins de 2% entre 2001 et 2004 et les a remonté en seulement trois ans de 1% à 5.25% !) , les déséquilibres macroéconomiques avaient atteints des niveaux difficilement supportables (je pense notamment aux déficits commercial et public des Etats-Unis et au surplus commercial asiatique), l'augmentation de l'asymétrie des politiques de rémunération des *traders* (« pile je gagne, face je ne perds pas ») encourageait une politique de risque à court terme et la sophistication croissante des instruments financiers (notamment les *asset backed securities* (ABS) ou les *collateralised debt obligations* (CDOs)) entraînaient (et ce tout particulièrement concernant le risque de liquidité), une sous-estimation du risque.

Les régulateurs étaient nationaux alors que les risques étaient transnationaux. Les régulateurs étaient nationaux alors que les entreprises qu'elles contrôlaient étaient internationales. Les régulateurs sous-estimaient également les chocs extrêmes dans les *stress tests* et sous estimaient le risque de liquidité. Le manque de concurrence dans le secteur des agences de notation et la procyclicité des normes comptables ont également posé problème.

Permettez-moi, avant d'aborder avec vous les réponses qui ont été apportées au niveau national et européen, de vous faire part d'une petite réflexion préliminaire. Il existe une nation qui est totalement préservée de la crise financière : c'est la Corée du Nord ! En effet, elle ne participe plus au commerce mondial depuis un demi-siècle. Dans le même temps, la Corée du Sud s'est ouverte au monde, a fait profiter des avantages du commerce international à ses citoyens et aux citoyens du monde mais a été frappé par la crise financière. Entre ces deux options, il est indispensable de ne pas choisir celle du repli sur soi et de l'autarcie sociale, économique et politique.

Cela n'empêche en rien la nécessité d'améliorer le cadre prudentiel et réglementaire du secteur financier. J'estime, à l'instar du rapport de Larosière, que les autorités monétaires, les autorités de contrôle, les autorités politiques et les institutions financières doivent tout faire à l'avenir pour réduire les risques systémiques de voir pareille situation se reproduire. Mais il faut être très clair : cela ne veut pas dire que toutes les crises pourront dorénavant être évitées. Il n'y a pas de monde sans risque. Nous devons par contre définir le niveau de risque que nous sommes prêts à accepter collectivement. Nous devons également mettre en œuvre les mécanismes de prévention nécessaire afin d'éviter que les risques ne se réalisent.

## Qu'a t'on fait ? Que doit-on faire ?

Tout d'abord, il s'agit d'assurer la mise en place effective d'autorités européennes de surveillance microprudentielles et macroprudentielles des institutions financières.

Au niveau macroprudentiel, les Ministres des Finances de l'Union européenne ont mis en place le comité européen du risque systémique. Ce comité procédera à la surveillance et à l'évaluation des menaces potentielles pour la stabilité financière. Il devra également faire, à intervalle régulier, rapport de son analyse du risque au Conseil affaires économiques et financières (ECOFIN).

Au niveau microprudentiel, les Ministres des Finances de l'Union ont mis en place une autorité bancaire européenne, une autorité des assurances et fonds de pensions et une autorité des marchés financiers (on parle couramment des ESA). Ce sera d'ailleurs à la présidence belge de l'Union européenne au second semestre 2010 d'assurer la mise en œuvre effective de ces trois autorités de surveillance européennes. Nous en ferons une priorité.

Entre autres, ces autorités seront chargées :

- d'élaborer des normes techniques ayant force de loi au sein de l'Union européenne ;
- d'identifier et corriger les cas d'application incorrecte du droit communautaire par une autorité de surveillance nationale;
- d'imposer aux autorités nationales compétentes de prendre des mesures correctives en cas de situation d'urgence transfrontalière ;
- ou encore de favoriser la coopération internationale et les échanges de bonne pratique entre les autorités de contrôles nationales.

Le deuxième grand chantier est sectoriel. Il vise à éliminer les incitations aux arbitrages réglementaires et prudentiels qui ont été créés par des réglementations nationales trop complexes ou, en tout cas, mal inspirés. Cela passe par une simplification et une harmonisation des règles comptables et prudentielles au niveau de l'Union européenne. Seul un approfondissement du marché unique permettra cette harmonisation des règles du jeu afin de garantir un « *level playing field* » pour l'ensemble des acteurs européens (« *same business, same rules* »). Cela passera également par une réglementation des Hedge funds et des fonds alternatifs, par une augmentation des fonds propres des banques et par une révision des normes comptables via, par exemple, la mise en place de provisionnement dynamique.

En outre, il faut veiller à un encadrement accru des produits financiers qui permettent de spéculer de façon outrancière comme certains dérivés. Je pense tout particulièrement au *credit default swaps* (CDS) qui permettent aux opérateurs financiers de s'assurer contre la cessation de paiement d'un créancier sans pour autant en être soi-même créancier. Dit très simplement, cela signifie qu'on s'assure contre un risque que l'on ne court pas !

Cependant, il est essentiel de trouver le bon compromis entre les avantages de l'innovation financière et l'instabilité liée à celle-ci. Je ne suis donc pas favorable à des interdictions mais il est indispensable de fixer des limites à l'usage de ces produits dérivés, notamment quand ils deviennent dangereux pour la stabilité financière de l'Union européenne. Dans ce cadre, je peux également dire qu'une des priorités de la Présidence belge sera d'améliorer la transparence sur les marchés en créant des chambres de compensation pour les produits dérivés.

A ce sujet, je voudrais prendre deux exemples de réglementations menées par les Ministres des Finances européens qui ont été peu commentés:

- l'adoption de la directive CRD III permet de renforcer la traçabilité des produits financiers en imposant un *ratio* de fonds propres plus élevé en cas de retitrisations et prévoit des obligations d'information en matière d'exposition à des produits complexes plus importantes. Les banques pourront ainsi toujours retitriser dans le cadre de leur politique de gestion du risque mais devront mieux tenir compte des risques que représente l'investissement dans ces produits financiers et en assurer une meilleure transparence pour l'ensemble des *stakeholders*. Dans la même optique, je voudrais faire référence aux interdictions nationales de *short selling* en période de crise par notamment la Belgique alors que le *short selling* peut avoir une utilité économique en période normale.
- La directive Solvency 2, lancée avant la crise mais adoptée le 6 mai 2009 par l'Ecofin, harmonise l'ensemble des règles prudentielles au niveau du secteur de l'assurance. Cela mettra fin à la possibilité d'arbitrages prudeniels tout en offrant un contrôle efficace des institutions transnationales. Ce sera à la fois plus de contrôle mais surtout un contrôle plus intelligent. En effet, « Solvabilité 2 » offre un cadre prudentiel harmonisé, simple et innovant et un calibrage des fonds propres en fonction des risques véritablement pris par la société d'assurance. De plus, le contrôle sera à la fois quantitatif<sup>1</sup> mais également qualitatif (il faut comprendre le risque avant de vouloir le quantifier !).

---

<sup>1</sup> Sur base de la value-at-risk, la probabilité de faillite à 1 an devra être inférieure à 99,5%.

Le débat sur les bonus des traders occupe à intervalles réguliers le centre du débat public. La controverse porte principalement sur les montants des primes en ignorant le problème lié à leur structure qui est pourtant la source des risques systémiques. Il est indispensable de mettre en place une politique de rémunération adaptée, la plus symétrique possible, inscrite dans une perspective de long terme et en accord avec les intérêts de l'institution financière. La situation du « pile je gagne, face je ne perds pas » était porteur de risque systémique trop important et n'était, ni économiquement ni socialement, souhaitable.

Dorénavant, les rémunérations des traders et d'autres catégories du personnel du secteur financier devront :

- être fixées dans un cadre pluriannuel avec un paiement obligatoirement réparti sur plusieurs années :
- au moins 1/3 de la fraction de la prime différée devra être versé en titres qui devront être conservés plusieurs années ;
- être versées uniquement lorsque les résultats sont favorables (pas de versement automatique des primes).

Comme vous pouvez le constater, l'Union européenne, par l'entremise de ses Ministres des Finances et, plus encore depuis Lisbonne, via le Parlement européen, est très active dans le domaine des marchés financiers. Mais les Etats membres peuvent également avoir un rôle clé à jouer.

Tout d'abord, c'est les Etats de l'Union européenne qui doivent intervenir en cas de défaillance d'une institution financière. La responsabilité budgétaire et économique reste nationale alors que le contrôle deviendra de plus en plus international, ce qui pourrait poser à terme des difficultés. .

Ensuite, le Ministre des Finances de la Belgique, Didier Reynders a introduit une contribution du secteur financier qui correspond à la prime de garantie sur les dépôts et les montants versés dans le cadre de la branche 21. La branche 21 reprend les assurances sur la vie comprenant un intérêt annuel garanti.

L'introduction de cette prime de garantie (de 15 points de base !) repose sur le double constat selon lequel les Etats sont *de facto* devenus les garants de dernier ressort des institutions financières et que l'appel aux mécanismes antérieurs de garantie s'est révélé extrêmement limité malgré la crise. L'Etat est devenu l'assureur de dernier secours des établissements financiers systémiques !

Par cette mesure, la Belgique a été le premier pays de l'Union européenne à imposer une contribution récurrente et significative du secteur financier dans la foulée de la crise financière. La Présidence belge réfléchira avec ses partenaires européens à la mise en place de cette contribution au niveau européen et ce, en tenant mieux en compte du profil de risque de chaque institution.

La procyclicité des normes comptables et le manque de fonds propres ont été présentés à raison comme facteurs aggravants de la crise. Il faudra progressivement renforcer les fonds propres nécessaires pour les instruments les plus risqués et mettre en place une obligation de fonds propres anticycliques (provisionnement dynamique). Les normes prudentielles et comptables devront être adaptées, sans abandonner la logique de la *fair value* en conjoncture normale, pour qu'une évaluation réaliste des actifs soit faite, notamment en *mark to model*, afin de les rendre moins volatiles en période de crises.

A terme, il faudra que les banques se reconcentrent sur leur métier de base (une réflexion sur les « *Vocklers rules* » est utile), c'est-à-dire assurer le financement de l'économie en prenant un risque raisonnable, et que la taille de celles-ci diminuent. L'action de la Commissaire européenne Neelie Kroes dans le domaine est à saluer. Dans un système libéral, la faillite permet de sanctionner les mauvaises pratiques. Que se passe-t-il quand la faillite n'est plus une option, quand les banques deviennent « too big too fail » ? C'est pour cela que le Ministre des Finances a proposé cette prime d'assurance pour les institutions financières.

Je voudrais maintenant aborder avec vous la gouvernance économique au niveau européen et la situation des finances publiques des Etats membres de l'Union européenne.

La situation des finances publiques des Etats membres de l'Union européenne fait régulièrement la une de l'actualité depuis plusieurs semaines. Cette situation est réellement préoccupante. Sans assainissement des finances publiques,

- nous ne parviendrons pas à prendre en charge l'augmentation du coût du vieillissement et à maintenir l'équité entre les générations.
- nous ne pourrons pas maintenir notre rang au sein d'un monde de plus en plus globalisé et compétitif.
- nos charges d'intérêts vont augmenter sous l'effet conjoint de l'effet boule de neige et de l'augmentation du taux implicite d'endettement dû à la méfiance du marché.
- notre taux d'épargne privé continuera à augmenter sous l'effet *Ricardo*, ce qui risque de freiner la relance économique à plus long terme.

Au niveau de la zone euro, la gouvernance s'exerce dans trois grands domaines. Tout d'abord dans le champ monétaire via l'eurosystème (BCE + banques nationales) .Il a été créé pour ancrer durablement la guidance des décisions économiques et pour maintenir, comme le spécifie le Traité de Lisbonne, un des éléments central d'une économie, la stabilité des prix.

Je voudrais vous soumettre plusieurs réflexions concernant l'euro.

L'évolution du taux de change euro/dollar a donné lieu a beaucoup de commentaires, tantôt en raison de la faiblesse présumée de la monnaie européenne (principalement durant les années qui ont suivi son lancement), tantôt en raison du danger que ferait courir, pour la compétitivité des entreprises de la zone euro à l'exportation, un euro trop fort (les critiques viennent principalement de la France). Je pense qu'il faut garder la tête froide et relativiser l'impact d'un euro fort ou d'un euro faible. Il faut juger l'euro à l'aune de sa valeur réelle pour les citoyens européens, illustrée par son pouvoir d'achat : un euro fort signifie plus de pouvoir d'achat pour les habitants de la zone euro. Aux Etats-Unis, on accueille avec une certaine incompréhension, le fait de s'interroger sur la valeur du dollar. Pour les citoyens américains, « one dollar is one dollar ». Pourquoi ne pas dès lors considérer que « one euro is one euro »?

L'euro a également mis fin aux crises de change et aux successives dévaluations, dites « compétitives », des monnaies. Dans un monde à taux de change variable et avec une Banque centrale européenne indépendante, l'ajustement ne peut plus se faire par dévaluation compétitive et rend nécessaire le recours à des réformes structurelles, par définition plus difficiles à mettre en place mais aussi plus durables, pour effectuer les ajustements économiques. Cela n'empêche pas que la spéculation outrancière via les CDS (Credit Default Swap) doit être combattue.

Il est intéressant de se demander ce qu'il se serait passé sans l'euro ? Il y aurait très probablement eu des attaques spéculatives très dommageables pour l'économie de ce pays sans aucune comparaison possible avec la situation actuelle en termes d'emplois ou de pérennité du système de sécurité sociale à moyen terme. Le cas de l'Islande ne doit pas être oublié.

L'Union européenne exerce également sa compétence au niveau budgétaire comme on a pu le voir dans le cas de la Grèce. Outre la gestion du budget de l'Union européenne (de l'ordre de 1% du PIB européen), les Etats membres, par une surveillance accrue (dans le cas de la Grèce, on peut parler d'une véritable mise sous tutelle), assure un contrôle *ex-post* des budgets des Etats membres. Au vu de la crise budgétaire de certains états membres, une réforme du pacte de stabilité sera sans doute nécessaire afin de prévoir une véritable concertation budgétaire *ex-ante* sans abandonner les avantages du système de *Peer Pressure*

instauré par le Pacte de stabilité et de croissance. La Grèce doit assumer les conséquences de ces politiques mais il faut être très clair : nous ne la laisserons pas tomber.

Dans les prochains mois, il faudra que les Ministres des Finances européens:

- garantissent une approche cohérente et coordonnée des plans de relance en vue de créer les conditions d'une croissance vigoureuse et soutenue ;
- éliminent les distorsions de concurrence qui existent encore en garantissant des conditions de concurrence adéquates et effectives ;
- et, sur base de l'évolution de la conjoncture économique, mettent en œuvre des stratégies de sortie progressives et coordonnées qui garantiront une cohérence entre la nécessité de soutenir la reprise et les exigences en matière de viabilité des finances publiques.

Je pense aussi qu'une indépendance accrue de l'office européen de statistiques, Eurostat, de l'influence des grands états est nécessaire. Il faut à la fois doter Eurostat du pouvoir d'enquêter pour mieux déceler les irrégularités comptables (cf. la Grèce) et le rendre plus indépendant.

L'Union européenne a également un rôle moteur à jouer dans le champ structurel. La stratégie de Lisbonne avait comme rôle essentiel d'accroître le potentiel de croissance de l'économie européenne et la création d'emploi de qualité afin de maintenir et préserver le modèle social européen. Ces objectifs doivent être maintenus dans la nouvelle Stratégie « UE2020 » tout en veillant à la mise en place d'une économie plus verte et plus innovante. Les Etats membres de l'Union européenne doivent accepter de se remettre en question et de jouer le jeu de la future nouvelle Stratégie « UE 2020 » en décloisonnant l'économie, en faisant les réformes structurelles indispensables et en jouant sur ses avantages comparatifs : la formation, la recherche et le développement, des PME dynamiques et innovantes, l'économie verte, les secteurs à haute valeur ajoutée, les nanotechnologies,... La mise en œuvre de la nouvelle Stratégie « UE 2020 » sera l'occasion de fixer les grandes orientations de politiques économiques de l'Union européenne en tenant compte des nouveaux défis qui se présentent à elle : mondialisation, changement climatique vieillissement démographique. La méthode devra également être repensée, notamment en matière de gouvernance et d'*ownership*, afin de permettre à la Stratégie d'atteindre ses objectifs. Ce programme, à l'horizon 2020, devra être ambitieux.

L'objectif de toute politique économique doit être une augmentation de la croissance structurelle créatrice d'emploi et soutenable socialement et écologiquement. C'est dans ce sens que l'action politique doit être menée et cela passe notamment par une libéralisation équilibrée et juste des échanges dans le cadre du

cycle de Doha, par un investissement dans la recherche, par un soutien à l'innovation, par une croissance faible en carbone et pas une amélioration continue et structurelle de la compétitivité de notre économie.

Certains commentateurs de l'activité économique soulignent qu'une gouvernance économique de la zone euro n'est pas possible car les divergences économiques seraient trop importantes, par exemple, entre l'Allemagne et le Portugal. Ces divergences économiques existent mais il faut les relativiser. Elles existent également au sein de grand pays comme les Etats-Unis mais aussi au sein d'un pays comme la Belgique ou même au sein de la Wallonie (les problèmes du Brabant Wallon ne sont pas les mêmes que ceux du Hainaut). Ces divergences économiques s'expliquent aussi par des effets de rattrapage. C'est également, je le pense, le cas pour la zone euro.

J'ai abordé avec vous succinctement les compétences en termes de marchés financiers, les compétences monétaires, les compétences budgétaires et les compétences plus structurelles européennes. Attention, je ne voudrais pas vous faire croire que l'Union européenne est seule aux manettes dans le cadre de la gouvernance économique de l'Europe. Les Etats membres conservent de très larges prérogatives en matière de politique économique.

En Belgique, je voudrais vous faire part de deux bilans et projets du Gouvernement fédéral : la mise en place d'un « green tax shift » de grande ampleur et de la mise en œuvre du système des intérêts notionnels.

La politique économique de la Belgique se veut ouverte sur le monde, attractive pour les investisseurs et pour les travailleurs, prête à favoriser une croissance économique forte et empreinte de responsabilités pour les générations futures.

Je pense que la fiscalité peut et doit jouer un rôle majeur en termes d'incitant aux agents économiques. Il paraît ainsi souhaitable d'opérer un glissement à grand échelle de la fiscalité du travail vers d'autres assiettes portant sur les comportements nuisibles pour l'environnement. C'est d'une véritable « green tax shift » de grande ampleur que l'Europe a besoin pour augmenter sa croissance structurelle et pour la rendre plus sobre en CO2. Contrairement à ce que certains voudraient, ce glissement doit être, au minimum, neutre fiscalement pour les citoyens et pour les entreprises.

Comme vous le savez peut-être, le Gouvernement belge a mis en place une mesure novatrice permettant à toutes les sociétés soumises à l'impôt des sociétés de déduire de leur revenu imposable un intérêt fictif calculé sur leurs fonds propres. Ce mécanisme, les intérêts notionnels, rend la fiscalité belge attrayante

pour les investisseurs étrangers en permettant une réduction générale du taux d'imposition effectif de l'impôt des sociétés, en renforçant la solidité financière des sociétés belges et des succursales et en incitant de manière permanente l'attribution des activités telles que le financement au sein d'un groupe, les achats ou le factoring à l'entité belge d'un groupe international.

### Les grands défis de demain

La crise financière et économique que nous connaissons actuellement n'est pas le seul défi important à relever. D'autres défis s'imposent à nous, vous les connaissez évidemment :

-Le nécessaire redressement des finances publiques qui implique la nécessité d'une gestion saine, efficiente et responsable du budget de l'Etat. Ceci va se conjuguer à l'impact du vieillissement, largement commenté mais encore trop souvent sous-estimé.

-Le passage vers une économie de la connaissance où l'innovation : l'investissement dans le capital humain et la recherche occuperont la place centrale. Notre principale richesse, c'est notre capital humain! Je tiens à souligner que la concurrence des pays émergents dans ce domaine croît chaque année un peu plus.

-Le défi vert : la Belgique s'est engagée à limiter ses émissions de gaz à effet de serre dans le cadre du processus de Kyoto. Suite aux résultats décevants du Sommet de Copenhague, j'espère qu'un accord plus ambitieux pourra être trouvé lors de la prochaine réunion à Cancun prévue pour le mois de novembre. Cet accord devra être négocié avec toutes les parties prenantes dont les entreprises, afin de ne pas mettre à mal leurs compétitivités dans le cadre d'une croissance verte plus sobre en carbone. C'est possible. La théorie économique arrive bien à la conclusion qu'il faut internaliser les coûts externes, pourquoi ne pas le faire dans le cadre d'un « green tax shift » ?

Les défis auxquels nous sommes confrontés dépassent les frontières et nous concernent tous. Ces défis sont mondiaux et les réponses sont mondiales. Mais c'est à nous d'agir car nous sommes tous devenus des acteurs mondiaux. Rappelons-nous que c'est par la coopération européenne que Jean Monnet et Robert Schuman sont parvenus à réaliser l'intégration européenne. Ce n'est que par des actions concrètes et ambitieuses, que nous réussirons à répondre aux défis qui se présentent à nous.

Vous le constatez, cette crise aux causes multiples a des effets dans de très nombreux domaines et ne doit pas nous empêcher de songer aux meilleurs moyens de relancer la croissance économique durable à travers le monde. Pour ce faire, il faudra pouvoir intégrer nos réflexions sur la sortie de crise, la lutte contre le changement climatique et la promotion d'un commerce mondial ouvert, harmonisé et équitable.

Permettez-moi de terminer par une citation de Charles Darwin qui, si j'ai bien compris, porte le nom de votre promotion : « les espèces qui survivent ne sont pas les espèces les plus fortes, ni les plus intelligentes, mais celles qui s'adaptent le mieux aux changements. ». Le monde change autour de nous : les distances sont de plus en plus courtes, l'innovation est plus rapide et le temps a l'impression de s'accélérer. Les citoyens, les entreprises et les Etats membres de l'Union européenne doivent s'adapter, non pas en ayant une vision anxiogène de l'avenir, mais, avec force et vigueur, pour un monde meilleur pour tous.