

## EDITORIAL


*Les économies occidentales ont été frappées par une crise d'une violence sans précédent. L'intensité et la persistance de cette dernière délivrent une leçon fondamentale à l'ensemble des acteurs, dans la sphère privée comme dans la sphère publique. La prépondérance du rôle joué par les marchés financiers dans la crise récente a renouvelé l'intérêt pour la problématique de la formation des bulles financières et des moyens de les prévenir. La question souvent posée est celle de l'action à contre-courant des banques centrales en période d'emballlement des prix des actifs financiers.*

*A chaque période de turbulences financières, cette problématique émergeait pour structurer les débats entre orthodoxes et hétérodoxes sans qu'en résulte un consensus ou une convergence de vues quant à la pertinence des modèles à adopter. Cette difficulté théorique s'est traduite par un scepticisme des autorités monétaires quant à l'adoption d'actions à contre-courant (lean against the wind). Trois raisons confortent l'installation du doute. Il s'agit de la difficulté d'identifier ex ante les déséquilibres des prix des actifs ou de la bulle spéculative à leur émergence. Ensuite, on trouve la forte incertitude quant à l'efficacité d'un relèvement d'amplitude plausible des taux d'intérêt pour contenir l'accroissement non-soutenable des prix des actifs. En revanche, en présence de corrections des prix des actifs préjudiciables à l'économie réelle, les interventions immédiates des banques centrales sont en mesure de figer les déviations ou d'atténuer les ruptures des équilibres initiaux. Dans ce cadre, il est nécessaire de garder à l'esprit que la politique monétaire de l'Eurosystème s'articule autour de deux piliers, économique et monétaire. Ainsi, les prix des actifs et les déséquilibres y afférents demeurent une composante à part entière des flux informationnels nécessaires à la prise de décisions de politique monétaire.*

*Dans un environnement financier globalisé, les marchés financiers sont devenus étroitement corrélés. Les déterminants sectoriels se sont substitués aux facteurs géographiques traditionnels pour servir de facteurs de performance aux marchés financiers. Il en résulte que les formations des bulles, ainsi que leurs éclatements se généralisent pour devenir un phénomène global. Ces faits ne sont que des traits synonymes d'un renforcement de la synchronisation des cycles financiers au niveau global.*

*La crise actuelle a mis en évidence plusieurs déficiences à la résolution desquelles les autorités publiques se sont attelées, à travers l'ajustement des règles micro-prudentielles, mais aussi par la création d'un cadre macro-prudentiel susceptible d'atténuer les externalités négatives et de minimiser les risques d'instabilité financière.*

*En réalité, les sources de la crise sont multiples. Elles se caractérisent par des évolutions diverses. Ainsi, il convient d'analyser avec soin les facteurs de fragilité des systèmes financiers, faute de quoi notre appréhension de la crise serait parcellaire et les actions prises seraient inadéquates. A cet égard, une des leçons à retenir de cette crise est certainement l'insuffisance de la recherche actuelle pour nous permettre d'appréhender à la fois les processus de développement des risques endogènes propres au système financier, mais aussi les canaux de transmission sous-jacents aux marchés financiers et leur interaction avec l'économie réelle. En effet, notre connaissance dans ce domaine est très limitée, et il est nécessaire que le monde académique, les cercles de recherche et les banques centrales unissent leurs efforts pour surmonter ces difficultés en réconciliant les développements de la théorie financière avec ceux de la théorie économique.*



*Il est vrai que les récentes recherches, y compris celles engagées à la Banque centrale du Luxembourg, visaient l'enrichissement des modèles traditionnels en tenant compte de l'hétérogénéité des agents économiques et des banques, de la probabilité de défaut, des contraintes d'offre et de demande de crédit et de l'insuffisance de capitaux propres. A ce stade, ces travaux demeurent à l'état embryonnaire. A l'évidence, il faut que la recherche future apporte d'autres développements invoquant l'interdépendance entre le système financier, les risques y afférents et l'économie réelle. Dans ce cadre, il faut saluer la récente initiative de l'Eurosystème relative à la création d'un réseau de recherche incorporant l'ensemble des banques centrales de l'Union européenne (Macro-prudential research network, MaRs), lequel est dédié :*

- *au développement de modèles macro-financiers ayant pour objectif de relier la stabilité financière aux performances de l'économie ;*
- *à l'évaluation des risques de contagion et de leurs canaux de transmission ;*
- *à la mise en place d'un système d'indicateurs d'alerte des risques systémiques.*

*L'ensemble de ces thèmes de recherche contribuera certainement à enrichir les modèles existants pour une meilleure compréhension des systèmes économiques. Il est important de poursuivre cet effort conceptuel et empirique car la découverte d'un ou de plusieurs instruments macro-prudentiels pour la stabilité financière, équivalents au taux d'intérêt pour la politique monétaire, en dépend.*

*La stabilité financière et le risque systémique, son corollaire, demeurent des notions économiques multidimensionnelles au sujet desquelles aucune définition ou quantification n'a fait émerger un consensus solide jusqu'à présent. Dans ce contexte, le développement d'une modélisation structurelle rigoureuse de l'économie et de l'ensemble de ses composantes, permettant l'incorporation des facteurs de fragilité, ainsi que les chocs financiers et leur propagation, devrait mériter une considération particulière dans les travaux de recherche futurs. Ces points-clés sont absolument incontournables si l'on veut remédier aux limites des modèles actuels et rendre compte des complexités sous-jacentes à l'instabilité financière.*

*Il y a lieu de rappeler qu'un consensus existe quant au caractère préjudiciable de l'instabilité financière pour l'économie. Elle consiste en une phase de transition de l'économie vers un état «anormal» caractérisé par des pertes sociales importantes. Dans ce cadre, la mise en place d'une approche de supervision macro-prudentielle en Europe est d'une importance fondamentale. Elle a pour objectif de minimiser les risques d'émergence d'épisodes de turbulences financières affectant l'ensemble du système et de limiter, in fine, un coût économique et social sévère pour la société. Dans ce contexte, il est primordial pour le Luxembourg, dont le secteur financier représente une composante importante de l'économie nationale, d'adapter ses structures de supervision, afin d'assurer la pérennité de la stabilité financière du système financier et la compétitivité de ce secteur face à un environnement en mutation.*

*Compte tenu des fortes interdépendances des économies et de leurs systèmes financiers, il est naturel que la régulation soit envisagée dans une optique globale et/ou régionale. Les réformes engagées au niveau international, ainsi qu'au niveau de l'Union européenne, répondent aux changements structurels qui caractérisent les systèmes financiers. La création de trois autorités de supervision micro-prudentielle*

offre un cadre approprié pour contenir les risques sous-jacents aux activités dispersées des groupes financiers. La supervision micro-prudentielle cantonnée dans un espace national ne peut se suffire pour appréhender les risques de l'activité financière des groupes. Pour y remédier, la réponse politique actuelle privilégie l'association des collèges de superviseurs aux trois autorités européennes, en tant que levier pour la gestion des risques individuels dans une optique de groupe.


Par ailleurs, le nouveau Comité européen de risque systémique est un pilier destiné à combler le déficit d'un dispositif homogène d'évaluation des risques globaux de systèmes financiers fragmentés, mais interdépendants. La mise en place d'un tel cadre institutionnel permet à l'Union européenne de constituer un mécanisme de supervision avec deux volets, en l'occurrence les composantes macro- et micro-prudentielles, indispensables pour limiter, sinon endiguer, l'émergence de risques systémiques.

Si la récente crise a permis à l'Europe et à certains pays d'accélérer l'adaptation de leurs systèmes de supervision, le Luxembourg perpétue la séparation et la fragmentation d'un modèle vétuste. Ce fait représente une entrave à l'efficacité de la représentation du pays au niveau international, mais aussi un risque à la préservation de la stabilité financière. Contrairement aux idées reçues, le maintien de la stabilité financière du système financier ou de sa compétitivité ne doit pas être cantonné simplement dans une logique d'encadrement renforcé des règles micro-prudentielles. Il relève aussi de l'architecture de la supervision. Il serait dommage que les autorités publiques nationales ne tirent pas profit des transformations engagées actuellement au niveau international pour remédier au moins à la dispersion des structures nationales de la supervision.

La récente crise ne s'explique pas seulement par la défaillance ou l'absence d'un système de supervision. Et la refonte de l'architecture de la supervision européenne n'est pas un rempart infaillible contre la récurrence des crises. Celles-ci sont inhérentes à la dynamique des systèmes financiers. Néanmoins, il serait imprudent d'en conclure que les autorités publiques et les acteurs de marché sont démunis face à l'accumulation de risques systémiques. La récente crise est une leçon pour appréhender les faiblesses et comprendre les mécanismes de contagion avant d'y remédier.

Une approche pragmatique consiste à attribuer à la discipline de marché une place dans le processus actuel relatif à la régulation des systèmes financiers. En effet, la discipline des acteurs de marché n'est pas illusoire et le scepticisme qui s'est installé à son égard, s'explique probablement par l'excès du «laisser-faire» accordé à des marchés d'une importance systémique. Or, la discipline de marché ne peut être assurée que sur des structures organisées. Il importe de souligner que des marchés ou des acteurs aussi importants que les marchés de gré-à-gré et les segments de certains produits dérivés demeurent à la marge de toute régulation. Ceci plaide en faveur d'un changement du paradigme actuel de la régulation prudentielle fondé sur la cohabitation de deux systèmes : l'un est régulé ; tandis que le second est appelé à s'auto-discipliner.

D'autres facteurs de fragilité sous-jacents à la crise récente ont été identifiés. Il s'agit de l'effet de levier, de la liquidité et de la pro-cyclicité de Bâle II. L'utilisation excessive du levier par des établissements bancaires européens pour acquérir des actifs financiers à rendements élevés, dans un environnement de taux d'intérêt faibles mais compatibles avec la stabilité des prix, a été un élément central dans l'explication du retournement du cycle. L'éclatement de la bulle financière a révélé à la fois l'excès de risque pris par



*les acteurs des systèmes financiers, mais aussi l'importance du levier en tant que source de financement d'actifs financiers surévalués acquis en période d'euphorie boursière. La conjonction de la dépréciation des actifs financiers et de l'importance de la charge des dettes s'est traduite par une accumulation des pertes. Il en est résulté l'installation d'un sentiment de suspicion généralisée quant au degré de fragilité financière des acteurs de marché et un assèchement de la liquidité du marché interbancaire. Dans ce climat de défiance, il n'est guère étonnant que l'asymétrie informationnelle ait été un facteur déterminant dans l'amplification de la crise et dans la disparition de la liquidité sur le marché interbancaire.*

*La présente revue accorde une place prépondérante à ces problématiques dans le contexte du système financier luxembourgeois et de nombreux thèmes d'une nature micro- et macro-prudentielle sont traités. Ainsi, après un rappel des tendances centrales qui caractérisent les environnements économiques et financiers, différents aspects du secteur bancaire sont examinés (volume d'activités, profitabilité, solvabilité et vulnérabilité) permettant un diagnostic relatif à la situation du secteur en 2009 et au début de l'année 2010. A cet égard, il y a lieu de noter l'installation d'un processus de deleveraging depuis la fin de l'année 2008 aboutissant à une baisse bilantaire des établissements de crédit luxembourgeois de près de 22%. Une telle situation est à relativiser dans la mesure où ce fléchissement s'est traduit par un renforcement de leurs fonds propres et une diminution de leurs expositions aux risques. La profitabilité des banques affiche une progression significative. Le résultat net des établissements de crédit luxembourgeois est en forte hausse, passant de 177 millions d'euros à 2 627 millions d'euros. Cette amélioration résulte principalement du recul important en 2009 du niveau des dépréciations et de la constitution nette de provisions de près de 52%. Le second facteur sous-jacent à cette amélioration est la baisse des coûts salariaux et d'exploitation, laquelle est induite principalement par la baisse du niveau de l'emploi dans ce secteur de 3,11%. Quant à la vulnérabilité du secteur, nos estimations laissent présager une amélioration du niveau des défauts des banques et une tendance décroissante du niveau du stress enregistré au cours de la période 2008-2009. Le degré de vulnérabilité actuel issu de nos estimations affiche une convergence vers son niveau historique moyen. Autrement dit, l'examen de la trajectoire prévue pour cet indice au cours des huit trimestres à venir affiche une tendance compatible avec les exigences de stabilité financière.*

*En matière d'études, la revue s'est enrichie à la fois par des contributions externes émanant du monde académique, en l'occurrence la London School of Economics et la Luxembourg School of Finance, mais aussi par des travaux en interne dédiés à des problématiques spécifiques à la stabilité financière du Luxembourg. L'ouverture de cette revue à des universitaires s'inscrit dans le cadre d'une politique volontariste de la BCL en faveur du maintien d'un échange permanent entre la Banque centrale du Luxembourg et le monde académique. Cette initiative n'est qu'un approfondissement des liens existants avec l'Université de Luxembourg dans le cadre du Fonds national de recherche. Promouvoir une telle coopération à l'avenir est souhaitable à maints égards. Elle permet de renforcer notre compréhension du secteur financier luxembourgeois, sa compétitivité et ses facteurs de fragilité. Elle contribue à atténuer les contraintes de ressources en matière de recherche pour les petits espaces économiques. Elle sera, sans doute, un facteur de dialogue et de sensibilisation aux contraintes propres à chacun des deux milieux, université et banque centrale.*

*Yves Mersch*