



# JEAN-CLAUDE TRICHET

## Président de la Banque Centrale Européenne

La crise actuelle est sans précédent en ce qu'elle touche le coeur du système financier mondial. J'ai une expérience personnelle d'un grand nombre de crises financières, y compris de la crise latino-américaine du début des années 1980, de la transition très difficile et de la crise financière en Russie, de la crise financière asiatique et de la nouvelle crise au Mexique, au Brésil et en Argentine dans les années 1990. La crise actuelle est liée à des changements structurels fondamentaux dans l'économie mondiale, reflétant la mondialisation économique et financière et l'intégration. Ce qui fait que cette crise se distingue des autres c'est qu'elle se produit à une échelle extraordinairement grande, qu'elle frappe directement le centre du système financier international et qu'elle affecte profondément les pays industrialisés.

Aujourd'hui, je voudrais vous faire part de quelques réflexions, de mon point de vue de banquier central, sur le contexte de la crise, sa gestion et sur un certain nombre d'enseignements que l'on peut déjà en tirer.

En commençant avec le contexte de la crise, je voudrais revenir sur un certain nombre de choses que beaucoup de banquiers centraux ont déclarées publiquement avant la crise, et en particulier avant la phase qui a débuté le 9 août 2007. J'ai souvent résumé le point de vue de mes collègues les gouverneurs des banques centrales des économies industrielles aussi bien que des économies émergentes, dans mes fonctions de président des réunions sur l'économie mondiale au cours de l'année 2006 et au début 2007. Le sentiment que nous avons exprimé à l'époque était qu'il y avait une sous-estimation importante du risque dans le système financier. Les institutions financières sous-estimaient à la fois le niveau du risque en jeu et le prix de ce risque.

Nous avons aussi dit publiquement, bien avant la période difficile que nous traversons aujourd'hui, que le secteur privé devait se préparer à une correction du marché, car une telle correction était inévitable. Le but de notre insistance pour que le secteur privé se prépare était d'essayer de faire en sorte que la correction elle-même se fasse avec le moins de turbulences possibles. Mais il y avait un manque de préparation, et le degré de turbulence et de tension, que nous constatons aujourd'hui dans les marchés financiers, est très important. Une des principales questions est de savoir pourquoi, avant l'éruption de la turbulence, nous vivions un système financier international dans lequel les institutions financières en général sous-estimaient le niveau des risques qu'ils avaient pris et le prix de ces risques.

La raison pour laquelle les participants des marchés financiers ont sous-estimé le risque a à voir avec le fait que, pendant longtemps, nous avons connu des taux de croissance remarquables avec une inflation faible. En outre, ces taux de croissance et d'inflation étaient relativement stables, affichant une faible volatilité. En conséquence, tous les participants au marché ainsi qu'au secteur financier et aux institutions non financières étaient placés dans un contexte qui les ont amenés à croire, par simple extrapolation, que le risque avait progressivement diminué en comparaison avec les périodes précédentes de croissance et d'inflation plus instables. Une deuxième, et certainement majeure, raison a été le développement financier. Nous avons assisté ces dernières années une sophistication considérable des instruments financiers, ce qui a conduit à disperser les risques à une grande échelle à travers un large éventail d'investisseurs.

L'augmentation de la complexité et, partant, de l'opacité des instruments financiers a été considérable. Même de nombreux professionnels ont eu du mal à comprendre, et donc à connaître le prix, d'une grande partie de ces produits financiers très sophistiqués et complexes. Par exemple, en ce qui concerne les instruments appelés "asset-backed securities" (titres garantis par des actifs), les actifs garantissant le papier négociable ont été considérées comme étant propriété de l'émetteur, comme pour les fonds spéculatifs.

Les fonds spéculatifs peuvent considérer la combinaison des risques qu'ils prennent comme intrinsèque. Dans l'ensemble, nous avons été confrontés à l'opacité des instruments financiers, à des acteurs financiers qui, pour une large part, faisaient de gros profits, et à des institutions qui étaient, dans une grande proportion, non recensées et non réglementées.

Par conséquent, un marché considérable s'est développé, en particulier dans les produits dérivés du crédit, avec relativement peu de transparence. Voilà quelques-unes des principales raisons qui ont conduit à la sous-estimation de l'importance du risque auquel nous sommes confrontés. En ce qui concerne la tarification du risque, un certain nombre de facteurs ont joué un rôle important. Tout d'abord, au cours des dernières années, nous avons connu une configuration de l'équilibre épargne-investissement dans laquelle il y avait un excédent de l'épargne sur l'investissement dans nombre de grandes économies. Nous étions donc dans une situation où le capital était à la recherche d'occasions d'investissement. Assurément, un environnement dans lequel l'investissement n'est pas à la recherche de capitaux, mais dans lequel le capital est à la recherche - souvent désespérément - d'opportunités d'investissement est très dangereux. Nous avons vu le phénomène d'une épargne supérieure à l'investissement dans de nombreux pays depuis des années. En conséquence, le capital était à la recherche d'investissements à l'étranger depuis des années, de sorte que, peu à peu, le prix du risque diminuait considérablement, et la volatilité des marchés financiers diminuait. Au fil du temps, on a vu se développer une sous-évaluation et une sous-appréciation des risques.

Une autre raison de la montée de la crise est l'expansion rapide des produits dérivés du crédit. Ils ont permis à des marchés financiers de diffuser le risque à très grande échelle auprès d'acheteurs de risque. Étant donné que l'environnement global était d'une faible volatilité, il y avait un grand intérêt à acheter du risque et le risque global a été sous-estimé. Je note d'ailleurs le fait que non seulement il y a eu une grande diversification des risques en raison de produits dérivés du crédit que je viens de mentionner, mais aussi que cela a eu un impact sur la façon dont le niveau du risque et son prix ont été déterminés.

Ce qui s'est passé, c'est une recrudescence du nombre d'institutions qui ont fait des profits, qui ont été non réglementées, qui travaillaient à un facteur de dix en terme d'actifs par rapport au capital d'origine. Et je conclusai mon diagnostic en disant que ces phénomènes fondamentaux ont été identifiés de façon récurrente par les banques centrales et les autres. Le message était que nous étions dans une situation très délicate, dans laquelle l'effet de levier financier et la complexité étaient élevés et où les incitations au sein des institutions financières favorisaient une fixation de l'attention sur le très court terme, en oubliant les risques à long terme.

Ma deuxième remarque concerne la gestion de la crise. Nous sommes maintenant au milieu de la gestion de la crise, où ce sont les actes qui comptent. Vous savez que les décisions que nous prenons ces jours-ci sont très importantes. Pour vous donner un exemple, je vous rappelle que nous avons diagnostiqué dès le 9 août 2007, que quelque chose de majeur se passait dans la finance internationale, quelque chose qui ne devrait pas être sous-estimé. En conséquence, les organes directeurs de la Banque centrale européenne ont immédiatement réagi, pour soutenir le marché dès le début de la tourmente. Le jour même, après un processus de prise de décision de seulement quelques heures, nous avons prêté 95 milliards d'€ pour 24 heures pour préserver la zone euro dans son ensemble.

Certains observateurs extérieurs s'interrogèrent sur l'ampleur de ce montant, mais un jour plus tard, il avait déjà été justifié par la réalité. Et il fallut à peine quelques jours, pour que pratiquement tous les acteurs mondiaux parmi les banques centrales s'engagent, et tous les observateurs nous ont félicités pour avoir eu raison et pour avoir été lucides dès le départ. Pour vous donner un autre ordre de grandeur, en décembre 2007 afin de juguler l'incertitude qui planait à la fin de l'année, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne décida de fournir des liquidités à hauteur de 349 milliards d'euros pour 15 jours, c'est-à-dire un peu plus de 500 milliards de dollars. Cela vous donne une idée de l'ordre de grandeur des décisions que nous avons dû prendre en ces temps difficiles.

Je pourrais détailler beaucoup plus toutes ces décisions que nous avons prises, y compris l'allongement de l'échéancier de nos opérations de refinancement, fournissant des refinancements à trois mois ou six mois. Quant à aujourd'hui, cet après-midi, nous venons de décider que le refinancement de l'Eurosystème à six mois sera augmenté de 25 milliards à 50 milliards d'€ en vue de satisfaire une demande accrue des banques commerciales pour le refinancement à plus long terme.

Permettez-moi maintenant de dire quelque chose au sujet de la coopération internationale. Elle est très intense en ce moment, et nous avons des relations très proches, des relations très confiantes, avec toutes les banques centrales. J'insiste sur le fait que c'est spécialement le cas de la Réserve fédérale. Nous avons actuellement un accord de crédit croisé de 240 milliards de dollars, ce qui nous permet de fournir des dollars US à des banques de ce côté-ci de

l'Atlantique. Nous fournissons des espèces non seulement en euros, mais aussi en dollars sur la base d'un accord remarquable et sans précédent. C'est une première en son genre sur la scène financière mondiale.

Comme je l'ai déjà dit publiquement, la Banque centrale européenne et les autres banques centrales font tout ce qu'elles peuvent pour faire en sorte que le marché reste à flot financièrement dans des circonstances de très forte demande. Nous sommes toutefois limités dans ce que nous pouvons faire parce que nous ne pouvons pas intervenir quand il y a des problèmes de solvabilité. Cela nous amène à appeler les gouvernements à assumer leurs responsabilités, et ils ont agi très audacieusement et très résolument. Il leur faudra du temps. Jusqu'à présent, toutes les autorités, tous les acteurs, ont assumé leurs responsabilités, et aujourd'hui plus que jamais, nous devons renforcer ce message.

Hier et ce matin, j'ai pris part à la réunion de l'Eurogroupe et la réunion du Conseil ECOFIN avec les représentants de 15 et 27 pays respectivement. Un texte a été rédigé par les ministres des finances qui résume le consensus actuel pour tout ce qui a trait aux actions entreprises par les pouvoirs publics. Il est important que tous les gouvernements européens aient une voix commune, une doctrine commune et des principes communs, pour tout ce qui apporte des garanties et pour des apports possibles de capitaux. Ce consensus s'est maintenant cristallisé en un texte rédigé aujourd'hui. Nous sommes tous ensemble en train d'écrire l'histoire de la gestion de cette crise.

En ce qui concerne l'Europe, l'ensemble de ses acteurs, le Conseil ECOFIN, la Commission européenne et la Banque centrale européenne, sont dans la ligne du consensus mondial pour la réforme. Cela nous aide aussi à préserver l'unité des Européens en termes de méthodologies et de leçons que nous avons besoin d'apprendre. L'idée maîtresse de la réforme européenne est compatible avec les réformes internationales en général, et avec les 67 recommandations formulées par le Forum de stabilité financière en particulier. Dès lors, l'Europe est totalement en accord avec le consensus mondial qu'elle a contribué à façonner.

Sur la longue liste des réformes à faire, je voudrais d'abord en souligner une, le fait que nous avons besoin de beaucoup plus de transparence; transparence des institutions, des instruments financiers et des marchés, pour des raisons économiques évidentes. La répartition de ressources limitées se fait de manière beaucoup plus efficace quand il y a un niveau d'information plus élevé. Mais il y a une autre raison très importante: le manque de transparence est la meilleure recette pour induire un grand déséquilibre suivi d'effets en cascade lorsque quelque chose éclate quelque part dans le monde financier. Dans la crise asiatique, nous avons vu les effets en cascade qui se sont produits, après qu'il fut connu qu'un pays avait caché le montant exact de ses réserves. Les investisseurs internationaux ont conclu que tous les autres pays avaient fait de même. Comme il n'y avait pas de transparence, il semblait raisonnable de le penser. Ce n'était pas nécessairement la bonne conclusion, mais c'était une façon logique de penser à ce moment-là.

Le résultat a été le retrait de fonds et la réduction des lignes de crédit. Lorsque cela s'est produit, la crise a commencé. Vous pouvez associer cela à ce que nous observons dans les pays industrialisés. Un certain nombre d'institutions, les marchés et les instruments financiers étaient opaques. Quand un secteur s'est révélé fonctionner anormalement - dans ce cas, le détonateur a été le secteur des hypothèques à haut risque (sub-prime) aux États-Unis - il y a eu pénurie de liquidités et la crise du crédit s'est développée. Cela est dû à une mise en lumière de ce qui est opaque quand l'incertitude générale grandit. Par conséquent, la transparence est la clé.

Ce qui m'amène au deuxième élément que je voudrais souligner, qui est la procyclicité. Les derniers mois ont mis en évidence les aspects négatifs de la procyclicité sur la finance internationale. Cela s'est avéré aussi bien pour les règles que nous avons établies que pour le comportement spontané d'un certain nombre d'institutions. La nature humaine elle-même est de toute évidence pro-cyclique. Mais ce qui est inadmissible, c'est que nous amplifions les cycles d'expansion-récession par les règles financières et comptables que nous établissons pour organiser les actions des acteurs économiques et financiers. C'est aussi une leçon fondamentale à retenir. Le dessein d'éliminer tous les facteurs procycliques de la finance internationale est une donnée essentielle à la compréhension de ce que nous faisons.

Le troisième et dernier élément que je voudrais mentionner est le court-termisme. Il existe un lien entre les procyclicités et le court termisme. Vous augmentez la procyclicité lorsque vous obligez les acteurs à travailler de plus en plus dans le court terme. Il y a une très stricte séparation entre les institutions qui sont répertoriées et réglementées



et celles qui sont non répertoriées et non réglementées. Grâce à l'interaction des réglementations, les institutions répertoriées et réglementées ont l'obligation de raisonner beaucoup plus sur le court terme - le court terme se traduisant par la publication trimestrielle de rapports - tandis que celles qui sont non répertoriées et non régulées peuvent travailler à plus long terme. Nous avons clairement besoin d'un marché qui fonctionne correctement aussi bien pour ceux qui raisonnent à court terme que pour ceux qui raisonnent à long terme. Des changements structurels, tels que ceux que nous avons connus au cours des cinq à sept dernières années, se sont traduits par une amplification des expansions-récessions, et actuellement nous sommes malheureusement les témoins du mauvais côté de ces fluctuations.

Permettez-moi de terminer mon allocution, dans laquelle j'ai essayé de vous donner un bref aperçu de la période difficile que nous vivons, des mesures que nous prenons et des leçons que nous commençons à apprendre. Nous sommes au début d'une réforme fondamentale du système financier international, et il ne devrait pas y avoir de tabous pour cette réforme, qu'elle concerne les marchés, les institutions ou à la coopération internationale. L'ensemble du système a besoin d'une révision basée sur les leçons qu'il convient de tirer de l'immense stress du monde réel que nous vivons.

Je vous remercie de votre attention.