

I. Introduction

La crise financière mondiale est loin d'être finie. Le présent chapitre fournit des informations sur l'état de la crise, en mettant l'accent sur 1) les conditions requises pour engager le retrait des mesures exceptionnelles prises pour la contenir et 2) la nécessité de réformes de grande ampleur du secteur financier. Il décrit aussi le calendrier de ces actions et le contexte dans lequel elles s'inscriront, ainsi que les risques à court et à long terme liés aux différentes approches.

Les problèmes auxquels la crise financière confronte l'économie mondiale sont loin d'être résolus. Il reste encore beaucoup à faire pour éliminer les actifs toxiques des bilans bancaires, recapitaliser les banques et démanteler les mesures exceptionnelles prises par les gouvernements pour faire face à la crise. Cependant, le processus de réforme doit encore beaucoup progresser avant que des stratégies de sortie ne puissent être envisagées.

La meilleure métaphore que l'on puisse utiliser pour décrire la crise est celle d'un barrage rempli à ras bord, l'eau dépassant la ligne rouge indiquant qu'il peut céder. Le barrage représente la situation mondiale de la liquidité avant août 2007. Le principal macro-problème du système financier mondial a été la sous-évaluation des taux de change administrés en Asie, qui a conduit à des déficits commerciaux des économies occidentales, les contraignant à choisir soit l'accompagnement macroéconomique soit la récession. La nécessité de tenir compte des considérations sociales conduisant toujours vraisemblablement à privilégier l'assouplissement des politiques monétaires, le résultat a été un excédent de liquidités, des bulles des actifs et le recours à l'endettement.

L'eau, bien entendu, trouve toujours son chemin dans les fissures et les failles, entraînant des dommages et finissant par passer au travers du mur. Ces failles et fissures représentent les incitations incorporées dans les règles d'adéquation des fonds propres (comme Bâle I et II) et les taux d'imposition. La possibilité d'arbitrer entre des actifs ayant différentes pondérations dans les fonds propres et d'utiliser des véhicules et des garanties hors bilan (via les swaps sur défaillance de crédit) pour minimiser le volume des fonds propres réglementaires a joué un rôle majeur dans la crise. L'arbitrage fiscal, y compris l'utilisation d'entités offshore, a aussi été un élément déterminant dans la croissance explosive des produits structurés (comme on le verra dans le corps du texte ci-après).

Dans ces conditions, le coût du capital a été trop faible et les possibilités d'arbitrage offertes aux traders se sont multipliées, générant d'importantes commissions en amont et une forte croissance des profits, les risques à long terme étant transférés à d'autres.

Du fait du coût trop faible du capital dans le secteur bancaire réglementé, de la forte rentabilité des activités d'arbitrage et des modifications apportées en 2004 aux règles de la SEC permettant aux banques d'investissement d'accroître fortement leur niveau d'endettement, les activités à haut risque se sont développées beaucoup plus qu'elles ne l'auraient fait avec un coût du capital plus élevé et une meilleure réglementation. Ainsi, des entreprises financières d'importance systémique (trop grandes pour faire faillite) sont apparues, avec un endettement excessif et une très grande concentration des risques sur leurs bilans.

La mauvaise gouvernance des entreprises financières a exacerbé ce processus. Pour un grand nombre d'institutions, l'activité bancaire de base est passée d'un « modèle du crédit » — faire les vérifications nécessaires et prêter aux PME et aux individus qui ne peuvent pas lever de capitaux sur les marchés — à un modèle fondé sur les marchés de capitaux. Une culture boursière, illustrée par la titrisation, le recours créatif aux produits dérivés et l'innovation financière, est apparue. La concurrence dans les opérations sur titres s'est accrue, les entreprises les plus opportunistes obtenant de meilleurs résultats que les autres et leur personnel tirant parti de cette situation grâce aux primes et aux programmes de distribution d'actions aux salariés.

Les conséquences ont été l'émergence d'un niveau excessif d'endettement et la concentration des risques. Aux États-Unis, il est apparu que les établissements financiers n'avaient pas suffisamment de fonds propres, avec un ratio moyen de levier financier de 18. Or, en vertu des nouvelles règles de la SEC mises en œuvre après 2004, les banques d'investissement ont pu passer à de très forts niveaux d'endettement d'environ 34, un peu comme les banques européennes, où les niveaux de fonds propres sont relativement faibles.

Une fois que les défaillances ont commencé (les failles du barrage se sont ouvertes), une crise de solvabilité est apparue — les pertes étant trop importantes pour le peu de fonds propres dont

les banques disposaient — entre des banques très interconnectées (trop importantes pour faire faillite) et dont les modèles d'activité dépendaient de l'accès aux marchés de capitaux. Cette crise de solvabilité s'est accompagnée d'une « grève » des acheteurs, (incertains quant à la solvabilité des institutions) et une crise financière de grande ampleur s'est enclenchée.

Dans une telle situation, plusieurs évolutions sont inéluctables :

- *L'activité bancaire s'effondre* au sein des conglomérats en raison du phénomène de contagion ; chez les spécialistes hypothécaires et dans les banques d'investissement indépendantes qui ont des risques trop concentrés ; et dans les établissements contreparties de banques à problèmes et de compagnies d'assurance pour les opérations sur produits dérivés. La panique monte et la crise se propage.
- *Le risque de liquidité augmente*, car les modèles d'activité caractérisés par le financement à court terme d'actifs longs sont confrontés à la réticence des acheteurs à investir dans des titres à court terme, ce qui entraîne aussi des faillites bancaires.
- Les organismes de réglementation et de surveillance subissent des pressions extrêmes et des erreurs interviennent, notamment lorsque les structures et les responsabilités réglementaires se chevauchent.
- *Les banques en faillite sont fusionnées avec d'autres banques*, ce qui peut sauver la banque en faillite pendant quelque temps, mais affaiblit la banque plus solide. Inévitablement, le contribuable doit venir à la rescousse, laissant le pays avec une forte dette fiscale effective et/ou conditionnelle et un problème encore plus important de banques « trop importantes pour faire faillite ».
- *Les banques doivent être sauvées par des injections d'argent du contribuable* — l'État acquiert des participations sous la forme d'actions ordinaires ou d'actions privilégiées assorties de bons de souscription, qui garantissent les dépôts et les actifs. Cette opération peut se faire soit ouvertement, soit de façon non transparente (comme cela a été le cas dans nombre de pays européens).

- *Les banques touchées (et d'autres) durcissent les normes de crédit et commencent de se désendetter.* Une récession apparaît, avec des effets de retombée sur les échanges qui poussent dans la crise des économies ayant pourtant une gestion saine.
- *Les banques en difficulté réduisent leurs dividendes,* car elles consacrent une partie de leurs gains à la reconstitution des fonds propres et au provisionnement pour pertes, de sorte que les investisseurs de longue date sont confrontés non seulement à un risque de dilution (à mesure que de nouvelles actions sont émises) mais aussi à un risque de revenu.
- *Les taux d'intérêt sont brutalement réduits par les banques centrales et les mesures de liquidité se multiplient* pour atténuer les tensions, améliorer la rentabilité des banques et soutenir l'économie (en réalité, c'est le scénario classique de la trappe à liquidité).
- *Les actifs toxiques sont transférés sur les bilans publics* sous la forme de prêts et de garanties, qui devront être liquidés dans le cadre de la stratégie de sortie à long terme.
- *Les déficits publics s'envolent* du fait du ralentissement de la croissance et des interventions de l'État pour soutenir l'économie, et ils devront être réduits dans un contexte où la croissance tendancielle sera vraisemblablement plus lente, rendant cette tâche encore plus difficile
- On trouvera dans le tableau I.1 les principaux programmes de soutien mis en œuvre dans le secteur financier dans certains pays de l'OCDE.

Les États-Unis se distinguent avec un déficit de près de 80 % du PIB. Les chiffres pour les pays européens sont aussi très importants et vraisemblablement sous-estimés (en raison de la moins grande transparence dans la communication d'informations et de la manière dont les crises sont gérées). Dans certains pays de l'UE, ce problème est compliqué car les pertes concernent souvent des banques d'État qui accumulent pour l'avenir des passifs éventuels à financer par l'impôt.

Tableau I.1. Programmes de soutien

	Injection de capitaux (A)	Achat d'actifs et prêts par le Trésor (B)	Soutien de la banque centrale avec l'appui du Trésor (C)	Fourniture de liquidités et d'autres formes de soutien par la banque centrale (a) (D)	Garanties (b) (E)	TOTAL A+B+C+D+E	Financement public de démarrage (c)
Membres de l'OCDE							
Australie	0	0.7	0	0	n.a.	0.7	0.7
Allemagne	3.7	0.4	0	0	17.6	21.7	3.7
Irlande	5.3	0	0	0	257	263	5.3
Japon	2.4	6.7	0	0	3.9	12.9	0.2(f)
Pays-Bas	3.4	2.8	0	0	33.7	39.8	6.2
Corée du sud	2.5	1.2	0	0	10.6	14.3	0.2(g)
Espagne	0	4.6	0	0	18.3	22.8	4.6
Royaume-Uni	3.5	13.8	12.9	0	17.4	47.5	19.8(i)
États-Unis	4	6	1.1	31.3	31.3	73.7	6.3(j)

Source : Voir tableau III.9 du texte principal.

L'Australie a été l'un des pays de l'OCDE les plus performants. Cette observation repose sur plusieurs aspects dont certains peuvent être utilisés pour justifier certaines des analyses présentées dans le corps du texte. Pourquoi ce pays a-t-il obtenu de relativement bons résultats ?

Une des raisons est que l'Australie avait de très bons fondamentaux macroéconomiques au début de la crise, contrairement à nombre d'autres pays, à commencer par un excédent budgétaire et des taux d'intérêt élevés (non faussés par la nécessité pour la banque centrale de privilégier la supervision prudentielle et la politique monétaire). Cela a permis de soutenir fortement l'économie.

Deuxièmement, l'Australie a depuis longtemps adopté une structure réglementaire saine à deux pôles (« twin-peaks ») (supervision prudentielle par l'APRA [Australian Prudential Regulatory Authority] et droit des sociétés et information des consommateurs, etc. par l'ASIC [Australian Securities and

Investment Commission]). La banque centrale n'est pas responsable de la gestion prudentielle, car cela peut conduire à des conflits d'objectifs (la RBA s'occupe uniquement de la politique monétaire, des fonctions de prêteur de dernier recours et de la stabilité du système de paiement).

Troisièmement, l'Australie a mis en œuvre une politique de la concurrence claire et rationnelle, appliquant l'approche des quatre piliers à ses grandes banques (les quatre oligopoles moyens ne sont pas autorisés à fusionner et ne se sont donc pas concurrencés excessivement sur le marché des titres).

Enfin, une grande banque d'investissement de l'Australie a été encouragée à mettre en place une structure de holding passive en 2007 et la séparation légale des succursales opérationnelles a contribué à protéger le bilan du groupe dans son ensemble du risque de contagion.

L'Australie a aussi eu de la chance à deux égards :

- Premièrement, les banques d'investissement des États-Unis et des pays européens accaparant une grande partie des activités locales, les problèmes de concurrence excessive en matière de titrisation et de produits dérivés ont été des préoccupations surtout pour ces pays.
- Deuxièmement, la situation en Australie est indissociable de la croissance économique dans la région asiatique, où les fondamentaux sont meilleurs qu'aux États-Unis ou en Europe.

Les problèmes auxquels sont confrontées les autres parties du monde pour faire face à la crise sont loin d'être terminés. Les enseignements tirés de l'ensemble des crises de solvabilité passées sont triples. Face à une telle situation, il faut :

1. *Étendre l'assurance des dépôts pour éviter une ruée sur les banques.*
2. *Supprimer les actifs toxiques des bilans bancaires.* Ces actifs devraient être placés dans une structure de défaisance (« bad bank ») pendant plusieurs années, dans l'espoir que les valeurs à l'échéance seront meilleures que les valeurs marchandes actuelles des actifs illiquides.

3. *Recapitaliser les banques dont l'actif a été assaini et en sortir* (vendre les participations de l'État dans les banques et retransférer tous les prêts et garanties des bilans publics au secteur privé).

Où en sommes-nous de notre réponse à la crise ?

Malheureusement, nous n'avons guère progressé et nous sommes confrontés à une très longue période de faible croissance, à mesure que les déficits budgétaires sont stabilisés et lentement réduits dans des circonstances peu favorables. En effet, les pays n'ont pas encore résolu le problème de la suppression des actifs toxiques des bilans bancaires. Aux États-Unis, un PPIP (public-private investment plan) a été élaboré (et constitue un effort raisonnablement satisfaisant), mais cela n'a rien donné de concret pour le moment. En Europe, la Suisse a sorti les actifs toxiques de l'UBS et seuls deux pays de l'UE ont commencé de concevoir des structures de défaisance ; mais sans que cela aille plus loin.

Des approches moins transparentes ne changent rien. Les banques connaissent les faits et elles ne prêteront pas de toute façon si elles n'ont pas de fonds propres et doivent rendre des comptes aux organismes de réglementation sur la restructuration de leurs bilans, et le désendettement se poursuit ; L'absence de transparence peut conduire à des retards dans l'action et à des pertes plus importantes au final pour les contribuables. Elle conduira aussi les investisseurs à se montrer réticents et entraînera une augmentation permanente du coût du capital : la prime de risque politique de l'investissement dans les entreprises financières augmentera.

En bref, beaucoup de chemin reste à parcourir avant que des stratégies de sortie des mesures de crise exceptionnelles puissent être envisagées, alors que la faiblesse des crédits bancaires associée à l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires est un cocktail dangereux.

Les opérations de portage ont déjà recommencé (des bulles des prix des matières premières et de certaines valeurs boursières de pays émergents se forment de nouveau suite à ces opérations) et le processus de réforme progresse lentement et

parfois pas dans la bonne direction. Dans ces conditions, les politiques de soutien pourraient rester en place pendant trop longtemps, alors que la lenteur de la croissance rendra encore plus difficile la réduction des déficits budgétaires.

Les impératifs de la réforme et le démantèlement des politiques de caractère exceptionnel

La stratégie de sortie exige des décideurs qu'ils réfléchissent aux conditions qu'ils veulent mettre en place, et ce ne sont sûrement pas des structures d'incitation identiques à celles utilisées avant la crise ! Un cadre d'action rationnel s'articule autour de six impératifs fondamentaux que toutes les juridictions devraient s'efforcer de satisfaire, à savoir :

1. *La nécessité d'augmenter considérablement les fonds propres* — en faisant de la réduction du taux d'endettement un objectif fondamental de l'action menée. L'Europe a beaucoup de chemin à parcourir à cet égard pour que les conditions s'égalisent dans tous les pays du monde.
2. *L'élimination des possibilités d'arbitrage entre les paramètres d'action* en évitant de subventionner le coût du capital. Un grand nombre des éléments du système de Bâle concernant les règles d'adéquation des fonds propres devraient ainsi être éliminés (le plafonnement du ratio de levier financier devenant la contrainte de base, comme recommandé dans le rapport Turner et à l'OCDE)¹. Il faut aussi dans cette optique examiner la façon dont les taux de l'impôt sur le revenu, les plus-values et les sociétés interagissent avec l'innovation financière et les produits dérivés, générant une concentration des risques, et faire en sorte que les possibilités de tirer parti de ces distorsions soient éliminées.
3. *La nécessité de réduire le risque de contagion au sein des conglomerats*, au moyen de structures spéciales ou de réglementations coupe-feu. Cette question est liée dans une certaine mesure au problème d'aléa moral découlant de la notion d'établissements trop gros pour faire faillite. Il faut établir de façon crédible que les filiales et les

succursales des grandes entreprises ne peuvent faire peser de risques sur le bilan de l'ensemble du groupe — elles peuvent être fermées par un organisme de réglementation sans toucher aux autres membres du groupe.

4. *La nécessité d'éviter une concurrence excessive dans les secteurs de la banque et du courtage* (problème décrit en son temps par la phrase « Tant que la musique joue, il faut continuer à danser ») et de revenir au modèle bancaire du crédit. Les oligopoles stables de l'Australie et du Canada ont bien résisté durant la crise actuelle, ce qui tend à soutenir cette idée².
5. *Une réforme de la gouvernance des entreprises est requise*, l'OCDE recommandant la dissociation des fonctions de Président et de Directeur général (sauf pour les petites banques où le DG est le seul actionnaire) ; la création d'un poste de responsable des risques rendant compte au Conseil et dont les conditions d'emploi ne dépendent pas du DG ; un renforcement du critère d'aptitude en l'élargissant à la compétence et une définition claire des obligations fiduciaires. Ces réformes contribueraient beaucoup à régler les problèmes de la rémunération qui ont été beaucoup débattus ces temps ci.
6. *La nécessité, dans certaines juridictions clés, de rationaliser la gouvernance des organismes de réglementation, qui ont misérablement échoué dans la phase précédant la crise.* La référence pour une structure de réglementation rationnelle est le modèle « twin peaks » — une autorité chargée du comportement des entreprises et de la protection des consommateurs et une autorité chargée de la réglementation prudentielle. Les banques centrales ne doivent faire partie d'aucun de ces deux organismes car cela conduirait à un conflit d'intérêt.

Il semble très peu probable que ces impératifs seront satisfaits dans le proche avenir — nombre de gouvernements ne considèrent même pas que l'ensemble de ces objectifs soient souhaitables. Le point de départ est toujours constitué par les règles, réglementations et structures institutionnelles existantes et le processus de changement se situe toujours à la marge. La

pensée unique implicite dans les paradigmes économiques et marchands est malheureusement longue à se modifier.

Ainsi, la sortie de l'État du capital des banques et le retrait des garanties et prêts et des autres formes d'aide interviendront vraisemblablement dans des conditions moins que satisfaisantes. Les problèmes liés aux actifs toxiques et à la recapitalisation seront réglés lentement et les masquer au moyen de changements des règles comptables ne servirait à rien à terme. Bien qu'elle améliore les gains affichés par les banques, la réduction de la transparence ne modifie pas les problèmes de solvabilité sous-jacents, mais peut contribuer à retarder les politiques indispensables et à différer la recherche de solutions aux problèmes.

La réforme des régimes mondiaux de change et le règlement du problème du dollar en tant que monnaie de réserve sont extrêmement importants, mais il est peu probable qu'ils interviendront à bref délai.

À court terme, les principaux risques sont les suivants : lente croissance et déficits budgétaires ingérables ; réapparition des bulles d'actifs en raison d'une politique monétaire accommodante ; et récession à double creux, à mesure que l'incidence de l'action de stimulation budgétaire s'estompe et que des tentatives d'assainissement des finances publiques deviennent nécessaires.

Les risques en longue période sont les suivants : augmentation des taux d'intérêt à long terme, à mesure que le processus de sortie (c'est-à-dire le transfert des participations et de la dette des bilans du secteur public aux bilans du secteur privé et la réduction des déficits budgétaires) commence de se manifester ; pression de stagflation ; et impuissance à utiliser la crise actuelle comme catalyseur pour des réformes réglementaires de grande portée et compatibles au niveau mondial, avec pour base les six éléments fondamentaux notés plus haut.

Les stratégies de sortie doivent être généralement compatibles avec les objectifs économiques à long terme. Ces objectifs sont notamment les suivants :

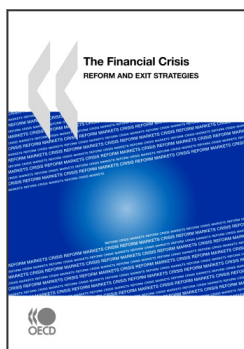
- Une circulation plus efficace et plus symétrique de l'information (transparence) pour réduire le risque de crises de liquidité.
- Une réglementation non génératrice de distorsions.
- Un gouvernement d'entreprise et des régimes fiscaux qui incitent à mieux maîtriser les risques.
- Des structures sociétaires qui évitent le risque de contamination par des sociétés apparentées.
- Des marchés concurrentiels offrant l'égalité des chances aux niveaux national et international.
- Une politique macroéconomique et une politique sociale qui s'inscrivent dans la durée et n'évincent pas l'activité privée ou ne nuisent pas aux perspectives d'emploi et de bien-être à long terme.

Le reste du présent rapport est axé sur les deux problématiques ci-après :

- **Partie II** : Comment réformer l'environnement dans lequel évoluent les acteurs des marchés financiers pour éviter qu'une autre crise de ce type n'éclate à l'avenir ; et
- **Partie III** : Comment sortir des mesures d'urgence qui ont été mises en place pour faire face à la crise.

Notes

1. Financial Services Authority 2009, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, y compris le document de synthèse 09/02, mars. Voir : "Finance, concurrence et gouvernance : priorités pour la réforme et stratégies de sortie des mesures d'urgence", document établi pour la Réunion du Conseil au niveau des Ministres de l'OCDE, juin 2009.
2. Comme avancé par l'ex-gouverneur de la RBA, Ian Macfarlane, lors de la Summer School Conference de l'ASIC de 2009.



Extrait de :
The Financial Crisis
Reform and Exit Strategies

Accéder à cette publication :

<https://doi.org/10.1787/9789264073036-en>

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2010), « Introduction », dans *The Financial Crisis : Reform and Exit Strategies*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264073050-2-fr>

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.