

LIQUIDITÉ, AJUSTEMENT DES CADRES OPÉRATIONNELS ET ORIENTATION DES POLITIQUES PUBLIQUES

**Par Yves Mersch,
Président de la Banque centrale du Luxembourg**

*16^e réunion des Gouverneurs des Banques centrales des pays francophones
organisée à Nice du 13 au 15 mai 2009*

Mesdames, Messieurs, chers collègues,

C'est un grand plaisir pour moi que d'être à cette 16^{ème} réunion des Gouverneurs des banques centrales des pays francophones. Je tiens à ce propos à remercier la Banque de France pour son accueil et son organisation, et je me réjouis d'avoir à partager avec vous ces quelques réflexions sur la crise financière actuelle.

Mon intervention s'effectuera en trois temps. J'aborderai tout d'abord les mécanismes de contagion par la liquidité de la crise des *subprime*, pour présenter ensuite les changements du cadre opérationnel effectués par l'Eurosystème dans sa politique de gestion de la liquidité. Enfin, je terminerai par une discussion des réponses apportées par les pouvoirs publics au niveau de la solvabilité du système bancaire ainsi que des réformes récemment envisagées du point de vue de la réglementation et de la supervision financière.

(1) Les mécanismes de contagion par la liquidité de la crise des subprime

Les pertes enregistrées à travers l'augmentation du taux de défaut sur les crédits hypothécaires à risque ont été relativement faibles en comparaison avec la taille du système financier américain. Ce choc initial d'une ampleur limitée a cependant entraîné une crise de liquidité sans précédent sous l'effet de mécanismes de contagion financière. Alors que l'abondance de liquidité dominait les débats avant la crise, l'assèchement soudain de la liquidité sur le marché des produits structurés a remis en cause le nouveau mode de fonctionnement des banques, ce qui a eu pour effet d'affecter le cœur du système financier : le marché interbancaire.

Dans le cadre du modèle *d'initiation puis de distribution*, les banques sortent les crédits de leurs bilans en les vendant à un véhicule spécifique (SPV) qui les assemblent en produits structurés (ABS, CDO...) pour les revendre sur le marché. La titrisation permet donc aux banques d'accroître leur source de refinancement, en rendant liquides les actifs illiquides détenus à leur bilan, tout en transférant le risque de crédit aux investisseurs financiers par le biais d'une entité juridique *ad-hoc*. Ce montage financier

complexe, qui permet aux banques de s'approvisionner en liquidité, tout en satisfaisant dans le même temps l'appétit au risque des investisseurs, s'est avéré fortement sensible au retournement de la bulle immobilière aux Etats-Unis.

De manière générale, le modèle *d'initiation puis de distribution* a accentué la dépendance des banques envers la liquidité de marché, ce qui a de ce fait augmenté leur exposition au risque de liquidité, et ce d'autant plus que ce mode de refinancement reposait sur des actifs qui étaient pour la plupart dépourvus de marché secondaire et dont la valorisation reposait sur l'utilisation de modèles mathématiques. La titrisation a certes permis de renforcer la liquidité des créances sous-jacentes en les transformant en titres négociables, mais le financement des opérateurs engagés dans le processus de titrisation dépendait de façon cruciale du maintien permanent de la liquidité de marché. De fait, la fragilité financière de ce modèle a été masquée par l'abondance de liquidités qui prévalait avant le déclenchement de la crise.

Les banques ont en effet créé des véhicules hors bilan de manière à accroître le rendement d'un investissement à long terme en le faisant financer à court terme sur les marchés financiers. Les conduits d'ABCP et les SIV, qui entrent dans cette catégorie, détiennent des produits structurés et émettent des billets de trésorerie adossés à des actifs (ABCP) pour refinancer leurs titres illiquides de long terme (en l'occurrence des produits structurés). Les SPV jouent donc un rôle similaire à celui des banques en empruntant à très court terme et en finançant des produits à long terme fortement rémunérés, à la différence près que ces organismes ne disposent d'aucun capital pour absorber les chocs (ces entités se situaient *de facto* hors du champ de la réglementation et de la supervision), leur activité de refinancement sur le marché des ABCP étant adossée aux lignes de crédits octroyées par les banques qui les ont mis en place.

La viabilité des conduits d'émission et des véhicules d'investissement structurés, qui tirent profit, dans leur activité de transformation, des écarts de rendement entre les échéances, repose donc, dans ces conditions, sur l'hypothèse d'une liquidité continue, i.e. d'une reconduction permanente de son placement par l'investisseur. Or, lorsque l'augmentation du taux de défaut sur le marché des *subprime* aux Etats-Unis a engendré une dégradation des fondamentaux sur les produits de finance structurée, la complexité et l'opacité de ces titres ainsi que l'absence, dans de nombreux cas, d'un prix de marché pour ces instruments se sont traduits par des difficultés de valorisation. L'incertitude relative à la qualité de ces produits s'est alors traduite par un assèchement de la liquidité sur les marchés de produits structurés (notamment sur le marché des RMBS) et un refus des investisseurs de renouveler leur position sur le marché des ABCP, ce qui a engendré des problèmes de refinancement pour les SPV. Les structures hors bilan ont ainsi été dans l'obligation de se procurer de la liquidité pour les rembourser, soit en puisant dans les lignes de crédit octroyées par les banques (cas des ABCP) soit en liquidant une partie de leurs actifs ce qui, le plus souvent, s'est traduit par une réintégration des encours dans le bilan des banques (cas des SIV).

La complexité et l'opacité des produits structurés ont alors engendré une réticence des banques à participer à des opérations interbancaires. Ces dernières ont en effet adopté un comportement de rétention de la liquidité à la fois en raison des incertitudes relatives au risque de contrepartie, mais également parce qu'elles n'étaient pas certaines de leur

propre exposition à travers les véhicules hors-bilan, que ce soit sur les créances titrisées ou en cours de titrisation qu'il a fallu réintégrer dans les bilans ou sur les produits de finance structurée détenus à l'actifs de ces véhicules. Ce faisant, la liquidité sur le marché interbancaire (non sécurisé) s'est asséchée et l'augmentation des primes de risque sur le marché monétaire a amené les banques centrales à intervenir pour endiguer les mécanismes de contagion de la crise financière.

La complexité et l'opacité des produits de finance structurée et la dépendance accrue des banques envers la liquidité de marché se sont alors traduites par la mise en place d'une spirale auto-entretenu de reflux de la liquidité au sein du système financier. Ce phénomène de contagion a par ailleurs été aggravé par la comptabilisation des actifs à la valeur de marché et par la réduction du levier d'endettement, ce dernier mécanisme étant par ailleurs d'autant plus important que la croissance du crédit dans la phase euphorique du cycle avait été favorisée par la sous-évaluation du risque de crédit par les banques inhérente au transfert de créances dans les structures hors-bilan. Cette situation, qui s'est fortement dégradée en septembre 2008 lorsque la faillite de Lehmann Brothers a entraîné une crise de confiance profonde dans la solvabilité des institutions financières, a ainsi débouché sur une crise de liquidité sans précédent puisque les banques et autres établissements financiers ont refusé de se prêter mutuellement de l'argent. Les banques centrales ont alors été amenées à réagir en modifiant leur cadre opérationnel ainsi que l'orientation de leur politique monétaire, tandis que de nombreuses institutions financières ont fait l'objet d'un sauvetage de la part des gouvernements nationaux. Dans le même temps, cette crise a engendré des réflexions concernant la mise en place d'une réforme de la réglementation et de la supervision financière.

(2) Les modifications du cadre opérationnel effectuées par l'Eurosystème dans sa politique de gestion de la liquidité

Au fur et à mesure des développements de la crise, l'Eurosystème a effectué plusieurs modifications de son cadre opérationnel de manière à atténuer les tensions sur le marché monétaire de l'euro, i.e. gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire interbancaire dans la perspective, dans un premier temps, de piloter les taux d'intérêt à très court terme vers un niveau proche du taux de soumission nominal pour les opérations principales de refinancement. Des montants extraordinaires de liquidités ont notamment été injectés à partir du mois d'août 2007 à travers la combinaison d'opérations d'*open market* de court terme et de long terme, ainsi que par le biais d'actions coordonnées au niveau international en termes d'accords de *swaps* de devises. Cette politique activiste de gestion de la liquidité, basée sur une préalimentation des réserves en début de période, a ensuite cédé la place, dans un second temps, à l'introduction temporaire d'une procédure de refinancement illimité à taux fixe à partir du mois d'octobre 2008. Cet aggiornamento de notre cadre opérationnel s'est avéré nécessaire pour endiguer les mécanismes de contagion de la crise financière suscités par la faillite de la banque d'investissement Lehmann Brothers.

Le crédit bancaire représente plus de 70% des sources de financement externe du secteur privé dans la zone euro. L'Eurosystème a en conséquence privilégié le système bancaire comme canal de transmission de sa politique monétaire. C'est pour cette

raison que les mesures non conventionnelles prises par l'Eurosystème au cours de ces derniers mois ont été qualifiées de *politique de soutien renforcé au crédit*.

Dans l'ensemble, les modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire, qui visent à assouplir les conditions d'accès à la liquidité des contreparties de l'Eurosystème, peuvent être regroupées en sept catégories.

- La politique de préalimentation : Après l'apparition des turbulences financières, les établissements de crédit ont préféré satisfaire leurs obligations de réserve relativement tôt au cours de la période de constitution en raison de signes laissant présager une contraction des transactions sur les compartiments à plus long terme du marché monétaire. Dans ces circonstances, l'Eurosystème a effectué une préalimentation des liquidités au début de la période de constitution des réserves suivie par une réduction de l'offre de liquidités de manière à laisser inchangée l'offre totale sur l'ensemble de la période. L'Eurosystème a régulièrement alloué des montants nettement supérieurs au montant de référence lors des opérations principales de refinancement, pour mener par la suite des opérations de réglage fin dès que de fortes pressions à la baisse commençaient à apparaître sur le taux d'intérêt au jour le jour. Cette politique a été appliquée jusqu'au 8 octobre 2008, date à partir de laquelle le Conseil des gouverneurs a annoncé que les opérations principales de refinancement seraient désormais effectuées par le biais d'une procédure d'appels d'offre à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

- Les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires : Les tensions sur le marché monétaire ont été observées, non seulement sur le compartiment à court terme, mais également sur celui à plus long terme, où un volume de transactions très faible a été signalé. Afin de favoriser une normalisation des conditions, l'Eurosystème a introduit, dès le mois d'août 2007, des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires qui ont été graduellement étendues au cours de l'année 2008. Ces mesures, qui se sont soldées par la conduite de quatre opérations de refinancement à plus long terme dans le cadre de chaque période de constitution (une pour la durée de la période, deux avec une maturité de trois mois, et une avec une maturité de six mois) ont eu pour effet d'augmenter l'échéance moyenne des opérations de refinancement de l'Eurosystème. A la fin de l'année 2008, les opérations de refinancement à plus long terme représentaient en effet près des $\frac{3}{4}$ des montants alloués par l'Eurosystème à ses contreparties. Depuis la décision du 15 octobre 2008, les opérations de refinancement à plus long terme ont également été effectuées par le biais d'une procédure d'appels d'offre à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Ce dispositif a de nouveau été élargi lors de la décision du 7 mai 2009 puisque des opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance d'un an seront également effectuées au cours de l'année 2009 (en juin, en septembre et en décembre). Ces opérations se dérouleront sous la forme d'appels d'offre à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de la première opération, qui sera annoncé le 23 juin 2009, sera le même que celui appliqué à cette date aux opérations principales de refinancement. Par la suite, le taux des appels d'offre pourra inclure une prime par rapport aux opérations principales de refinancement, en fonction de la situation du moment.

- La procédure de refinancement illimité à taux fixe : Suite à l'exacerbation des tensions sur l'ensemble des segments du marché monétaire après la faillite de Lehmann Brothers au mois de septembre 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé, à partir du mois d'octobre 2008, de mettre en place une procédure de refinancement illimité à taux fixe pour l'ensemble des opérations d'*open market*, avec des échéances allant d'une semaine à douze mois. Cette mesure, qui restera en vigueur aussi longtemps que nécessaire, en tout cas au-delà de la fin de l'année 2009, a permis d'apaiser les tensions sur le marché monétaire ; les incertitudes relatives à l'approvisionnement en monnaie centrale avaient en effet conduit les contreparties de la politique monétaire à surenchérir trop fortement dans le cadre des procédures d'appels d'offre à taux variable. L'accroissement de la demande de refinancement des banques qui en a découlé s'est par ailleurs traduit par l'apparition d'un excédent de liquidité qui a été principalement réabsorbé par le biais du recours à la facilité de dépôt, ce qui a eu pour conséquence de maintenir l'EONIA en dessous du taux fixé pour les opérations principales de refinancement. Cette différence entre le taux au jour le jour et le taux directeur de la BCE s'est par la suite accentuée à partir du mois de janvier 2009, lorsque le Conseil des gouverneurs a décidé de ramener le corridor constitué par le taux des facilités permanentes à son niveau précédent de 200 points de base, alors que ce dernier avait été abaissé à 100 points de base au mois d'octobre. Ainsi, les taux de l'EURIBOR à 6 mois et à un an, qui jouent un rôle essentiel au niveau des mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la zone euro, se situent actuellement à des niveaux plus faibles que les taux appliqués sur les contrats libellés en dollars US et en livres sterling pour des maturités identiques.

- Les opérations de swaps en devises : Depuis décembre 2007, la BCE et la Réserve fédérale américaine ont mis en place un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) dans le cadre du programme TAF. Grâce à cet accord, l'Eurosystème a été en mesure de prêter de la liquidité en dollars aux banques de la zone euro en échange de garanties éligibles à ses opérations de crédit. Depuis le lancement de ce dispositif, la fréquence, le volume et la maturité de ces opérations de refinancement ont été progressivement augmentés au cours de l'année 2008. A partir du mois d'octobre 2008, cette procédure a de nouveau été élargie puisque la BCE, en accord avec la Fed, s'est désormais engagée à approvisionner la totalité des soumissions en dollars par le biais d'une procédure d'appels d'offre à taux fixe pour des durées pouvant aller jusqu'à 84 jours. Depuis octobre 2008, la BCE fournit également de la liquidité en francs suisses aux banques de la zone euro par le biais d'un accord de *swap* conclu avec la Banque nationale suisse. Les banques de la zone euro peuvent ainsi actuellement bénéficier de refinancements en francs suisses à taux fixes, le montant maximal pour ces opérations d'une durée de 7 jours étant fixé à 25 milliards d'euros par appel d'offre.

- L'élargissement du dispositif de garanties : Dans la perspective des mesures précédentes, la liste des actifs éligibles admis en tant que garantie collatérale des opérations de crédit de l'Eurosystème a été étendue de manière transitoire à partir du mois d'octobre 2008 (et ce jusque fin 2010) afin d'augmenter la capacité de refinancement des banques. Dans une certaine mesure, cette décision a de surcroît permis de redonner de la liquidité à certains marchés, les banques devenant moins réticentes à acheter certains titres dans la mesure où elles peuvent désormais les

utiliser en tant que collatéral auprès de l'Eurosystème. En termes de notation, le seuil critique a été abaissé de A- à BBB- et la composition des collatéraux pris en pension s'est fortement déformée en faveur d'actifs moins liquides et plus risqués, dont des produits structurés (ABS) et des actifs non négociables sur les marchés. Les titres de créance négociables émis dans la zone euro et libellés en dollars, en livres sterling et en yens sont également acceptés depuis le mois de novembre à condition que l'émetteur soit établi dans l'Espace économique européen.

- L'élargissement de la liste des contreparties à la BEI : La Banque européenne d'investissement (BEI) deviendra une contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème le 8 juillet 2009. A partir de cette date, la BEI aura accès aux opérations d'*open market* et aux facilités permanentes de l'Eurosystème par le biais de la Banque centrale du Luxembourg aux mêmes conditions que les autres contreparties. La BEI devra satisfaire à toutes les exigences d'exigibilité et devra constituer des réserves obligatoires auprès de l'Eurosystème. Cette mesure permettra notamment d'améliorer les conditions de financement des entreprises dans la zone euro.

- L'élargissement des procédures : Le 7 mai 2009, le Conseil des Gouverneurs a décidé que l'Eurosystème achèterait aux banques des obligations sécurisées libellées en euros, émises dans la zone euro. Le détail des modalités techniques de cette opération sera annoncé après la réunion du Conseil des Gouverneurs qui se tiendra le 4 juin 2009. Cette décision, qui s'inscrit dans la volonté de l'Eurosystème de poursuivre sa politique de soutien renforcé du crédit, permettra d'améliorer les conditions de refinancement des banques dans la zone euro.

Dans l'ensemble, les changements du cadre opérationnel effectués par l'Eurosystème se sont traduits par une augmentation de la taille de notre bilan qui a augmenté, entre juin 2007 et mars 2009, de près de 600 milliards d'euros, soit une hausse de 65% en terme de volume représentant un peu plus de 6% du PIB de la zone euro¹. Au cours de cette période, la composition et le profil de risque de notre bilan se sont également modifiés. Des mesures appropriées de gestion des risques ont bien évidemment été mises en œuvre de manière à limiter les risques liés à l'élargissement de notre dispositif de garanties.

Le retour à un fonctionnement normal du marché monétaire est un élément essentiel de la *stratégie de sortie* de l'Eurosystème. Dans cette perspective, la baisse du taux d'intérêt directeur à un niveau proche de zéro apparaît problématique puisqu'elle pourrait empêcher cette normalisation dans la mesure où elle réduirait l'incitation des banques à reprendre leurs opérations sur le marché interbancaire. L'Eurosystème attache de surcroît beaucoup d'importance au maintien de la crédibilité de la politique monétaire dans la réalisation de l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. De ce point de vue, des opérations spéciales de stérilisation devront probablement être menées lorsque les conditions économiques le justifieront.

¹ De son côté, le bilan de la Banque centrale du Luxembourg a augmenté de 23,8 milliards d'euros entre juin 2007 et mars 2009, soit une hausse d'environ 47% en terme de volume représentant près de 65% du PIB luxembourgeois.

Pour conclure, la réactivité des banques centrales et la flexibilité de leur cadre opérationnel a joué un rôle essentiel pour éviter que la crise de liquidité ne se transforme en crise systémique. De ce point de vue, l'ensemble des mesures adoptées par l'Eurosystème a permis d'assurer de manière continue un accès à la liquidité aux institutions solvables, et donc à atténuer les dysfonctionnements survenus sur le marché monétaire. Ce rôle d'intermédiation en matière de fourniture de liquidité ne saurait cependant être que temporaire puisque l'Eurosystème n'a pas vocation à se substituer au marché et à fournir de la liquidité massivement sur le long terme. En outre, l'intervention des banques centrales ne peut à elle seule favoriser une normalisation dans le fonctionnement du marché monétaire puisque leur cadre opérationnel ne permet pas d'agir sur les racines du risque de liquidité, à savoir les préoccupations relatives au risque de contrepartie et les problèmes d'asymétrie d'information et de sélection adverse.

(3) L'orientation des politiques publiques et la gestion du risque systémique

La réflexion s'articule autour de deux axes, le premier concerne les solutions actuelles apportées par les gouvernements au problème de solvabilité des banques, et le second, les mesures préventives destinées à éviter le renouvellement des problèmes auxquels nous sommes actuellement confrontés. Sur ce dernier point, la réglementation et la surveillance prudentielle jouent un rôle de premier plan dans l'amélioration de la transparence du système financier et la mise en place de mécanismes incitatifs destinés à limiter la procyclicité du comportement d'offre de crédit des banques.

- Solvabilité du système bancaire et politiques publiques

Les banques centrales peuvent alléger le problème de la liquidité mais elles ne peuvent à elles seules adresser le problème de solvabilité qui est un aspect central pour restaurer la confiance et, ce faisant, assurer le fonctionnement normal de la circulation de la liquidité au niveau du système financier. Les gouvernements nationaux ont pris leurs responsabilités dans ce domaine, que ce soit à travers l'adoption de plans de sauvetage des institutions présentant un risque systémique, ou encore au niveau de l'adaptation des normes de comptabilisation des actifs financiers.

Différentes mesures ont été mises en œuvre par les gouvernements nationaux pour assainir le bilan du système bancaire. Au niveau du passif, les mesures prises par les gouvernements ont reposé sur plusieurs outils : (1) un élargissement de la garantie des montants déposés par les épargnants, de manière à éviter un phénomène de ruée vers les dépôts, (2) un renforcement des fonds propres à travers la souscription de titres de dette subordonnées ou d'actions préférentielles par l'Etat, et enfin (3) une amélioration des conditions de refinancement des institutions financières par le biais d'une garantie par l'Etat des prêts interbancaires et des émissions de titres sur le marché obligataire. Au niveau de l'actif, les plans de sauvetage nationaux se sont focalisés sur la mise en place d'une structure de défaillance destinée à soulager les banques de leurs actifs toxiques. Sur ce dernier point, l'Eurosystème a d'ailleurs défini un ensemble de lignes directrices pour adresser les principaux problèmes afférents à la mise en place de ce type de programme, que ce soit au niveau de la catégorie d'actifs éligibles, de la

valorisation et de la décote à appliquer en fonction du type de créance détenue, des conditions à remplir pour y participer... .

En outre, une réforme des règles comptables a été introduite par la Commission européenne au mois d'octobre 2008 de manière à limiter le degré de vulnérabilité du bilan des banques face à la situation actuelle sur les marchés financiers. Dans le cadre de la comptabilisation à la juste valeur, les banques étaient jusqu'à présent contraintes de traduire immédiatement dans leurs comptes la baisse du prix des actifs qu'elles détiennent de sorte que les pertes enregistrées affectaient automatiquement leur position en capital. La réforme introduite par la Commission est donc susceptible d'améliorer la stabilité du système financier puisqu'elle permet aux banques de reclasser certains actifs des portefeuilles de « transaction », valorisés au prix de marché, vers des portefeuilles « bancaires », valorisés au coût historique amorti. Elle offre également une plus grande souplesse dans le calcul de la « juste valeur » pour les actifs valorisés pour lesquels il n'y a plus de transaction de marché, et donc de référence de prix, puisqu'il est désormais possible de faire une estimation de la valeur de ces titres à partir des flux financiers attendus. En dépit de cette mesure, l'écart persistant entre les normes comptables européennes et américaines, notamment depuis l'amendement FASB publié le 9 avril 2009, demeure une source de distorsion dans la présentation des tests de résistance et de la santé du bilan des institutions financières, distorsion que la Commission devrait s'efforcer de combler dans un avenir proche.

- Réglementation financière et supervision prudentielle

Le rôle de la réglementation financière et de la supervision est d'éviter, de manière préventive, que la situation actuelle ne se reproduise. Différentes voies ont d'ores et déjà été identifiées dans ce domaine par des groupes de travail internationaux (FSF, Groupe de Larosière, G20...) :

Le modèle *d'initiation puis de distribution* a mis en avant les problèmes de sous-capitalisation des banques face à leurs engagements hors-bilan. La réglementation prudentielle doit désormais s'attacher à intégrer les activités hors-bilan dans la définition du ratio de capital avec une prise en compte des risques en fonction de la nature des actifs détenus. Le FSF propose notamment, dans le cadre de *Bâle II*, de renforcer les exigences en fonds propres pour les produits de financement structuré étant donné que l'appréhension du risque de liquidité relatif à ces produits est complexe. Plus généralement, dans la lignée des suggestions effectuées par le *Comité de Bâle* et le *Comité de surveillance bancaire* du SEBC, les pratiques actuelles de gestion du risque doivent être renforcées de manière à ce que les institutions financières concernées soient à même d'évaluer les risques afférents et, ce faisant, de se constituer des réserves suffisantes pour améliorer leur capacité de résilience en présence de chocs de nature systémique. Le régulateur doit ainsi s'attacher à définir des mécanismes incitatifs destinés à compenser la procyclicité du système financier. Conformément aux recommandations formulées par le FSF, cet objectif pourrait par exemple être atteint par le biais de l'introduction d'un provisionnement dynamique. Ce provisionnement comptable *ex-ante*, qui consisterait à anticiper le risque de crédit et à étaler l'incidence de la dépréciation des créances sur l'ensemble de la durée du cycle, représenterait en

effet une avancée dans ce domaine puisqu'il permettrait aux banques de se constituer un matelas de sécurité en période de croissance.

La crise actuelle a par ailleurs révélé la nécessité d'étendre la réglementation financière et la supervision prudentielle à des institutions non bancaires dont l'activité comporte un risque de nature systémique, comme par exemple les Hedge Funds, mais également de renforcer le dispositif existant en matière d'adéquation des fonds propres pour les compagnies d'assurance, notamment celles dont les activités sont liées aux marchés de produits structurés. De manière générale, la mise en place d'une politique structurelle destinée à améliorer la transparence du système financier et à réduire l'asymétrie d'information apparaît fondamentale. La création d'une chambre de compensation pour les CDS aux Etats-Unis et dans la zone euro est une mesure allant dans ce sens puisqu'elle permettra de mieux gérer le risque de contrepartie relatif à ces produits dérivés. Concernant le rôle procyclique joué par les agences de notation dans le déroulement de la crise, une réforme du fonctionnement de ces dernières est actuellement à l'étude, que ce soit du point de vue du conflit d'intérêt qui impacte la qualité de leur notation, ou encore de la création d'une échelle de notation différenciée pour les produits de financement structurés, étant donné les difficultés de valorisation et le risque de liquidité sous-jacents à ces produits.

Enfin, un renforcement de la coordination et de la coopération entre les banques centrales et les institutions chargées de la surveillance micro-prudentielle a été mis en avant de manière à favoriser une meilleure prise en compte du risque systémique dans la prévention des crises financières. Dans cette perspective, le rapport du groupe de Larosière remis à la Commission européenne a préconisé la mise en place d'une nouvelle architecture financière européenne à travers la création de deux entités destinées à superviser les risques et à renforcer la coordination de la supervision des établissements financiers au sein de l'UE : un *système européen de superviseurs financiers*, qui fonctionnerait sur la base d'un réseau décentralisé et qui serait en charge de la surveillance micro-prudentielle, et un *conseil européen du risque systémique*, au sein du Conseil général de la BCE et auquel seraient invités des représentants de la Commission européenne ainsi que des superviseurs de la banque, de l'assurance et des valeurs mobilières. Ce dernier serait chargé de rassembler et d'analyser toutes les informations pertinentes concernant la stabilité financière et ce dans une optique de supervision macro-prudentielle. Dans une perspective similaire, le législateur luxembourgeois a récemment attribué à la banque centrale la mission de surveillance de la liquidité des marchés et de ses opérateurs tant au niveau macro-prudentiel que micro-prudentiel. Cette modification de statut, qui permet désormais à la BCL d'assumer pleinement ses responsabilités en matière de stabilité financière, marque une avancée importante sur le plan du renforcement de la coopération et de l'échange d'informations entre la banque centrale et l'autorité en charge de la surveillance du secteur financier.

Conclusion

Pour conclure, la flexibilité du cadre opérationnel de l'Eurosystème a permis de contenir les mécanismes de contagion de la crise de liquidité en assurant un accès adéquat au refinancement à des institutions illiquides mais solvables ; de ce point de vue, l'euro a joué un rôle essentiel au niveau de la gestion de la crise financière. Les gouvernements

nationaux ont quant à eux adopté des mesures destinées à agir sur les problèmes de solvabilité des banques et des institutions financières présentant un risque systémique. La combinaison de ces interventions devrait permettre de restaurer la confiance et de rétablir un environnement dans lequel les gouvernements, les régulateurs et les superviseurs pourront définir et mettre en place les réformes nécessaires pour améliorer le fonctionnement du système financier.

La crise actuelle a par ailleurs mis en exergue la nécessité d'intégrer l'objectif de stabilité financière dans les prérogatives de la banque centrale, celle-ci étant à même de développer un cadre d'analyse macro-prudentiel visant à détecter la formation des déséquilibres financiers. Au niveau de l'Eurosysteme, cette démarche pourrait être largement favorisée par le contenu informationnel du pilier monétaire. Les réflexions en cours, j'en suis persuadé, ne manqueront pas de déboucher sur des solutions fécondes qui permettront d'éviter que les problèmes actuels ne se reproduisent à l'avenir.

Je vous remercie pour votre attention.