

La crise financière

RÉFORME ET STRATÉGIES DE SORTIE



ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements de 30 démocraties œuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que le gouvernement d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de l'activité de collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les interprétations exprimées ne reflètent pas nécessairement les vues de l'OCDE ou des gouvernements de ses pays membres.

ISBN 978-92-64-07304-3 (imprimé)
ISBN 978-92-64-07305-0 (PDF)

Publié en anglais : *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*

Les corrigenda des publications de l'OCDE sont disponibles sur : www.oecd.org/editions/corrigenda.

© OCDE 2010

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.

Avant-propos

Face à la crise qui a éclaté en 2008, les gouvernements ont été contraints d'engager des actions sans précédent pour renflouer les systèmes financiers. A mesure que la reprise économique se confirme, il leur faudra retirer les mesures exceptionnelles mises en œuvre pour soutenir les marchés de capitaux et les institutions financières. Ce sera là une tâche complexe, dont le bon échelonnement dans le temps sera déterminant. Un retrait trop précipité risquerait de compromettre les gains en matière de stabilisation financière et de reprise économique. Il importe aussi de mettre en place des réformes structurelles de façon que les marchés et les institutions puissent opérer dans un nouvel environnement et que les incitations soient améliorées.

Dès le départ, l'OCDE a reconnu la nécessité de mesures de sortie et s'est interrogée sur leur nature et leur finalité. Il est évident que les marchés de capitaux ne peuvent revenir à l'état antérieur. Mais les incitations et les dysfonctionnements qui ont plongé les institutions dans cette situation périlleuse sont nombreux : structures des rémunérations, gestion des risques, performance des conseils d'administration, modifications des normes de fonds propres, etc. ; et de plus ils ont interagi de façon inattendue avec les règles fiscales, voire avec la structure des institutions elles-mêmes. Il faudra du temps pour trouver une solution à tous ces problèmes, mais dans certains cas, il est urgent d'agir et un effort est indéniablement nécessaire. On ne peut laisser les marchés de capitaux faire subir à nouveau à l'économie mondiale les épreuves qu'elle a endurées au cours de l'année écoulée.

Les deux questions au centre du présent rapport sont donc les suivantes : comment et quand les pouvoirs publics peuvent-ils démanteler en toute sécurité les mesures d'urgence ? Et

comment peut-on réformer de manière rationnelle les marchés de capitaux ? L'objectif est de mettre en évidence et d'expliquer les liens entre un large éventail de problèmes et, ce faisant, de contribuer aux efforts mondiaux déployés pour relever ces défis



Carolyn Ervin
Directeur, Direction des affaires financières et des entreprises

REMERCIEMENTS

Cet ouvrage a été rédigé par un groupe d'auteurs de la Direction des affaires financières et des entreprises de l'OCDE. Le groupe de rédaction, présidé par M. Adrian Blundell-Wignall, était composé de M. Paul Atkinson (consultant), M. Sean Ennis, M. Grant Kirkpatrick, M. Geoff Lloyd, M. Steve Lumpkin, M. Sebastian Schich et M. Juan Yermo.

Table des matières

Résumé des principaux thèmes.....	9
Principes de la réforme	9
Principes des stratégies de sortie	10
I. Introduction	13
Où en sommes-nous de notre réponse à la crise	21
Les impératifs de la réforme et le démantèlement des politiques de caractère exceptionnel.....	22
Les stratégies de sortie doivent être généralement compatibles avec les objectifs économiques à long terme.....	25
Notes	25
II. Priorités de la réforme des incitations sur les marchés de capitaux.....	27
A. Enseignements de l'expérience passée.....	29
B. Renforcer le dispositif réglementaire.....	32
1. Simplifier l'écheveau des autorités de tutelle ou réglementaires et clarifier les responsabilités	32
2. Mettre l'accent sur les règles prudentielles et comportementales des entreprises et leur mise en œuvre	35
3. Attention à la prise en otage de la réglementation.....	38
C. Mettre l'accent sur l'intégrité et la transparence des marchés de capitaux	40
1. Rétablir la confiance dans l'intégrité des marchés de capitaux	40
2. Renforcer la communication d'informations et le traitement des informations par le marché.....	40
3. Vérification comptable	41
4. Agences de notation de crédit.....	42
5. Instruments dérivés	43
6. Normes comptables	45

D.	Durcir les règles d'adéquation des fonds propres.....	45
1.	Vérifier l'adéquation des fonds propres : plus de fonds propres, moins d'effet de levier	46
2.	Renforcer la gestion de la liquidité	47
3.	Éviter de subventionner le coût du capital par le biais de la réglementation.....	48
4.	Éviter le biais procyclique du dispositif	49
5.	La solution du ratio de levier financier	49
E.	Améliorer la connaissance des effets des politiques fiscales sur la robustesse des marchés de capitaux.....	51
1.	Dette ou fonds propres.....	51
2.	Gains en capital ou revenu et titrisation.....	52
3.	Lien fiscal possible avec l'essor des contrats d'échange sur le risque de défaillance	54
4.	Paradis fiscaux et structures ad hoc	55
5.	Déductibilité des intérêts hypothécaires	56
6.	Fiscalité et adéquation des fonds propres bancaires	56
7.	Travaux complémentaires.....	58
F.	Garantir la reddition de compte de sorte que les actionnaires sachent à qui appartiennent les capitaux à risques	58
1.	Renforcer le gouvernement d'entreprise des entreprises financières	58
2.	Assurance des dépôts, garanties et risque subjectif.....	59
G.	Structures des sociétés financières complexes	66
1.	Risque de contagion et mécanismes coupe-feu	66
2.	La structure des holdings passives.....	70
3.	Avantages de la structure de type holding passive	73
H.	Renforcer les programmes d'éducation financière et la protection des consommateurs.....	74
	Notes.....	76
III.	Levée progressive des mesures d'urgence	81
A.	Chronologie d'une discrimination progressive des mesures d'urgence	83
B.	Le repositionnement du secteur financier	87
1.	Mettre en place des mécanismes de règlement de la crise et des défaillances des institutions financières.....	87
2.	Instaurer une fonction modifiée de soutien de la liquidité par le secteur public	91

3. Assurer la poursuite des activités des banques viables recapitalisées	92
4. Retrait des aides d'urgence à la liquidité et des prêts publics	92
5. Éliminer les garanties qui faussent l'évaluation des risques et la concurrence.....	94
C. Favoriser les structures sociétaires qui améliorent la stabilité et la concurrence	95
1. Agir prudemment dans le domaine des fusions et concevoir soigneusement les aides.....	95
2. Fusions concurrentielles et politique de la concurrence	96
3. Structures conglomerales favorisant la transparence et la concurrence et simplifiant les mesures de régulation et de surveillance	97
4. Applicabilité intégrale des règles de concurrence.....	97
D. Renforcer le gouvernement d'entreprise.....	98
1. Indépendance et compétence des administrateurs	99
2. Responsable de la gestion des risques	99
3. Responsabilité fiduciaire des administrateurs.....	100
4. Rémunération.....	100
E. Privatiser les banques recapitalisées.....	101
1. Pour les apports en fonds propres, il faut tirer parti des gisements de capitaux à long terme	101
2. Un bon environnement concurrentiel	102
3. Ajuster les régimes d'assurance-dépôts	102
F. Réussir la privatisation	103
G. Rentabiliser au maximum la cession des mauvais actifs.....	105
H. Renforcer les régimes de retraite	106
Notes	112

Encadrés

Encadré II.1. Réformes des marchés de capitaux prévues par le Groupe des Vingt.....	30
Encadré II.2. La dotation en effectifs de l'autorité de surveillance financière	36

Tableaux

I.1.	Programmes de soutien	19
II.2.	Intermédiation financière et ressources affectées à la surveillance dans certains pays de l'OCDE	37
II.3.	Ratios de levier financier du secteur financier avant la crise	47
II.4.	Biais fiscal à l'encontre des fonds propres dans les pays de l'OCDE	53
II.5.	Formules d'assurance des dépôts dans quelques pays de l'OCDE	61
II.6.	Versements effectués au profit des principales contreparties d'AIG entre le 16 septembre et le 31 décembre 2008	64
II.7.	Restrictions relatives aux sociétés affiliées applicables avant la loi Gramm-Leach-Bliley	69
III.8.	Situation budgétaire des administrations publiques	83
III.9.	Mesures prises face à la crise : efforts de sauvetage du secteur financier	85
III.10.	Avoirs des régimes privés de retraite et taux de remplacement des régimes publics de retraite, 2007	109

Graphiques

II.1.	Encours des contrats d'échange sur risque de défaut et valeur de remplacement positive	44
II.2.	Prix des logements et endettement des ménages	57
II.3.	Loi Glass-Steagall et variations dans le temps des règles relatives aux coupe-feu	71
II.4.	Opacité du modèle de banque universelle	72
II.5.	Structure de holding passive, avec coupe-feux	74

Résumé des principaux thèmes

Principes de la réforme

De nombreuses questions doivent être résolues pour rétablir la confiance du public dans les marchés de capitaux et mettre en place des incitations propres à favoriser un équilibre prudent entre le risque et la recherche du rendement dans l'activité bancaire. S'il existe des marges de flexibilité considérables pour des cas concrets, certaines priorités stratégiques s'imposent en matière de réforme :

- Simplifier le cadre réglementaire, souligner l'importance des règles prudentielles et des règles de conduite des affaires et renforcer les incitations à respecter ces règles.
- Mettre l'accent sur l'intégrité et la transparence des marchés de capitaux ; parmi les priorités doivent figurer la communication d'informations et la protection contre la fraude.
- Réformer les règles d'adéquation des fonds propres afin qu'il y ait dans le système beaucoup plus de capitaux à risques (et moins d'endettement) que cela n'a été le cas jusqu'ici. Les réglementations ne devraient pas amplifier les évolutions conjoncturelles et devraient encourager une meilleure gestion des liquidités dans les établissements financiers.
- Éviter les entraves aux flux internationaux d'investissement ; cela sera indispensable pour attirer des montants suffisants de capitaux frais.
- Renforcer la gouvernance des établissements financiers et veiller à l'obligation de rendre compte aux actionnaires et créanciers détenant des capitaux à risques. Des structures

de type holding passive (« Non-Operating Holding Company (NOHC) ») devraient être encouragées pour les entreprises financières complexes.

- Une fois la crise passée, laisser les détenteurs de capitaux à risques, y compris les grands créanciers, enregistrer des pertes lorsqu'ils font des erreurs. Cela contribuera à réduire les problèmes d'aléa moral découlant des mesures d'urgence exceptionnelles et de l'octroi de garanties.
- Mieux comprendre les effets des politiques fiscales sur la solidité des marchés des capitaux.
- Face à la complexité croissante des produits financiers et au transfert des risques aux ménages (y compris le risque de longévité), mettre en place des programmes d'éducation et de protection des consommateurs.

Principes des stratégies de sortie

Les réformes nécessaires doivent être engagées aussi rapidement que possible. Stabiliser la situation économique et financière prendra du temps. Mais une fois ce résultat acquis, les gouvernements devront lancer le processus de sortie des mesures d'aide exceptionnelles qui se sont multipliées pour enrayer la crise. La situation restant fragile, la reprise ne doit pas être compromise par un retrait précipité des diverses mesures de soutien. Il faut privilégier la réussite du processus de démantèlement plutôt que sa rapidité. Si une grande dose de pragmatisme est de mise, il faudra établir dès le départ des principes directeurs clairs, à savoir :

- Le calendrier de sortie (notamment la cession intégrale des actions avec droit de vote détenues par l'État) dépendra en partie des progrès de la réforme de la réglementation et des autres réformes compatibles avec les principes ci-dessous.
- Des conditions de concurrence équitables seront à terme rétablies et les mesures de soutien retirées.
- Les entreprises viables seront assainies et devront opérer dans le respect des règles du marché.

- Les mesures de soutien ne seront pas retirées de façon précipitée, mais elles seront tarifées sur une base de plus en plus réaliste.
- Si les bénéficiaires ne trouvent pas les moyens de se passer de ces mesures, cette tarification comportera de plus en plus un élément de pénalité.
- Lorsque des réserves suffisantes de fonds propres seront disponibles, les entreprises financières détenues ou contrôlées par l'État seront privatisées et devront fonctionner sans aucune des garanties implicites qui vont normalement de pair avec une participation publique.
- Les actifs toxiques et les sûretés correspondantes restant entre les mains de l'État doivent être gérés de façon à en récupérer la plus grande partie possible pour les contribuables à moyen terme.
- Renforcer la confiance du public dans les régimes privés de retraite, améliorer la santé financière de ces régimes et encourager des dispositifs hybrides pour réduire les risques.

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 conglomérats*, 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.

II. Priorités de la réforme des incitations sur les marchés de capitaux

Face à la crise financière actuelle, les pouvoirs publics ont soutenu des institutions financières en faillite et pourraient devoir continuer de le faire. Nombre de banques ne fonctionnent pas normalement et la confiance dans le système financier continue de se dégrader. La présente section examine les enseignements des expériences passées et souligne la nécessité de clarifier les responsabilités des institutions de réglementation et de rétablir la confiance dans l'intégrité des institutions financières.

La crise en cours a déjà exigé qu'un soutien soit apporté à des institutions financières en faillite dans nombre de juridictions. Aussi longtemps que les prix des biens continuent de diminuer et que la récession nuit à la qualité des actifs bancaires, de nouveaux établissements devront être soutenus. Un trop grand nombre de banques, qu'elles soient encore indépendantes ou appuyées par l'État, ne sont pas prêtes ou ne sont pas disposées à fonctionner normalement. Dans ces conditions, la pénurie de crédits persiste et la confiance dans le système financier continue de se dégrader.

A. Enseignements de l'expérience passée¹

Parmi les trois enseignements notés plus haut, il faut souligner que les pouvoirs publics ont tous mis en place des garanties massives, mais la deuxième étape requise — la suppression des actifs toxiques des bilans des banques -- n'avait pas beaucoup progressé en août 2008. De fait, la modification des règles comptables visant à donner aux banques une plus grande marge de manœuvre pour déterminer si les actifs doivent être valorisés aux prix du marché ou s'il convient d'actualiser les flux de trésorerie futurs des actifs détenus jusqu'à leur échéance (avec de meilleures valeurs comptables) a éliminé une grande partie de l'incitation des banques à participer. Dans ces conditions, la stratégie semble surtout consister désormais à associer des mesures de liquidités et des garanties, ce qui contribue à faire grimper les prix des actions (rendant moins chère les nouvelles émissions) et à réduire les marges (diminuant les pertes et améliorant les positions de fonds propres). L'approche consistant à ne pas s'occuper directement des actifs toxiques a échoué au Japon ("décennie perdue") et a aussi été abandonnée lors de la crise de l'épargne et du crédit des États-Unis dans les années 80.

Des programmes budgétaires ont été introduits pour stimuler la demande et ralentir la spirale à la baisse de l'économie réelle due à la crise. À mesure que le chômage augmente, le filet de sécurité sociale sera aussi étendu. Étant donné que la cause de

la crise est financière et que l'aggravation du chômage conduit à de nouvelles défaillances sur prêts, il est urgent de résoudre les aspects financiers de la crise afin d'empêcher les chiffres du chômage de s'aggraver. Des politiques en matière de dépenses et d'impôts seront indispensables pour encourager une réduction du chômage.

Encadré II.1. Réformes des marchés de capitaux prévues par le Groupe des Vingt

La déclaration de novembre du sommet sur les marchés financiers et l'économie mondiale des dirigeants du Groupe des Vingt constitue le point de départ d'une réforme systémique en proposant un ensemble de principes convenus :

- renforcer la transparence et la responsabilité ;
- favoriser une régulation saine ;
- promouvoir l'intégrité des marchés financiers ;
- renforcer la coopération internationale ;
- réformer les institutions financières internationales.

Les dirigeants du Groupe des Vingt ont aussi défini un vaste plan d'action pour la mise en œuvre de ces principes et ont demandé à leurs ministres de réaliser des avancées dans un certain nombre de domaines avant fin mars 2009 (pour la documentation du G20, voir www.g20.org).

Quatre groupes de travail ont été mis en place et ont déjà fait rapport sur les moyens de transcrire ces principes dans la réalité. En outre, un certain nombre de rapports de fond ont été établis qui examinent les questions et formulent des recommandations concrètes ; les plus importants sont le Rapport de Larosière¹ pour la Commission européenne, le Rapport Turner et la note de réflexion jointe² pour la Financial Services Authority du Royaume-Uni et le rapport établi par le Groupe des Trente³, groupe d'éminents anciens hauts fonctionnaires. Enfin, le ministère du Trésor des États-Unis a fixé ses priorités de réforme⁴. Ces rapports ne mettent pas l'accent sur les mêmes sujets et présentent des désaccords de fond sur des points spécifiques, mais dans l'ensemble, ils constituent un programme étoffé qui guidera l'action future.

Les dirigeants du Groupe des Vingt se sont de nouveau réunis en avril ; ils ont examiné les progrès accomplis et se sont engagés à faire tout le nécessaire pour restaurer la confiance, la croissance et l'emploi. En outre : (i) ils ont défini un ensemble plus détaillé de priorités pour renforcer le système financier, et (ii) ils se sont engagés à accroître les ressources des institutions financières internationales chargées d'assurer un flux approprié de capitaux vers les marchés émergents et les pays en développement afin de protéger leurs économies et d'étayer la croissance mondiale.

Les dirigeants du Groupe des Vingt se réuniront de nouveau avant la fin de l'année.

1. J. de Larosière, *et al*, *Rapport du groupe de haut niveau sur la supervision financière dans l'UE*, Bruxelles, février 2009.
2. Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, incluant la note de réflexion 09/2, mars, 2009.
3. Groupe des 30, *Report by the G-30, A Framework for Financial Stability*.
4. US Treasury, *Framework for Regulatory Reform*, mars 2009.

On ne peut pas encore dire si l'approche actuelle sera efficace à court terme. En fin de compte, toutefois, des réformes sont nécessaires dans plusieurs domaines pour créer des incitations sur les marchés de capitaux qui encouragent un meilleur équilibre entre la recherche de la rentabilité et la prudence en matière de prise de risque.

Le programme d'action envisagé est vaste et ambitieux (voir encadré II.1) et sa mise en œuvre a déjà commencé. Là où c'est possible, il importe de concevoir de nouvelles mesures budgétaires et financières compatibles avec ce programme (afin d'éviter que les politiques ne soient inversées plus tard).

Il est aussi indispensable de prendre en compte le fait que les marchés examineront de façon critique la viabilité des mesures prises face à la crise. Si ces politiques sont considérées comme inadaptées, c'est-à-dire comme non viables, le marché les rejettera et la crise s'aggravera. Lorsqu'ils définiront les mesures d'urgence, les décideurs doivent privilégier (si possible) les actions qui sont compatibles avec les objectifs à long terme afin de renforcer la crédibilité.

B. Renforcer le dispositif réglementaire

1. Simplifier l'écheveau des autorités de tutelle ou réglementaires et clarifier les responsabilités

L'un des grands mythes entourant la crise actuelle veut qu'elle se soit produite dans un vide réglementaire. Certes, les initiatives de déréglementation et l'invocation limitée de la réglementation ont joué un rôle dans la crise. Mais ces évolutions sont intervenues au sein d'un dispositif d'ensemble marqué par des règles complexes et par un pouvoir réglementaire exercé par de multiples organismes dont les responsabilités n'ont pas toujours été clairement définies ni adaptées à un monde en pleine mutation. De plus, ces autorités se sont parfois trouvées investies de missions pour lesquelles elles étaient mal armées. Dans un tel contexte, des mesures de déréglementation partielle peuvent facilement aboutir à des problèmes « d'optimum de second rang », et partant, à de moins bons résultats en renforçant les distorsions existantes. C'est ce qui semble s'être produit.

Aux États-Unis, la loi Gramm-Leach-Bliley de 1999 a permis aux filiales de banques d'exercer la plupart des activités financières et de concurrencer par là-même les maisons de titres et les compagnies d'assurance. Les caisses d'épargne ont pu elles aussi se livrer à des activités bancaires ou des opérations sur valeurs mobilières. La loi a également simplifié le contrôle des holdings bancaires en clarifiant le rôle d'autorité de contrôle consolidé de la Réserve fédérale. Par ailleurs, cette loi a réaffirmé le rôle de la réglementation « fonctionnelle » (les mêmes activités doivent relever de la tutelle de la même autorité) des différentes sociétés affiliées par les diverses autorités de tutelle des États ou de l'échelon fédéral tout en admettant un certain nombre de formules de contrôle au niveau des groupes. Dès 2005, le General Accounting Office (GAO) avait exprimé ses préoccupations quant à ce dispositif, notant : « les multiples autorités de tutelle apportent certes des compétences essentielles pour peser dans leurs domaines, mais ont du mal à apprécier la position de risque d'ensemble de grands conglomérats ou à identifier et traiter préventivement de risques qui s'affranchissent des frontières sectorielles »². En 2007, le GAO déclarait au Congrès que la Réserve fédérale, l'Office of Thrift Supervision

(OTS – autorité de tutelle des caisses d'épargne) et la Securities and Exchange Commission (SEC) « emploient des principes et méthodes un peu différentes dans leurs programmes de surveillance consolidée » et réitérait sa recommandation en faveur d'une modernisation ou d'une consolidation du dispositif de réglementation³.

Le plus important peut-être, c'est qu'aucune disposition n'a été prévue, alors que la SEC restait responsable des filiales de courtage et de contrepartie des banques d'investissement, pour instaurer une surveillance consolidée obligatoire de ces banques même lorsqu'elles possèdent des filiales bancaires⁴. Cela a posé un problème aux maisons de titres présentes sur les marchés internationaux dans la mesure où leur intervention en Europe supposait une surveillance consolidée aux termes de la Directive de l'UE sur les conglomérats financiers.

Pour remédier à cette situation, la SEC a adopté en 2004 un programme purement facultatif concernant les « Consolidated Supervised Entities » (CSE – entités soumises à une surveillance consolidée). La Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni a estimé que ce dispositif était « équivalent » aux régimes appliqués par d'autres autorités de contrôle reconnues sur le plan international et qu'il assurait un contrôle analogue, tout en étant loin d'être identique, à la surveillance des holdings bancaire exercée par la Réserve fédérale. Ce dispositif s'est avéré inadapté⁵. De plus, même si la SEC avait été bien armée pour assumer des missions de surveillance d'activités allant au-delà de celles des filiales de courtage et de contrepartie, la possibilité d'appliquer différentes approches de l'exécution du droit relevée par le GAO aurait toujours pu fausser la concurrence.

En Europe, le Plan d'action pour les services financiers publié en 1999 comportait 42 mesures visant à parachever le marché unique des services financiers en : (1) unifiant le marché « de gros » ; en (2) créant un marché ouvert et sûr des services « grand public » ; et en (3) appliquant des règles et un contrôle prudentiels fondés sur les techniques les plus récentes. Les missions de contrôle ont été confiées aux autorités nationales, de sorte que les règles de l'UE pouvaient donner lieu à des interprétations différentes de la part des différentes autorités de tutelle nationales. Cela a fait de l'amélioration de la coordination

du contrôle à l'échelle de l'UE l'une des grandes priorités. Dans le cadre du dispositif « Lamfalussy », des comités réunissant les autorités européennes de surveillance des valeurs mobilières, des activités bancaires, des assurances et des pensions professionnelles (les comités de « niveau 3 ») ont été créés pour permettre à ces autorités de communiquer et d'appliquer les règles de façon cohérente. Toutefois, comme l'a conclu le Rapport de Larosiere, ce dispositif manque de cohésion. En fin de compte, (1) le système est très complexe, les institutions financières opérant à l'échelle transnationale se trouvant face à un grand nombre d'autorités de contrôle et (2) la compétence et les domaines de compétence des autorités de contrôle ne correspondent pas aux activités effectives des entreprises financières, ce qui est, à tout le moins, un facteur de complexité de la gestion des risques et du respect de la réglementation.

Au Japon, le pouvoir de surveillance financière a été transféré en 1998 du ministère des Finances à l'Autorité de surveillance financière, organisme réformé en 2000 par sa fusion avec le Bureau de planification du système financier du ministère des Finances pour devenir l'Autorité des services financiers. En Corée, un grand mouvement de consolidation du dispositif réglementaire a été réalisé à la suite des difficultés rencontrées par le secteur bancaire à la fin des années 80. La surveillance financière a été consolidée au sein d'une autorité unique, la Commission des services financiers, créée en 1998.

Il convient de simplifier les structures de réglementation en vue de clarifier les mandats et les missions et, à tout le moins aux États-Unis, de réduire les possibilités « d'arbitrages entre instances ». La surveillance doit s'exercer sur toutes les activités de services financiers et, à tout le moins lorsque ces activités sont substantielles, sur la société mère qui les assure. En général, le passage à une autorité de tutelle unique sur le modèle de la proposition du Trésor des États-Unis concernant les « entreprises d'importance systémique », autorité convenablement dotée en personnel et financée, avec des mandats précis, serait souhaitable. Autre solution, la consolidation des compétences « en fonction des objectifs » dans le cadre d'autorités de tutelle séparées chargées de la réglementation prudentielle et du comportement des entreprises, adoptée en Australie et aux Pays-

Bas⁶, rationaliserait sensiblement les dispositifs de nombreux pays.

Au sein de l'UE, la création d'une autorité de tutelle bancaire unique, déjà recommandée par l'OCDE⁷, constituerait un premier pas en avant. Aussi bien au sein qu'au-delà de l'UE, des complexités subsisteraient au niveau international, mais avec un nombre moins important d'autorités, la communication et une coopération cohérentes seraient sans doute plus faciles. Un principe directeur élémentaire requerrait cependant d'éviter de créer de nouvelles autorités sans réduire le nombre des instances existantes et reformuler leurs mandats.

2. Mettre l'accent sur les règles prudentielles et comportementales des entreprises et leur mise en œuvre

Une amélioration de la réglementation (ce qui ne veut pas dire « plus » de réglementation) suppose des dispositions qui marquent les limites de ce que l'on peut faire. Les autorités de tutelle ne sont pas bien placées pour gérer des banques. Leurs ressources sont trop souvent insuffisantes et leur fonctionnement est soumis à des contraintes de financement rigoureuses (voir encadré 2). Elles sont aussi détachées des marchés sur lesquels les établissements contrôlés opèrent régulièrement. Les obliger à avoir préséance sur le jugement d'affaires des banquiers a peu de chances de donner de bons résultats.

En revanche, l'accent devrait être mis sur la conception des règles prudentielles et de comportement des entreprises qui forment le cadre réglementaire et sur les dispositions permettant de les faire respecter. Ces règles influencent les comportements et si elles sont bien conçues elles peuvent et doivent faire coïncider les incitations de façon à obtenir des résultats sur le marché qui correspondent à un équilibre prudent entre la prise de risques et la recherche de rendement. La mise en œuvre des règles est essentielle car des règles qui ne sont pas appliquées risquent d'être négligées, ce qui invite à la fraude et à d'autres abus. Il est dès lors nécessaire de veiller à l'existence de personnels, de financements et de processus pour que l'application des règles soit efficace.

Encadré II.2. **La dotation en effectifs de l'autorité de surveillance financière**

Si on les mesure par la dotation en effectifs, les ressources affectées à la surveillance financière ces dernières années ont été maigres (tableau II.2). Il n'est pas possible d'évaluer si ces ressources ont été « adéquates » ou « suffisantes » sans tenir compte du mandat des autorités correspondantes, mais elles ont été minuscules à l'aune de la taille des institutions surveillées. En l'absence d'augmentation substantielle de ces ressources, il semblerait réaliste de se résigner à des ambitions modestes, y compris à une surveillance « allégée ».

Il convient de noter que les ressources affectées à la surveillance aux États-Unis n'ont pas suivi le rythme rapide de l'expansion du secteur concerné par cette surveillance. À la suite de l'adoption de la Loi Sarbanes-Oxley, la Securities and Exchange Commission a certes bénéficié d'une augmentation substantielle de ses effectifs, mais d'autres grandes autorités sont restées en retrait par rapport à la croissance du secteur, soit 9.5 % en termes d'emplois à temps plein et près de 28 % en termes de valeur ajoutée réelle de 2000 à 2006. Dans certains cas, notamment celui de l'Office of Thrift Supervision, ces ressources ont diminué. En revanche, les ressources affectées à la surveillance dans les principaux organismes des grands pays européens ont généralement progressé à un rythme conforme à l'expansion du secteur.

L'un des grands problèmes consiste à savoir jusqu'à quel point les politiques de réglementation et de contrôle doivent aller au-delà de l'approche « micro-prudentielle », centrée pour l'essentiel sur des institutions individuelles, pour adopter une démarche « macro-prudentielle » axée sur la stabilité systémique. Des initiatives en ce sens ont été reprises à leur compte par les chefs d'État et de gouvernement du G-20 lors de leur sommet d'avril. Les modalités concrètes de fonctionnement de ce dispositif sont en cours d'élaboration, mais à l'évidence, son efficacité repose sur la présence de trois éléments essentiels :

- Des procédures assurant une circulation systématique de l'information entre les autorités monétaires et les autorités de contrôle ;
- Des mécanismes efficaces d'alerte précoce ;
- Des moyens d'appliquer des mesures de contrôle efficaces.

Tableau II.2. **Intermédiation financière et ressources affectées à la surveillance dans certains pays de l'OCDE**

Pays	Intermédiation financière (ensemble)			Autorité	Ressources affectées à la surveillance personnel	
	Emploi		Val. ajoutée réelle		Niveau en 2006 ou de l'année la plus récente	Variation par rapport à 2000 ou l'année la plus proche
	Niveau en 2006 (plein temps)	Var. par rapport à 2000	Var. par rapport à 2000			
États-Unis	6.33 millions	9.5%	27.7%	Réserve fédérale (1)	2980	-8.3%
				Office of Controller of the Currency	2855('04)	-0.7%
				Office of Thrift Supervision	964	-24.2%
				New York State Banking Dept.	576	7.9%
				Securities and Exchange Commission	3916	26.3%
				Commodities and Futures Trading Commission	500	-10.1%
Allemagne	1.23 million (non ramené en TP)	-3.7%	-5.4%	Autorité de surveillance financière (BaFin)	1669	59.0%
				Bundesbank (1)	850	n.a.
Royaume-Uni	1.10 million (non ramené en TP)	-2.4%	37.4%	Financial Service Authority	2500	38.9%
France	764 000	8.6%	16.2%	Commission bancaire	600	n.a.
				Autorité des marchés financiers	352	10.0%
Italie	612 000	4.2%	13.6%	CONSOB (2)	451	10.5%
				ISVAP (3)	361	6.2%

1. personnel uniquement affecté à la surveillance

2. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

3. Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo

Source: Bases de données STAN et des comptes nationaux de l'OCDE ; *How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Markets, 2008*, Central Banking Publications, Londres.

Les deux premiers de ces éléments sont manifestement souhaitables, bien que le renforcement des procédures d'information soit sans doute plus facile à réaliser que des mécanismes d'alerte précoce plus efficaces, car l'avenir sera

toujours incertain. Le troisième, qui nécessite l'identification d'instruments et de moyens efficaces pour déclencher leur utilisation, risque de poser encore plus de difficultés. L'une d'elle sera de savoir comment choisir entre les taux d'intérêt et des « outils de politique prudentielle comme les exigences de fonds propres supplémentaires, les normes de liquidité, les quotités de prêt maximums et les réserves obligatoires »⁸ lorsque des ajustements discrétionnaires sembleront justifiés. Savoir comment les dirigeants des institutions financières vont s'adapter à une situation dans laquelle les règles qui guident leur comportement en matière de portefeuille pourront changer à tout moment pour des raisons indépendantes de leurs activités soulèvera d'autres difficultés. La contribution que les ajustements prudeniels discrétionnaires peuvent apporter à la sauvegarde du système financier devra être mise en balance avec les coûts éventuels découlant de l'incertitude générée chez les institutions financières quant au dispositif dans lequel elles opèrent.

3. Attention à la prise en otage de la réglementation

Il convient de veiller particulièrement au traitement de la menace de « prise en otage de la réglementation », processus par lequel les autorités de contrôle cherchent à faire plaisir aux agents ou aux institutions qu'elles surveillent tout en s'efforçant de mener à bien leur mission. Toute fonction de surveillance confiée à une autorité de tutelle, qu'il s'agisse d'exécuter des règles ou de porter des appréciations sur les décisions commerciales des dirigeants, risque d'être compromise à moins que ceux qui assument ces fonctions ne soient indépendants des agents qu'ils surveillent. Ce problème se pose dans les mêmes termes dans la plupart des domaines de la politique de réglementation, mais peut être particulièrement aigu dans les services financiers où les écarts de traitements et de rémunérations entre les contrôleurs et les contrôlés peuvent être très importants⁹. Les incitations pour les contrôleurs à maintenir de bonnes relations avec les personnes qu'ils contrôlent sont fortes dès lors qu'il existe une perspective réaliste d'obtenir un emploi futur assorti d'une rémunération bien plus élevée. Les changements fréquents de carrière du personnel de surveillance vers les institutions faisant l'objet de la surveillance témoignent de ce problème¹⁰.

On peut traiter ce problème de prise en otage à deux niveaux : (i) au niveau institutionnel et (ii) au niveau des différents agents. Sur le plan institutionnel, développer la reddition de comptes sur les résultats doit permettre de remédier à ce problème en mobilisant l'attention du directeur général et en influençant la culture administrative. Il y a des limites manifestes à la définition de la notion de « résultats » mesurables de l'action des autorités de contrôle, et l'on se heurte à des problèmes analogues dans tout le secteur public. Le renforcement et la clarification des mandats et des contrats d'emploi des directeurs généraux de ces organismes peuvent s'avérer utiles à cet égard. La contrepartie de cette reddition des comptes plus rigoureuse doit résider dans une autonomie suffisante pour atteindre des objectifs spécifiques. Plus précisément, cela met en relief l'intérêt d'un financement direct et de l'absence de représentants de l'État et d'autres autorités au comité de direction lorsque l'on peut se heurter à des conflits d'objectifs stratégiques.

En ce qui concerne les agents, les éléments de la solution comprennent : des plans de rémunération mieux conçus pour offrir des perspectives intéressantes de carrière de longue durée et retenir le personnel qui peut considérer de façon réaliste le secteur financier comme une alternative de carrière viable ; l'imposition de conditions plus restrictives pour la mobilité entre les autorités de contrôle et les institutions surveillées (par exemple, un long congé de « mise au vert » —12 mois ? – avant de pouvoir prendre un nouveau poste). De telles dispositions peuvent fort bien aller de pair avec une rémunération qui semble totalement en décalage avec les rémunérations classiques du service public, ce qui peut poser des problèmes de relations du travail dans le secteur public. Toutefois, les spécialistes travaillant dans des domaines comme la science, la santé et la fiscalité rencontrent les mêmes problèmes, et il faut trouver des moyens pour les régler. La contrepartie de cette plus forte rémunération doit être de rendre plus compte de ses résultats, ce qui peut être synonyme de moindre sécurité de l'emploi en comparaison de ce que propose habituellement le service public.

C. Mettre l'accent sur l'intégrité et la transparence des marchés de capitaux

1. Rétablir la confiance dans l'intégrité des marchés de capitaux

Il devient essentiel de rassurer l'opinion sur l'intégrité des marchés de capitaux. De récents événements très médiatisés, notamment les pertes de la Société Générale imputables à un opérateur voyou qui avait très largement dépassé ses limites de position, la fraude de 65 milliards USD associée au nom de Bernard Madoff, l'accusation de fraude de 8 milliards USD portée par la SEC à l'encontre de la Stanford International Bank, ainsi que le milliard de dollar manquant dans les comptes de la SSII indienne Satyam sont autant d'exemples qui traduisent l'incapacité de s'assurer que des agents qui manient l'argent d'autres personnes le font honnêtement et en respectant les règles. Les informations faisant état de fraudes moins spectaculaires s'accumulent. De telles informations, surtout lorsqu'elles se révèlent exactes, contribuent à discréditer tout le secteur financier et attirent l'attention sur des problèmes de négligence dans les contrôles ordinaires et les vérifications croisées.

Toute personne agissant professionnellement à titre d'agent fiduciaire devrait être soumise à des processus qui vérifient, au moyen d'une surveillance indépendante, que les intérêts de ses mandants sont protégés. En matière d'adéquation des contrôles internes, les autorités de contrôle doivent vérifier que ces contrôles sont en place et qu'ils sont efficaces. En matière d'adéquation des vérifications externes, les autorités de contrôle doivent veiller à ce que ces vérifications soient faites sérieusement.

2. Renforcer la communication d'informations et le traitement des informations par le marché

Un rôle central des marchés de capitaux réside dans le traitement de l'information pour mobiliser l'épargne et l'orienter vers les opportunités de placement avec le plus d'efficacité possible. Obtenir et traiter les informations pouvant être onéreux, la mise en place de mécanismes permettant de le faire de façon transparente et économique devrait être encouragée et même

soutenue par les pouvoirs publics. La communication, la diffusion large et le traitement pertinent des informations doivent avoir la priorité absolue. Comme leur utilisation est efficace pour les intervenants sur les marchés et le grand public, il importe que ces mécanismes soient entièrement dignes de confiance, notamment lorsqu'ils bénéficient d'une forme quelconque de reconnaissance officielle. On peut mettre en évidence plusieurs domaines dans lesquels des améliorations s'imposent :

3. Vérification comptable

Les vérifications indépendantes des états financiers, si elles sont réalisées convenablement et régulièrement¹¹, permettent de détecter l'existence de fraudes. Elles doivent aussi donner un aperçu vérifié de l'évolution financière de l'entreprise. Tout cela n'exonère pas les intervenants sur le marché de la nécessité de procéder à leurs propres évaluations lorsqu'ils mettent des capitaux en jeu. Toutefois, ces vérifications apportent des informations fondamentales que peu d'investisseurs auraient les moyens de réunir eux-mêmes, en termes de ressources ou d'accès à l'information. Le secteur de la vérification comptable est donc essentiel à la transparence et au traitement efficace de l'information sur les marchés.

La surveillance de la vérification comptable est devenue plus rigoureuse depuis l'affaire Enron du début de la décennie et les responsabilités des dirigeants et des conseils d'administration ont été renforcées¹². Néanmoins, cela n'a pas concerné la surveillance consolidée des activités des cabinets comptables et des problèmes subsistent. Les vérificateurs continuent d'être rémunérés par les entreprises dont ils assurent l'audit, ce qui risque de nuire à leur objectivité. Les principaux cabinets assurent en outre d'autres services que les vérifications, souvent dans des domaines échappant à la réglementation. Or, ces services influencent leur situation financière globale et, en particulier, les risques de litige qu'ils encourent.

Ce secteur est aussi devenu fortement concentré. Il est dominé par quatre grandes firmes capables de vérifier les comptes de grandes entreprises internationales¹³ et l'effondrement ou le retrait du marché de l'une quelconque de ces firmes réduirait la capacité de ce secteur et accentuerait encore

sa concentration. Leur surveillance doit au minimum être élargie pour veiller à l'existence de systèmes robustes de gestion des risques et de capacités financières permettant de faire face à des litiges financiers (par exemple, au moyen de réserves de capital ou de couvertures d'assurance)¹⁴.

En dépit du fait que ces firmes bénéficient d'une clientèle légalement tenue de recourir à leurs services, le renforcement de ce secteur s'avère difficile. Les désincitations à l'entrée de cabinets d'audit de taille moyenne viennent des structures de responsabilité et des contraintes en matière de propriété du capital qui excluent quiconque n'est pas un vérificateur agréé. L'urgence du traitement de ce problème suscite des débats : aux États-Unis, le GAO a affirmé l'an dernier qu'il n'y a pas de « nécessité impérieuse » d'intervenir dans ce domaine compte tenu de l'absence de problèmes manifestes immédiats¹⁵ ; pour sa part, le Financial Reporting Council du Royaume-Uni considère qu'il s'agit d'une position trop optimiste¹⁶. Néanmoins, à moyen terme, il semble clair qu'il serait souhaitable que s'instaure une concurrence plus intense entre firmes capables de vérifier les comptes de grandes entreprises internationales. À tout le moins, le secteur devrait être ouvert à de nouveaux intervenants dotés du capital nécessaire pour construire une entreprise internationale viable en permettant d'autres formes d'organisation que les sociétés de personnes appartenant exclusivement à des vérificateurs agréés.

4. Agences de notation de crédit?

Les agences de notation de crédit apportent aux investisseurs des informations peu coûteuses sur les caractéristiques de risque de différentes valeurs mobilières. Comme les cabinets de vérification comptable, elles bénéficient d'un marché captif lié à la reconnaissance officielle de leurs services qui leur apporte l'aval des pouvoirs publics et rend quasiment obligatoire leur utilisation générale — cette situation crée un puissant obstacle à l'entrée. Les agences de notation ont joué un rôle de facilitation dans l'apparition de la crise actuelle en mettant de vastes volants de capitaux à la disposition des entités *ad hoc* vendant des titres complexes et illiquides qui auraient suscité très peu d'intérêt sans leur notation dans la catégorie investissement¹⁷.

Les trois principales agences de notation sont payées par les émetteurs. Ce modèle du paiement par l'émetteur crée un conflit d'intérêts tendant à un gonflement des notations pour satisfaire les émetteurs au lieu de répondre aux intérêts des investisseurs en attribuant des notations non biaisées, exactes et d'actualité. En outre, les produits structurés titrisés sont fondamentalement plus complexes que des obligations classiques de sociétés ou de gouvernements de sorte qu'il conviendrait de leur réserver un système de notation différent, même si les émetteurs et les agences de notation rémunérées par les émetteurs s'y opposent¹⁸. La concurrence entre agences de notation pour satisfaire les investisseurs devrait améliorer la qualité de leurs notations. Il conviendrait d'encourager des modèles économiques dans lesquels le paiement des notations serait assuré par les investisseurs dont l'intérêt est de disposer de notations précises.

Pour améliorer l'efficacité du marché des notes de crédit, il faut trouver des moyens de réduire les obstacles à l'entrée, y compris des solutions comme :

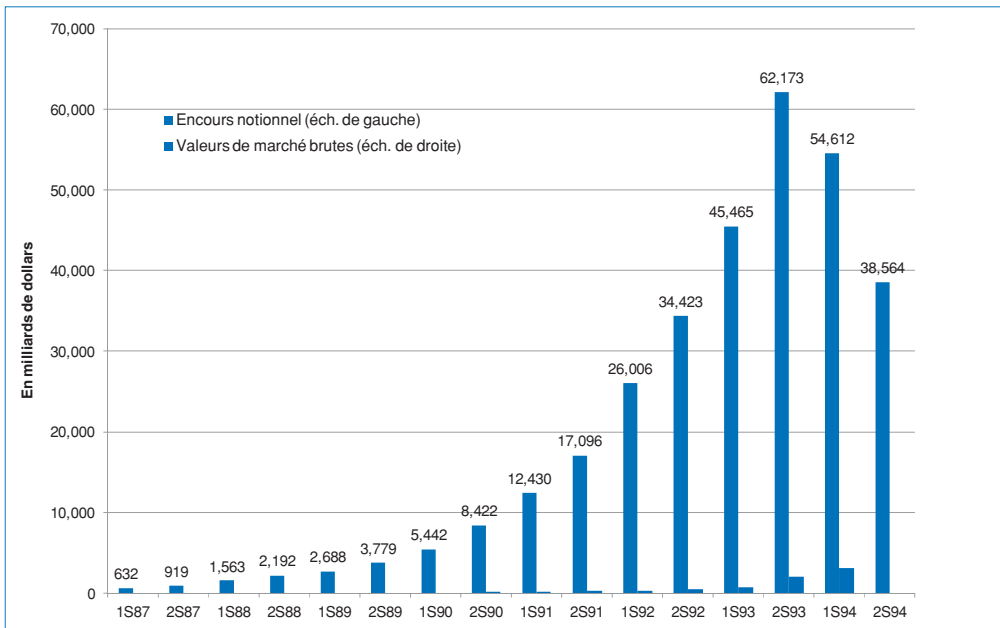
- La simplification des conditions d'enregistrement.
- Une remise en cause de la reconnaissance officielle par les procédures réglementaires de quelques agences de notation de même que des reconnaissances analogues par les mandats des régimes publics de retraite.
- La communication d'informations à l'ensemble des agences sur un pied d'égalité, mais de façon confidentielle, de sorte que les émetteurs apportent aux nouvelles agences de notation les informations dont elles ont besoin même si ces dernières peuvent les noter moins favorablement.
- Permettre et encourager les notations non sollicitées afin de stimuler le développement de petites agences de notation appliquant de nouveaux modèles économiques.

5. Instruments dérivés

L'explosion de la négociation d'instruments dérivés de gré-à-gré, notamment de contrats d'échange sur risque de défaut (credit default swaps – CDS) présentés au graphique II.1, est venue ajouter un élément manquant fortement de transparence aux

marchés de capitaux. Cette prolifération de contrats induit des volumes énormes, mais inconnus, d'expositions au risque de contrepartie qui peuvent déclencher une panique générale en cas de problèmes. La faillite de la banque Lehman en septembre 2008 a apparemment laissé les contreparties à la tête de 900 000 instruments dérivés et autres contrats financiers¹⁹, ce qui a contribué à la panique qui s'est ensuivie. L'effondrement peu de temps après de l'assureur AIG a été suscité par des problèmes avec son portefeuille de CDS, dont certains étaient liés à des crédits hypothécaires aux emprunteurs à risque, concernant des dizaines d'institutions aux États-Unis et de nombreuses autres, principalement dans les pays européens. Le portefeuille d'instruments dérivés d'AIG représentant un volume total de 2 000 milliards USD, la faillite de cette compagnie d'assurance dans le contexte de la panique suscitée par l'effondrement de la banque Lehman n'a pas paru tolérable aux autorités, d'où le sauvetage d'AIG.

Graphique II.1. Encours des contrats d'échange sur risque de défaut (éch. de gauche) & Valeur de remplacement positive (éch. de droite)



Source : BRI, ISDA, OCDE

Un net consensus s'est dégagé autour de l'utilité d'une infrastructure pour soutenir les marchés de ces instruments et de l'intérêt d'une véritable surveillance. La meilleure solution consisterait à transférer autant de transactions que possible vers un marché organisé. On peut aussi obtenir des progrès par l'harmonisation des normes et pratiques et en créant des mécanismes de compensation *via* une contrepartie centrale pour réduire l'encours brut des contrats par des mécanismes de compensation multilatérale²⁰.

6. Normes comptables

Il existe un certain nombre de domaines, certains étant déjà à l'étude, dans lesquels des normes de comptabilité et de communication financière devraient être définies ou renforcées. Notamment, il serait souhaitable d'améliorer les méthodes de valorisation de titres complexes ainsi que la transparence sur les éléments hors bilan. Même si les principes qui sous-tendent les notions de « juste valeur » et de « valorisation aux prix du marché » sont manifestement sains, leur application en l'absence de marchés liquides a désormais été revue aux États-Unis par le FASB et par l'IASB.

La comptabilisation aux prix du marché en présence de marchés illiquides contraint à des dépréciations injustes des actifs ce qui aboutit à surestimer les risques financiers encourus par les entreprises sous l'effet de valorisations trop basses. La norme FSP FAS 157-e doit s'appliquer à compter de juin 2009 et laissera une plus grande marge d'appréciation aux banques pour déterminer si un marché est ou non actif et si une transaction est ou non compromise lorsque l'on actualise les flux de trésorerie futurs des actifs conservés jusqu'à leur échéance (par opposition au juste prix du marché au moment de la comptabilisation).

D. Durcir les règles d'adéquation des fonds propres

Les rapports de Larosiere et Turner appellent l'un comme l'autre à une véritable réforme des règles d'adéquation des fonds propres de Bâle. Des perspectives de durcissement de ces règles apparaissent dans quatre grands domaines.

1. Vérifier l'adéquation des fonds propres : plus de fonds propres, moins d'effet de levier

Le dispositif de « Bâle I » sur l'adéquation des fonds propres, désormais en voie de remplacement, a permis aux banques et aux maisons de titres réglementées d'opérer en s'appuyant sur des fonds propres excessivement faibles et en recourant trop fortement à l'effet de levier. Étant donné que les minima réglementaires peuvent facilement devenir des points de référence pour les dirigeants de banque, les règles de Bâle ont sans doute encouragé un recours important à l'effet de levier. De fait, il est notable que de nombreuses entités non réglementées, comme les fonds d'arbitrage, opéraient avec un effet de levier bien moindre que les banques réglementées (tableau II.3). Le dispositif révisé de « Bâle II » qui est désormais appliqué remédie à nombre de problèmes posés par celui de Bâle I, notamment en ce qui concerne les opérations hors bilan. Toutefois, dans la mesure où, en temps normal (à savoir en dehors des crises) le nouveau dispositif aboutit à des exigences de fonds propres inférieures et permet un effet de levier encore plus important, il faudra le modifier.

L'exigence d'une solide assise capitaliste doit être le principal axe de réforme pour concentrer l'attention des propriétaires et des dirigeants des banques sur la nécessité d'un équilibre prudent entre prise de risques et recherche du rendement. De plus, la présence dans toutes les institutions financières d'importants fonds propres (et donc d'un moindre effet de levier) apporterait plus de résilience à l'ensemble du système. Les intervenants sur le marché auraient moins besoin de se comporter de façon défensive pour préserver leur propre capital et auraient plus confiance dans la bonne santé de leurs contreparties, en particulier sur le marché interbancaire. Si les intermédiaires financiers étaient plus résilients, les marchés du crédit seraient plus solides, ce qui atténuerait l'exposition des clients des banques à des tensions sur la liquidité. Même en cas de mouvements de correction sur les marchés comme on en a connu récemment, on peut penser qu'il y aurait moins d'appels de marge, qu'il ne serait plus nécessaire de constituer autant de nantissements et qu'on assisterait à moins de cessions forcées d'actifs (avec l'effondrement correspondant des marchés des valeurs mobilières en général et d'actions en particulier) par des

entités recourant à l'effet de levier comme les fonds d'arbitrage. La révision du dispositif d'adéquation des fonds propres doit prévoir avant toute chose, comme l'indique le rapport Turner « des exigences [de fonds propres] réglementaires minimums sensiblement supérieures à celles que prévoient les règles actuelles de l'accord de Bâle »²¹. Une assise capitalistique plus solide et un moindre coefficient de levier financier global sont sans doute plus importants que la réduction du caractère procyclique de la réglementation des fonds propres ou que des modifications des pondérations des risques (voir plus loin).

Tableau II.3. **Ratios de levier financier du secteur financier avant la crise**
(ratios, en fin d'année)

	2006	2007
Banques et maisons de titres (total des actifs/fonds propres de base)		
Banques de dépôts américaines	16.5	18.9
Banques d'investissement américaines	27.8	33.8
Banques européennes	n.d.	33.5
Institutions non réglementées (position de marché/actifs sous gestion)		
Fonds d'arbitrage	2.9	2.8

Nota :

1. Le calcul des ratios de levier financier porte sur les 15 premières banques de dépôt, les 4 premières banques d'investissement et un échantillon de 52 grandes banques européennes, respectivement
2. Pour les banques d'investissement américaines et les banques européennes, on utilise les fonds propres diminués de l'écart d'acquisition au lieu des fonds propres de base pour calculer le ratio de levier financier.

Source : Rapports de sociétés ; Hedge Fund Research, selon le compte rendu donné par Andrew Lo, « Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008 », déposition écrite préparée pour la commission de la Chambre des représentants des États-Unis sur la réforme du contrôle et de l'administration publique, 13 novembre 2008.

2. Renforcer la gestion de la liquidité

Nombre de problèmes de liquidité intervenus à ce jour ont été précipités par le retrait de financements à court terme d'actifs à long terme sur les marchés de gros. L'association d'un fort effet de levier et d'un décalage entre passifs liquides pouvant faire l'objet de retraits et actifs illiquides à long terme peut rendre tout le système très vulnérable. Lorsque les actifs se composent principalement de biens immobiliers, comme dans le cas de la

banque Northern Rock et d'autres établissements de crédit spécialisés, on va tout droit à un effondrement du modèle économique dès lors que les taux d'intérêt augmentent ou que la liquidité des marchés de gros s'évapore.

Si le problème est évident, sa solution ne l'est pas. La multiplicité des instruments de financement, l'incertitude entourant la liquidité d'actifs tels que les titres complexes et la diversité des éventualités auxquelles les institutions financières doivent se préparer sont autant de facteurs limitant la possibilité d'utiliser efficacement des règles quantitatives simples. Par exemple, le fait de privilégier des risques spécifiques à des instruments de financement crée des incitations à des arbitrages entre réglementations qui peuvent générer des distorsions nouvelles et imprévues. Néanmoins, des indicateurs de l'exposition au risque de financement et des normes adaptées à des circonstances différentes apporteront des éléments d'orientation utiles aux autorités de contrôle. Au stade actuel, il faut effectuer un travail considérable pour identifier les concepts et indicateurs utiles ainsi que les circonstances dans lesquelles on pourrait les appliquer. Une fois que l'on aura élaboré des indicateurs utiles, on pourra les intégrer dans le processus de contrôle en les affectant d'un coefficient de pondération correspondant à leur robustesse²².

3. Éviter de subventionner le coût du capital par le biais de la réglementation

Les coefficients de pondération des risques de Bâle I ont favorisé les créances sur l'État, les banques et maisons de titres réglementées et sur l'immobilier à usage résidentiel qui ont été affectées de faibles exigences minimums de fonds propres²³. Dans les faits, cela est revenu à subventionner par le biais de la réglementation le coût du capital dans les opérations de crédit hypothécaire, en particulier lorsqu'elles étaient financées via les marchés de gros ou des opérations de titrisation. On ne sait pas très bien comment le dispositif révisé de Bâle II, qui permet de calculer les exigences de fonds propres en analysant, sur la base d'une modélisation interne des risques par les banques ou de notations externes, les prix actuels et historiques sur le marché et les antécédents en matière de défaillance, va affecter les exigences relatives de fonds propres compte tenu des récents

dommages subis par les notes de crédit dans de nombreux domaines²⁴. Néanmoins, le dispositif devrait être conçu pour s'assurer que les entités réglementées se livrant à des activités à haut risque supportent dans son intégralité un coût du capital fondé sur le marché qui soit comparable à celui qu'acquittent les emprunteurs non réglementés. Cela encouragerait un équilibre plus prudent entre prise de risques et recherche de rendement. Un préalable au bon fonctionnement d'un tel dispositif porte sur la structure des conglomérats auxquels s'appliquent les normes de fonds propres — la pratique du double comptage et le recours au même volant de capital dans un conglomérat peuvent être contraires à l'esprit de la réglementation des fonds propres — problème abordé dans la suite de ce texte.

4. Éviter le biais procyclique du dispositif

Le dispositif révisé de Bâle II a été largement critiqué pour son biais procyclique. Cela vient principalement du fait qu'il permet de faire reposer les exigences de fonds propres sur une analyse des prix actuels et historiques sur le marché et des antécédents en matière de défaillance qui reflètent eux-mêmes des évolutions à caractère cyclique. Cela contribue à biaiser les exigences de fonds propres dans le sens de leur diminution dans la partie favorable du cycle et en sens inverse dans les périodes de repli de la conjoncture. Dans l'idéal, les exigences de fonds propres devraient encourager un mouvement inverse : une accumulation de fonds propres dans les périodes fastes pour disposer d'un épais matelas de fonds propres dans les passes difficiles. Un certain remodelage du dispositif est donc nécessaire.

5. La solution du ratio de levier financier

Une approche qui permettrait de progresser vers la réalisation de ces objectifs et qui s'inspire de certains éléments du rapport Turner, consisterait à imposer un plafond simple à l'effet de levier appliqué aux fonds propres hors immobilisations incorporelles, en d'autres termes un « ratio maximum autorisé de levier financier ». Pour obtenir un matelas de fonds propres plus épais, cette limite devrait être bien plus basse que ce que l'on a généralement observé ces dernières années de la part des banques et maisons de titres réglementées. Il devrait en outre être bien entendu qu'en

temps normal, les banques devraient aussi détenir un matelas de fonds propres important, quoique non précisé, au-delà de ce minimum.

Les exigences de fonds propres devraient se rapporter au portefeuille dans son ensemble et non pas à de quelconques actifs spécifiques. En conséquence, les décisions de gestion sur l'affectation de capital à des activités à risque devrait tenir compte de l'intégralité du coût du capital sur le marché, ainsi que des risques et rémunérations potentiels de l'investissement sur l'actif concerné, mais ne seraient plus influencées par les dispositions de la réglementation spécifiques à cet actif.

Pour encourager le caractère anticyclique d'un tel dispositif, les institutions financières devraient être tenues de prévoir, à titre d'imputation sur leurs revenus et de façon régulière, les pertes qui ne se sont pas encore matérialisées, mais qui sont vraisemblables en période de repli conjoncturel²⁵. Cela devrait servir à constituer une réserve destinée à absorber les pertes au moment où elles se matérialisent. Le volume des provisions ordinaires, donc les éventuelles provisions pour pertes accumulées, peut varier d'une banque à l'autre, en fonction de l'épaisseur du matelas de fonds propres hors immobilisations incorporelles au-delà du minimum requis. Cela étant, ce matelas devrait être suffisamment épais pour absorber les pertes que l'on peut raisonnablement attendre sur la durée du cycle. Cela laisserait à la disposition des banques le matelas de fonds propres hors immobilisations incorporelles au-delà du minimum requis pour absorber d'éventuelles pertes exceptionnelles en attendant de pouvoir se procurer de l'argent frais. Des mesures correctives rapides se déclencheraient si les provisions pour pertes étaient épuisées et si le matelas de fonds propres hors immobilisations corporelles venait à diminuer au point de ne plus suffire à absorber les pertes sans descendre en dessous des exigences minimums.

À la lumière de ce qui précède, il convient de ménager une souplesse considérable pour la gestion de la liquidité. Le processus de surveillance prudentielle doit comporter un contrôle des systèmes de gestion de la liquidité afin de s'assurer que les institutions financières suivent la question selon des modalités adaptées à leur activité. À partir du moment où des mesures quantitatives et des indicateurs ressortiront des travaux

méthodologiques, ils devront être intégrés dans le processus en fonction de leur robustesse et de leur capacité opérationnelle. Dans le même temps, les jugements portés sur l'exposition aux risques de liquidité pourront être pris en compte dans les décisions sur l'ampleur que devraient avoir les provisions pour pertes évoquées précédemment.

E. Améliorer la connaissance des effets des politiques fiscales sur la robustesse des marchés de capitaux

Les considérations fiscales influencent pratiquement toutes les décisions économiques, et elles ont pu amplifier d'autres forces à l'œuvre dans la crise actuelle. Ce document est consacré à la présente crise bancaire, dans laquelle la titrisation, la prolifération des obligations structurées adossées à des emprunts (OSAE) et l'essor extraordinaire des contrats d'échange sur le risque de défaillance ont joué un rôle central. Mais il existe d'autres questions plus anciennes, notamment le rapport endettement/fonds propres et la déductibilité des intérêts hypothécaires, qui appellent aussi une sérieuse attention du fait de leur influence générale.

Le Comité des affaires fiscales de l'OCDE et le Centre de politique et d'administration fiscales de l'OCDE et ses comités sont en train de déterminer les éventuels travaux complémentaires à mener en vue d'un alignement des incitations fiscales et réglementaires pour renforcer la stabilité financière. Ces études exploratoires pourraient couvrir les aspects suivants.

1. Dette ou fonds propres

Un problème de longue date — même s'il n'est pas au centre du présent document consacré à la crise bancaire actuelle — tient au fait que dans de nombreux pays les systèmes fiscaux présentent un biais général en faveur de l'endettement des entreprises. Dans beaucoup de pays, l'impôt sur les sociétés favorise le financement par l'emprunt plutôt que le financement sur fonds propres, car les bénéficiaires sont taxés à la fois au niveau de l'entreprise et au niveau des personnes physiques lorsqu'ils sont distribués sous forme de dividendes (tableau 11.4). Les possibilités d'endettement à des conditions fiscales favorables

sont amplifiées par un arbitrage fiscal bien avéré entre les différents systèmes d'imposition nationaux, des structures hybrides étant utilisées pour obtenir des emprunts à faible coût financés par des déductions d'intérêts multiples, ou par des crédits d'impôt qui permettent de transformer une perte avant impôt en gains après impôt²⁶. Les disciplines de marché peuvent agir pour aligner les intérêts des diverses parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, créanciers et gestionnaires) en ce qui concerne son exposition au risque. Mais le résultat global risque d'être un niveau d'endettement plus élevé qu'il n'est souhaitable d'un point de vue systémique.

2. Gains en capital ou revenu et titrisation

Souvent pour des raisons stratégiques valables, les systèmes fiscaux favorisent couramment les revenus d'investissements sous la forme de gains en capital. Mais cela peut créer un biais en faveur des placements en actifs risqués, dans le cas où les revenus sont susceptibles de provenir essentiellement d'une appréciation. Le fait que le régime fiscal préférentiel des gains en capital s'accompagne de déductions limitées pour les pertes en capital n'atténue ce biais que dans la mesure où les investisseurs envisagent effectivement la possibilité d'une baisse des prix. Le même biais favorise les activités relativement risquées des fonds de capital-investissement et des fonds spéculatifs, dont les gestionnaires sont généralement imposés à des taux préférentiels au titre des gains en capital, même lorsqu'il n'y a pas de risque de perte en capital. Le régime d'imposition peut aussi créer une importante incitation à la titrisation, les bénéficiaires étant les investisseurs qui sont confrontés à un impôt sur leur revenu d'intérêts plus élevé que le montant qu'ils peuvent récupérer en cas de pertes sur défaut de crédit. Tel a été le cas pour les crédits hypothécaires aux États-Unis : la loi fiscale de 1986 a créé des instruments d'investissement sur hypothèques immobilières (Real Estate Mortgage Investment Conduits — REMIC), qui ne sont pas eux-mêmes soumis à l'impôt mais qui transmettent les obligations fiscales aux investisseurs d'une façon très comparable à celle d'une société de personnes. La base d'imposition est déplacée du principal et des intérêts reçus par le REMIC vers la forme dans laquelle ces fonds sont payés aux investisseurs. Cela se traduit souvent par une conversion d'intérêts en principal, ce qui crée des

avantages fiscaux pour de nombreux destinataires. Ces avantages fiscaux augmentent avec le degré de risque crédit des actifs sous-jacents : en effet, plus grande est la prime de risque incorporée aux taux d'intérêt, plus grand l'avantage fiscal découlant du paiement de ces intérêts sous forme de principal.

Tableau II.4. **Biais fiscal à l'encontre des fonds propres dans les pays de l'OCDE**

Systèmes de taxation des dividendes au niveau de l'entreprise et des personnes physiques

Systèmes sans double imposition

Imputation intégrale (imposition intégrale au niveau de la société, crédit intégral au niveau des personnes physiques) : Australie, Mexique, Nouvelle-Zélande

Pas d'imposition des dividendes au titre des personnes physiques (bénéfices taxés uniquement au niveau de la société) : Grèce, République slovaque

Systèmes avec double imposition des rentes économiques uniquement

L'État taxe les dividendes en excédent d'un niveau jugé normal, au niveau de la société et des personnes physiques : Norvège, Belgique

Systèmes impliquant une double imposition

Régime classique (imposition intégrale au niveau de la société et au niveau des personnes physiques) : Allemagne, Autriche, Irlande, Islande, Pays-Bas, République tchèque, Suisse*

Régime classique modifié (système classique mais imposition préférentielle au niveau des personnes physiques) : Danemark, Espagne, États-Unis, Japon, Pologne, Portugal

Imputation partielle (imposition intégrale au niveau de la société, crédit partiel au niveau des personnes physiques) : Canada, Corée, Royaume-Uni

Inclusion partielle (imposition au niveau de la société, exclusion partielle au niveau des personnes physiques) : Finlande, France, Italie, Luxembourg, Turquie

Double taux d'impôt des sociétés (dividendes taxés plus lourdement que les bénéfices non distribués au niveau de la société) : Néant

Allègement par le biais du barème (dividendes imposés, mais à un taux forfaitaire plus bas que celui de l'impôt progressif sur le revenu) : Hongrie

* Certains cantons appliquent un système classique modifié.

Source : OCDE.

3. Lien fiscal possible avec l'essor des contrats d'échange sur le risque de défaillance

L'arbitrage fiscal apparaît inévitablement dans un environnement qui est et restera caractérisé par des systèmes d'imposition à la fois complexes et variables d'un pays à l'autre. Une possibilité d'arbitrage est créée chaque fois que des flux différents de revenus ou de dépenses sont soumis à un traitement fiscal différent en raison de variations dans les taux d'imposition ou d'autres aspects des situations fiscales auxquelles sont confrontés différents bénéficiaires et payeurs. Samuel Eddins²⁷ a associé le niveau d'activité curieusement élevé (voir plus haut) sur le marché des contrats d'échange sur risque de défaut avec la conversion d'intérêts en principal à des fins fiscales.

Eddins fait valoir qu'une incitation à l'arbitrage est créée lorsque le traitement fiscal des intérêts et des pertes sur défaut de crédit est symétrique pour les institutions financières, alors que de nombreux investisseurs imposables pratiquant une stratégie de placements à long terme sont soumis à des impôts sur leur revenu d'intérêts plus élevés que les montants qu'ils peuvent récupérer en cas de pertes. Cela signifie que l'assurance contre le défaut a plus de valeur pour l'investisseur à long terme que pour l'institution financière qui vend cette assurance. Le prix de l'assurance détermine le partage de la différence entre l'acheteur et le vendeur, et Eddins pense que le marché de ce type d'assurance est si vaste que les institutions financières établissant les contrats d'échange sont généralement en mesure d'obtenir la plus grande partie du bénéfice. Et comme les contrats sur produits dérivés permettent de dissocier le risque crédit de la valeur temps de la composante monétaire du taux d'intérêt contractuel applicable au titre lui-même, le contrat d'échange sur risque de défaut est un instrument très efficace, qui n'exige pratiquement pas de capital, puisqu'il n'est pas nécessaire de payer le titre sous-jacent.

La valeur empirique qu'il convient d'accorder à cet argument n'est pas claire, car il est difficile de suivre l'impact du contrat d'échange sur risque de défaut jusqu'aux investisseurs à long terme ultimes qui bénéficieraient de l'arbitrage. Néanmoins, il est clair que d'importants placements en créances hypothécaires titrisées de médiocre qualité ont été réalisés par des fonds

spéculatifs, qui auraient été en mesure de répercuter les avantages correspondants sur les investisseurs individuels sous forme de rendements après impôt plus élevés. Plus généralement, les incitations s'inscrivent dans les prix, même si personne n'a une vue d'ensemble complète des forces à l'œuvre, et, étant donné que les taux d'imposition sont des paramètres légaux fixes, les écarts ne sont pas éliminés par arbitrage, quelle que soit l'ampleur atteinte par le volume des transactions.

4. Paradis fiscaux et structures ad hoc

L'interaction entre la fiscalité et la réglementation semble avoir contribué au recours généralisé aux paradis fiscaux pour l'implantation des structures ad hoc qui ont été au cœur même de la crise²⁸. À titre d'exemple, les normes de souscription de crédits hypothécaires titrisables aux États-Unis impliquent des restrictions assez sévères sur la qualité du crédit. En créant des structures ad hoc dans des paradis fiscaux, on peut échapper à ces restrictions et profiter des avantages fiscaux (plus élevés) résultant de la titrisation de crédits hypothécaires de qualité inférieure. Étant donné que certains paradis fiscaux ne prélèvent pas d'impôt sur les sociétés, des structures ad hoc offrant des obligations titrisées adossées à des emprunts peuvent y être créées sous la forme de sociétés à responsabilité limitée sans qu'il en résulte d'obligation fiscale au niveau de la structure ad hoc. Pour les investisseurs hypothécaires, ce mécanisme reproduisait les avantages fiscaux des REMIC pour un plus large éventail de crédits hypothécaires. Pour les investisseurs en capital-investissement et les fonds spéculatifs assurant une gestion active des entreprises qu'ils avaient acquises dans un pays, ce dispositif assurait un accès à des revenus passifs sans les complications fiscales découlant de l'activité industrielle et commerciale. En particulier, les investisseurs non ressortissants des États-Unis et les investisseurs américains exonérés d'impôts réalisant des placements dans des fonds de capital-investissement et des fonds spéculatifs échappaient ainsi à la nécessité de faire une déclaration de revenus ou d'acquitter l'impôt sur une fraction du « revenu effectivement lié » ou du « revenu d'entreprise imposable non exonéré », comme l'auraient exigé les structures ad hoc basées aux États-Unis, qui ont la forme d'une société de personnes.

Plus généralement, du fait de leur environnement fiscal neutre, les paradis fiscaux peuvent faciliter la conversion de revenus en capital ou le report de revenus, d'où des rendements après impôt plus élevés ou des coûts en capital après impôt plus faibles, ce qui renforce les incitations à l'endettement et fausse l'allocation des ressources. L'absence d'échange effectif de renseignements à des fins fiscales constitue aussi un attrait pour les investisseurs qui ne respectent pas leurs obligations fiscales : ils sont assurés que les revenus élevés de leur investissement ne seront pas signalés aux autorités fiscales de leur pays.

5. Déductibilité des intérêts hypothécaires

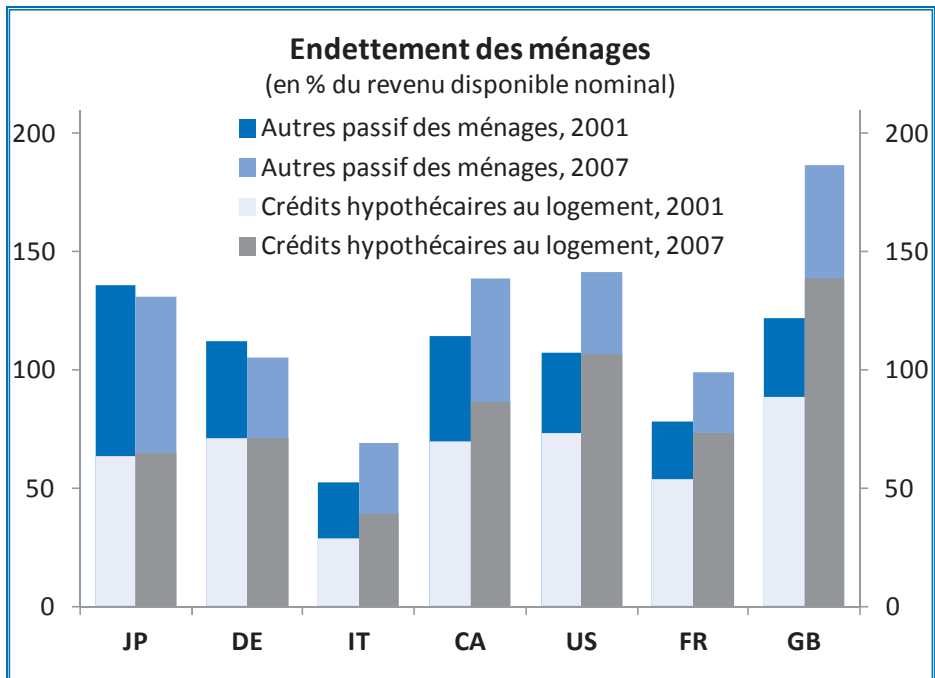
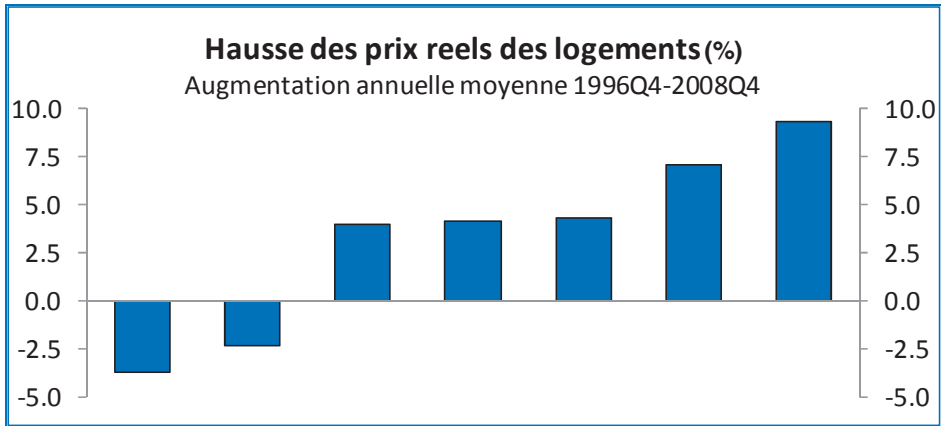
En ce qui concerne les ménages, les divers avantages fiscaux en faveur des logements occupés par leurs propriétaires et d'autres formes d'actifs immobiliers, qu'il s'agisse de la déductibilité des intérêts ou du traitement favorable des gains en capital, encouragent des niveaux élevés d'endettement des ménages et alimentent la pression à la hausse sur les prix immobiliers. Il faut toutefois reconnaître que la dette immobilière des ménages et les prix réels des logements ont augmenté dans beaucoup de pays, les principales exceptions étant le Japon et l'Allemagne (graphique II.2), bien que les incitations fiscales varient considérablement d'un pays à l'autre. Par conséquent, il est clair que d'autres forces sont à l'œuvre. Cependant, certains indices montrent qu'un important allègement fiscal sur les intérêts hypothécaires est corrélé avec une forte variabilité des prix des logements qui peut aboutir à de sérieux problèmes de crédit pour les ménages²⁹.

6. Fiscalité et adéquation des fonds propres bancaires

Le régime de fonds propres de Bâle applicable aux banques prévoit que le capital réglementaire sous forme d'emprunts (une grande partie des fonds propres complémentaires et des fonds propres « innovants » de catégorie 1) peut bénéficier d'une déduction d'impôts, ce qui réduit encore le coût du capital. Ces instruments contribuent à assurer un financement stable, mais le service de la dette consécutif n'en représente pas moins une ponction sur le revenu des actionnaires. Il est peut-être souhaitable que les systèmes fiscaux n'encouragent pas

l'émission de fonds propres de catégorie 1 sous la forme d'instruments apparentés à des emprunts (qui, du point de vue de la réglementation, sont assimilables à des fonds propres).

Graphique II.2. **Prix des logements et endettement des ménages, divers pays**



Source: DataStream, OCDE

7. Travaux complémentaires

Comme le montre l'analyse qui précède, l'interface entre fiscalité, endettement et prise de risque excessive est complexe. Il est nécessaire de mieux connaître la façon dont les politiques fiscales affectent la solidité des marchés de capitaux. Les travaux en cours au Comité des affaires fiscales devraient faciliter cette compréhension.

F. Garantir la reddition de compte de sorte que les actionnaires sachent à qui appartiennent les capitaux à risques

1. Renforcer le gouvernement d'entreprise des entreprises financières

La crise a mis en lumière l'existence, dans les relations « mandant »-mandataire », de problèmes généralisés qu'il faut régler en améliorant le gouvernement d'entreprise. Deux problèmes se détachent particulièrement. Premièrement, les présidents et autres dirigeants, notamment ceux qui sont chargés de l'évaluation et de la gestion du risque de crédit, sont rarement les actionnaires de contrôle des grandes institutions financières. Ils sont les mandataires des actionnaires mais trop souvent, ils n'ont pas agi dans l'intérêt de ces actionnaires. L'ampleur de l'exposition au risque des fonds propres et les niveaux très élevés de rémunérations non liées aux performances et prélevées sur les fonds appartenant aux actionnaires montrent à quel point il est nécessaire de garantir une plus grande responsabilité des dirigeants qui doivent rendre compte de leurs décisions à leurs mandants, à savoir les actionnaires. Pour cela, il est nécessaire de définir clairement la mission de reddition de compte et la responsabilité des présidents et des équipes de direction vis-à-vis des conseils d'administration. Le conseil d'administration doit être indépendant, non contrôlé par la direction et soucieux d'agir au mieux des intérêts des actionnaires.

Deuxièmement, le modèle de transfert des risques dit d'octroi-cession (« originate-to-distribute ») qui a eu tendance à remplacer le modèle traditionnel dit d'octroi-conservation (« originate-to-hold ») a permis que trop souvent, des décisions soient prises par des personnes ou des institutions qui pouvaient à la fois être rémunérées pour avoir réalisé une opération, c'est-à-dire

percevoir des honoraires, des commissions ou des primes, mais en même temps transférer les risques à d'autres. Or, ces « autres » sont souvent mal placés pour évaluer les risques concernés. Même un certain nombre « d'investisseurs » qui prennent les décisions d'affectation du capital dont dépend la chaîne de transactions, par exemple les fonds d'arbitrage, les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, ne sont eux-mêmes que de simples mandataires de ceux qui, en dernier ressort, assument les risques : les titulaires de pensions, les assurés, les détenteurs de parts de fonds de placement ou les investisseurs dans des fonds d'arbitrage, qui ne sont pas en mesure d'influencer les décisions prises.

Pour autant que le conseil d'administration agisse efficacement pour le compte des actionnaires, il alignera la rémunération des cadres dirigeants et des administrateurs sur les intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires, comme le préconisent les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE et les Principes pour de saines pratiques de rémunération édictés par le Conseil de stabilité financière. Dans ce cas, il convient que les primes, commissions et autres types de rémunération du personnel soient laissés à l'appréciation de la direction et l'intervention réglementaire devrait être évitée. En revanche, la prise en compte des revenus des commissions versées par des parties extérieures au titre de l'apport d'actifs qui auront une durée de vie assez longue devrait dépendre de la performance qui sera finalement réalisée par ces actifs. Parmi ces commissions, on peut citer les commissions de placement d'obligations, d'octroi de prêt ou de montage d'obligations structurées adossée à des emprunts. Dans l'idéal, les commissions pourraient être déposées sur des comptes bloqués et prélevées au fur et à mesure sur toute la durée du prêt. Au minimum, même si les commissions sont intégralement versées au début de l'opération, la comptabilisation des gains et revenus connexes pourra être étalée sur toute la durée de vie de l'actif, de la même façon que les intérêts sur une hypothèque standard sont étalés sur sa durée.

2. Assurance des dépôts, garanties et risque subjectif

L'assurance fédérale des dépôts a été créée aux États-Unis pendant les années 30 pour rassurer les déposants en leur

garantissant que leur argent était en sécurité et protéger ainsi le système bancaire contre tous mouvements massifs de retraits. Cette mesure a parfaitement réussi à stabiliser la base de dépôts du système. Des garanties peuvent être tout aussi efficaces³⁰. Cependant, ces assurances ou garanties peuvent créer un « risque subjectif », au sens où les déposants se sentent exonérés de toute nécessité de se soucier par eux-mêmes de la manière dont leurs fonds seront utilisés. De fait, aux États-Unis, pendant la décennie 80, les placements à haut risque effectués par les caisses d'épargne ont débouché sur d'énormes pertes qui ont dû être épongées par les contribuables américains. Comment obtenir des avantages en termes de stabilité du système tout en minimisant les risques de dégradation de la situation pour les contribuables?³¹ A cette question, les pays de l'OCDE réagissent principalement de trois manières :

- Ne fournir qu'une couverture partielle en limitant les critères de recevabilité, en plafonnant les montants assurés ou ne couvrant qu'un pourcentage du total de façon à ce que les déposants ne puissent pas éviter tous les risques de pertes. Jusqu'à la crise en cours, qui a conduit la plupart des pays de l'OCDE à étendre les limites de leur couverture (voir le tableau II.5), les dépôts interbancaires n'étaient généralement pas couverts.
- Faire en sorte qu'une fraction substantielle du capital reste soumise au risque dans les banques bénéficiant de garanties ou d'une assurance de leurs dépôts. En cas de perte, les assurances ou garanties ne peuvent être mobilisées qu'une fois les capitaux à risques entièrement épuisés. Une telle formule incite fortement les actionnaires à exercer une surveillance efficace.
- Exercer une surveillance réglementaire et prudentielle étroite de façon à protéger les intérêts des contribuables.

Il conviendrait, comme suggéré plus haut, d'aller dans le sens d'une **augmentation sensible des capitaux à risques** chez les intermédiaires financiers par rapport à ce qui se pratiquait couramment jusqu'ici. De fait, la plupart des déposants particuliers ne sont pas en mesure de contrôler la gestion des portefeuilles des banques et les facteurs qui limitent l'efficacité de la surveillance ont été abordés plus haut.

Tableau II.5. **Formules d'assurance des dépôts dans quelques pays de l'OCDE**

Pays	Plafond de couverture		Dépôts en devise étrangère couverts ?	Dépôts interbancaires	Gestion	Financement
	Avant la crise	Actuellement				
Zone Euro area (EUR)						
Autriche	20 000	Aucun	Non	Non	Secteur privé	Au posteriori
Belgique	20 000	100 000	Non	Non	Conjointe	Au préalable
Finlande	25 000	50 000	Oui	Non	Secteur privé	Au préalable
France	70 000	70 000	Non	Non	Secteur privé	Au posteriori
Allemagne	Variable	Aucun	Oui	Non	Conjointe	Au préalable
Grèce	20 000	100 000	Non	Non	Conjointe	Au préalable
Irlande	20 000	Aucun	Non	Non	Gouvernement	Au préalable
Italie	103 291	103 291	Oui	Non	Secteur privé	Au posteriori
Pays-Bas	40 000	100 000	Oui	Non	Gouvernement	Au posteriori
Portugal	25 000	100 000	Oui	Non	Gouvernement	Au préalable
Espagne	20 000	100 000	Non	Non	Conjointe	Au préalable
Autres pays de l'Union Européenne (monnaie nationale)						
Danemark	300 000	Aucun	Oui	Non	Conjointe	Au préalable
Suède	250 000	500 000	Oui	Non	Gouvernement	Au préalable
Royaume-Uni	35 000	50 000	Non	Non	Secteur privé	Mixed
Autres pays de l'OCDE (monnaie nationale)						
Australie	N.A.	Illimité	Oui	Non	Gouvernement	Au posteriori
Canada	100 000	100 000	Non	Oui	Gouvernement	Mixe
Japon	10 million	10 million	Non	Non	Gouvernement	Au préalable
États-Unis	100 000	250 000	Non	Oui	Gouvernement	Au préalable

Notes :

« État » signifie que le mécanisme est géré par un organisme public, qui peut être la banque centrale.

« Au préalable » désigne un dispositif de financement dans lequel l'entité chargée de la réglementation a décidé de créer dès le départ un fonds en espèces destiné à l'assurance des dépôts. Les fonds peuvent avoir plusieurs origines : (i) capital initial et droits d'adhésion ; (ii) primes régulières et supplémentaires versées par les institutions membres ; (iii) ressources supplémentaires telles que des emprunts sur le marché et/ou prélèvements sur le budget. A contrario, l'expression « a posteriori » désigne les dispositifs dans lesquels les fonds ne sont pas créés au départ, mais uniquement en cas de besoin de décaissement. Dans la pratique, il est possible de constituer à la fois un fonds et d'imposer un prélèvement supplémentaire a posteriori, si le fonds se révèle insuffisant.

Source : OCDE, Tendances des marchés de capitaux, décembre 2008

La vraie difficulté, pour les pouvoirs publics, concerne moins les garanties et assurances, qui sont explicites, que ce qu'on l'on pourrait qualifier de garanties « implicites ». Ce problème des garanties implicite se pose parce que l'expérience montre que l'existence d'un actionnariat public, les pressions politiques potentielles et/ou les inquiétudes relatives aux conséquences systémiques amènent les gouvernements à apporter un soutien public allant au-delà des engagements explicitement pris. Aux États-Unis, jusqu'à la faillite de Lehman, même les déposants interbancaires étaient rarement autorisés à perdre de l'argent, nonobstant les limites théoriques des couvertures. Au Royaume-Uni, les autorités ont réagi à la panique des déposants de Northern Rock en étendant complètement la couverture des dépôts³² tandis qu'en France, la sécurité de l'argent des déposants confié au Crédit Lyonnais, qui appartenait à l'État, n'a jamais été mise en doute en dépit des énormes pertes enregistrées par cette banque dans les années 90. En règle générale, en cas de faillite d'une banque, la sanction pour les actionnaires est synonyme d'anéantissement total, ou quasi-total comme ce fut le cas pour Bear Stearns, et les cadres dirigeants perdent leur emploi, de même qu'une grande partie du personnel. En revanche, les déposants et les grands créanciers qui fournissent des montants important sur les marchés de gros s'en sortent généralement indemnes.

Ce problème ne se limite pas aux faillites des banques. Au cours des années 90, plusieurs crises financières graves impliquant de gros débiteurs non bancaires, y compris des débiteurs souverains comme le Mexique ou plusieurs pays émergents d'Asie, ou encore le fonds d'arbitrage Long-Term Capital Markets (LTCM), ont été résolues grâce à des plans de soutien financier mis en place par les pouvoirs publics³³. Ces mesures ont été couronnées de succès au sens où les problèmes ont pu être raisonnablement contenus et des crises systémiques plus graves évitées. Les emprunteurs en difficulté ont également été sanctionnés, puisque des ajustements délicats dans le contexte des programmes du FMI n'ont pu être évités et qu'en fin de compte, LTCM a été liquidé. En revanche, de grands créanciers dont les activités de prêt menées au mépris de toute prudence avaient contribué à causer les crises ont pu bénéficier

d'un soutien financier à grande échelle et d'une manière générale, ils n'ont pas été lourdement sanctionnés.

Au cours de la crise actuelle, c'est une compagnie d'assurance, AIG, qui a reçu le soutien financier le plus important, et le même schéma semble se reproduire : alors que les actionnaires d'AIG ont été largement éliminés, les contreparties pour les contrats d'échange sur risques de défaillances et pour les opérations de prêt de titres, qui ont pris d'énormes risques sur AIG, ont bénéficié de versements directs ou de constitutions de garanties qui n'ont été possibles que grâce au soutien financier des autorités américaines (voir le tableau II.6). Ce soutien était nécessaire car son absence aurait causé des dommages considérables aux bases capitalistiques de certaines grandes banques, et donc au système international, même en l'absence de tout effet de contagion. Mais là encore, de grandes institutions ont pu se conduire de manière très imprudente mais échapper pourtant à toute sanction.

Il convient de tout mettre en œuvre pour lutter contre les garanties implicites. Les créanciers et déposants importants doivent soit assumer le coût des garanties, soit respecter le principe de la responsabilité de l'acheteur (« caveat emptor »). Cela étant, il est très difficile pour un gouvernement de prendre des engagements que ses successeurs devront honorer, et il est peu probable que cela serait raisonnable, quand bien même cela serait possible, dans la mesure où l'on ne peut pas anticiper ce que devront être les futurs arbitrages entre les coûts et les avantages. Toutefois, il est possible de faire en sorte de minimiser les risques en veillant à :

- Définir une tarification réaliste des éventuelles assurances des dépôts ou garanties. Les coûts doivent être répercutés sous la forme d'une diminution des rendements des dépôts ainsi assurés.
- Utiliser les produits perçus pour constituer un fonds permettant d'éponger les pertes prévues au fur et à mesure qu'elles se produisent de façon à ce que normalement, il ne soit pas nécessaire de recourir aux actionnaires.

Tableau II.6. Versements effectués au profit des principales contreparties d'AIG entre le 16 septembre et le 31 décembre 2008

(en milliards de USD)				
Institution	Constitutions de garanties pour contrats d'échange sur risques de défaillance	Versements à des contreparties dans le cadre de prêts de titres*	Total	En pourcentage du capital*** à la fin de 2008
Goldman Sachs	8.1	4.8	12.9	29.1 %
Société Générale	11.0	0.9	11.9	28.9 %
Deutsche Bank	5.4	6.4	11.9	37.4 %
Barclays	1.5	7.0	8.5	20.0 %
Merrill Lynch	4.9	1.9	6.8	77.4 %
Bank of America	0.7	4.5	5.2	9.1 %
UBS	3.3	1.7	5.0	25.2 %
BNP Paribas	...	4.9	4.9	8.3 %
HSBC	0.2	3.3	3.5	5.3 %
<i>[Pour mémoire : Bank of America après sa fusion avec Merrill Lynch]</i>			12.0	[18.1 %]

* Paiements directs émanant d'AIG jusqu'à la fin de 2008 plus paiements effectués par l'entité de financement Maiden Lane III

** Entre le 18 septembre et le 12 décembre 2008

*** Fonds propres (actions ordinaires) nets des surveilleurs et de l'ensemble des actifs incorporels pour Merrill Lynch et HSBC.

Source : AIG ; rapports de la société pour les données relatives au capital.

- Éviter que l'État ne prenne des participations dans les banques dans la mesure où, du point de vue politique comme pour des raisons de réputation sur les marchés de capitaux, il est très difficile à un actionnaire d'ignorer les dettes d'une de ses filiales.
- Encourager les mécanismes privés d'assurance des dépôts comme premier rempart contre les pertes, en gardant les plans publics comme solutions de secours. Une telle mesure ne sera peut-être pas plus efficace que les normes de fonds propres imposées aux compagnies d'assurance et on peut considérer qu'elle fait partie du second point ci-dessus, mais toute fraction supplémentaire de capitaux à risques ainsi mobilisée sera utile.
- Éviter dans toute la mesure du possible que les banques individuelles atteignent une taille telle qu'il soit impensable qu'en cas de faillite, l'État ne viendra pas à leur secours, dans la mesure où cela sape sérieusement la crédibilité des menaces ou des promesses de ne pas aller au-delà des engagements explicites de couverture des pertes. Le soutien apporté à Bear Stearns, Fannie Mae et Freddie Mac, AIG, Northern Rock ou encore RBS, pour ne citer qu'elles, a été motivé par la crainte que si rien n'était fait, les dommages seraient d'une gravité impossible à envisager. La faillite de Lehman Brothers, seul établissement à n'avoir pas bénéficié d'un soutien public, a bien montré quelle pouvait être l'ampleur des dégâts causés.
- Lorsqu'il est probable que le marché va percevoir qu'il existe des garanties implicites, notamment pour les grandes institutions complexes ou pour les banques appartenant à l'État, faire rentrer officiellement les établissements concernés dans les programmes d'assurance. Les petits déposants particuliers pourraient de la même façon bénéficier officiellement d'une telle couverture. Les garanties devraient être explicitées et il conviendrait de prévoir des contreparties en termes de commissions et de surveillance prudentielle.
- En cas de crise systémique, le système doit être totalement soutenu, mais en temps normal, une fois la crise passée et la stabilité revenue, il convient de rechercher les moyens

d'autoriser à tout le moins certains déposant autres que les déposants particuliers, d'autres créanciers et des contreparties d'institutions (non systémiques) défaillantes à perdre de l'argent, de même que d'autres créanciers et actionnaires. Ceci inciterait à davantage de prudence dans le rééquilibrage entre le risque et la recherche du rendement.

G. Structures des sociétés financières complexes

1. Risque de contagion et mécanismes coupe-feu

La crise dite des « subprimes », ces prêts immobiliers à haut risque, a remis à l'ordre du jour la question du risque de contagion. La plupart des pertes qui ont mis à mal des établissements tels que UBS ou Citigroup concernaient des activités telles que :

- Le stockage de titres réservés à la titrisation et l'achat pour compte propre de titres reposant sur des prêts immobiliers à risque ;
- Des mécanismes de crédit et de garantie destinés à améliorer la liquidité et la qualité des titres de sociétés affiliées non accessibles aux banques ;
- La création d'instruments hors bilan (mais auxquels les banques étaient totalement liées) aux fins de contourner la réglementation prudentielle et de tirer profit des anomalies fiscales liées à l'utilisation de structures synthétiques de contrats d'échange sur risques de défaillance (voir plus haut) ;
- L'utilisation du nom du groupe pour emprunter à des taux proches du Libor et affecter ensuite les fonds en interne à des banques d'affaires affiliées s'engageant dans des activités à haut risque et présentant un effet de levier élevé.

Cette dernière activité en particulier n'a pas seulement contribué à nourrir le risque de contagion, mais du fait de son caractère indirect, les opérations sur titres et les transactions de ces sociétés affiliées ont acquis une ampleur beaucoup plus

grande que celle qu'elles auraient eue si la maison de titres avait dû emprunter en son nom propre, au coût réel du capital.

L'Europe autorise depuis longtemps les activités de banque universelle, alors qu'aux États-Unis, elles ont été interdites jusqu'en 1999, du fait des graves problèmes liés au risque de contagion qui s'étaient posés pendant la Grande Crise de 1929. Des campagnes réglementaires ont amené les États-Unis à supprimer les règles relatives aux coupe-feu à la fin des années 90 et finalement à abolir la loi Glass-Steagall avec la loi Gramm-Leach-Bliley de 1999 (on trouvera dans le tableau II.7 une présentation de la situation réglementaire dans les pays de l'OCDE avant l'adoption de la loi Gramm-Leach-Bliley). Cette évolution a contribué à accentuer encore les pressions sur les banques d'affaires indépendantes américaines qui opèrent au niveau mondial (du fait du système de subventions internes croisées dont bénéficient les banques d'affaires rattachées à un groupe bancaire). L'argument présenté en faveur de l'élargissement des activités bancaires est qu'une intégration plus poussée permet des économies d'échelle et de portée — par exemple grâce à des plateformes technologiques communes, à la vente croisée de produits et de services exploitant à plein la titrisation, les produits dérivés et autres innovations (dans lesquelles les banques d'affaires jouent un rôle de premier plan) ou encore à la réduction du coût de la réglementation. Aux États-Unis, le recours aux règles en matière de coupe-feu a varié pendant l'après-guerre. Ainsi, la loi bancaire de 1933 (loi Glass-Steagall) interdisait aux banques membres de la Réserve fédérale d'exercer des activités de banque d'affaires (placement et négociation de titres, etc.) et d'assurance. La Section 23A (consacrée aux coupe-feu) limitait à 10 % au total les opérations en capital des banques avec des sociétés affiliées (prêts, opérations de pension de titres, etc.), avec un plafond total de 20% du capital pour toutes ces transactions. Cette réglementation a encore été durcie avec la loi de 1956 sur les holdings bancaires (Bank Holding Company Act) qui a interdit les transactions déjà limitées par les dispositions de la section 23A et a étendu cette interdiction aux banques non membres appartenant à des holdings bancaires. La période allant de 1956 à 1966, pendant laquelle cette loi a été abrogée, a été relativement « calme » en termes de faillites de banques, et s'est caractérisée également

par une forte croissance économique pendant quasiment toute sa durée – l'échec des économies d'échelle et de l'innovation n'a pas semblé pesé sur l'économie (voir le graphique II.3). Tel n'a pas été le cas entre 1967 et la fin des années 80, lors de l'assouplissement des règles relatives aux coupe-feu. Des règles plus strictes en la matière ont été ensuite réintroduites, à la suite des nombreuses faillites de banques observées à la fin des années 80, et là encore une période de croissance relativement forte s'est ensuivie. Par la suite, un certain nombre de règles en matière de coupe-feu ont été supprimées et pour finir, la loi Glass-Steagall elle-même a été abrogée à la fin des années 90, autorisant le mélange des activités bancaires, des activités de placement et de négociation de titres et des activités d'assurance, et ouvrant la voie à la crise des « subprimes » à partir de 2007.

Le risque de contagion a joué un rôle de premier plan dans la crise du fait :

- De l'absence de relations d'indépendance appropriées entre les sociétés affiliées (voir plus haut) ;
- Du double effet de levier causé par les investissements dans des filiales surestimant leur capital, et par le recours à des « coquilles vides » de la part d'unités opérationnelles devenant contreparties à des contrats sur produits dérivés avec des groupes concurrents afin de réduire le montant des capitaux à risques pour les banques.
- Du décalage entre les actifs et les passifs résultant de la diversité de produits présentant des profils de maturité différents au sein des différents groupes opérationnels, mais avec un procédure de financement interne centralisée dans laquelle des fonds à court terme sont régulièrement mobilisés face aux produits de certaines unités opérationnelles ayant des échéances à plus long terme ;
- De situations dans lesquelles les difficultés financières d'une entité rejaillissent sur la réputation des autres membres du groupe, amenant les clients et les contreparties de crédit à refuser de traiter avec eux.

Tableau II.7. Restrictions relatives aux sociétés affiliées applicables avant la loi Gramm-Leach-Bliley

Restrictions applicables en 1997 juste avant l'abrogation de la loi Glass-Steagall				
	Valeurs mobilières ⁽¹⁾	Assurance ⁽¹⁾	Détention de sociétés commerciales par des banques ⁽²⁾	Détention de banques par des banques ⁽²⁾
Pays				
États-Unis	Limité	Interdit	Interdit	Interdit
Japon	Limité	Interdit	Limité	Interdit
Allemagne	Non-limité	Limité	Non-limité	Non-limité
France	Autorisé	Autorisé	Autorisé	Autorisé
Royaume-Uni	Non-limité	Autorisé	Non-limité	Non-limité
Italie	Non-limité	Autorisé	Limité	Limité
Canada	Autorisé	Autorisé	Limité	Non-limité
Espagne	Non-limité	Autorisé	Non-limité	Autorisé
Suisse	Non-limité	Non-limité	Non-limité	Non-limité
Autres				
Autriche	Non-limité	Autorisé	Non-limité	Non-limité
Belgique	Autorisé	Autorisé	Limité	Non-limité
Danemark	Non-limité	Autorisé	Autorisé	Non-limité
Finlande	Non-limité	Limité	Non-limité	Non-limité
Grèce	Autorisé	Limité	Non-limité	Non-limité
Irlande	Non-limité	Limité	Non-limité	Non-limité
Luxembourg	Non-limité	Autorisé	Non-limité	Limité
Pays-Bas	Non-limité	Autorisé	Non-limité	Non-limité
Portugal	Non-limité	Autorisé	Autorisé	Non-limité
Suède	Non-limité	Autorisé	Limité	Non-limité

Notes:

- Non limité** : Une gamme complète d'activités de la catégorie concernée peut être exercée par les banques.

Autorisé : Une gamme complète d'activités est autorisée, mais principalement dans les filiales.

Limité : Une gamme incomplète d'activités est autorisée dans les banques OU dans leurs filiales

Interdit : L'activité concernée ne peut pas être exercée par une banque ou une filiale de banque.
- Non limité** : Participation de 100 % autorisée

Autorisé : Non limité, MAIS la participation est limitée en fonction des fonds propres des banques.

Limité : Participation inférieure à 100%.

Interdit : Interdiction de détenir une participation.

Source: J.R. Barth, R. Brumbaugh Jr. et James A. Wilcox, "The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking", *Journal of Economic Perspectives*, mai 2000.

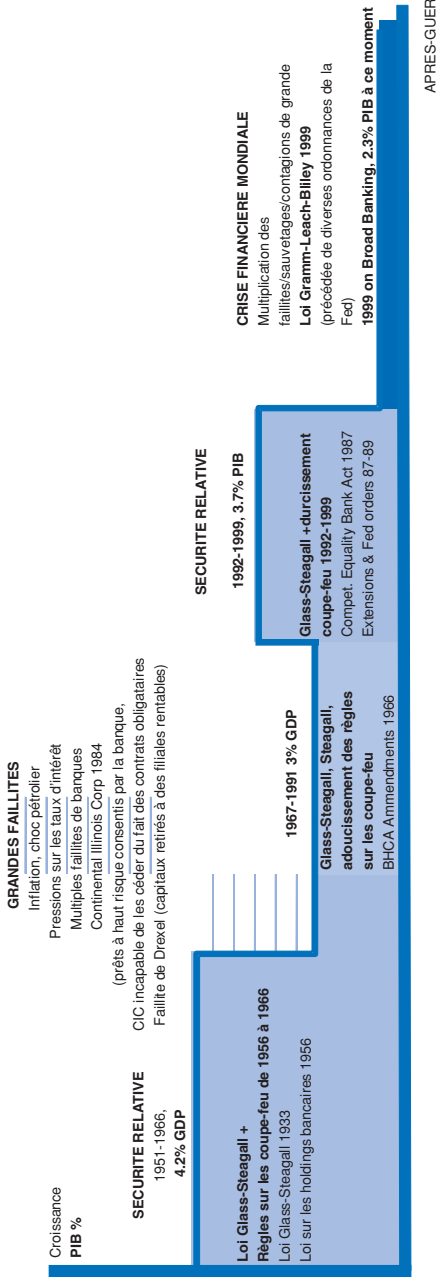
L'opacité de la structure des opérations de banque universelle/activités bancaires élargies est matérialisée au graphique II.5. Des problèmes de solvabilité se posent parce que les pertes financières enregistrées par des membres d'un groupe, par exemple une banque d'affaires, absorbent l'ensemble du capital du groupe au fur et à mesure que les pertes sont réparties entre les différentes sociétés affiliées. L'opacité de la structure est aussi source d'ambiguïtés sur le plan du gouvernement d'entreprise et de l'interaction entre les différents « conseils d'administration » internes et la direction.³⁴

2. La structure des holdings passives

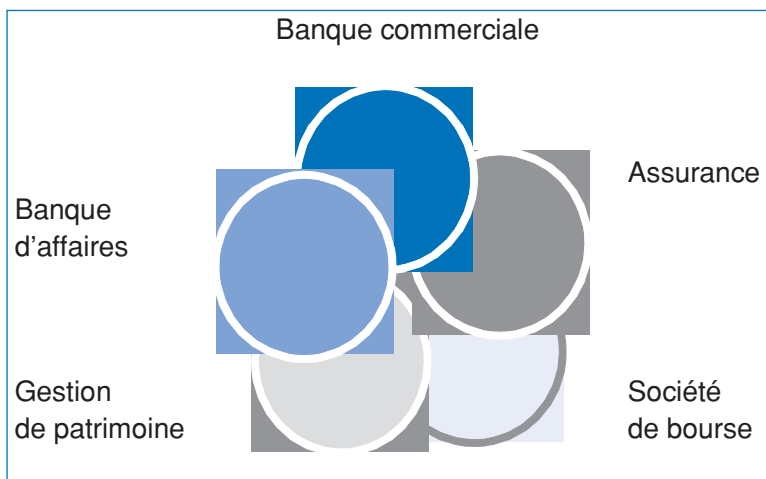
Selon le Rapport Turner, il n'est pas possible de mettre en place des coupe-feu dans le cadre d'une réforme des marchés de capitaux mondialisés, tout d'abord parce que l'Europe n'adhérerait probablement pas à une telle réforme (étant donné sa tradition d'autorisation des activités de banque universelle) et parce que « l'augmentation de la prospérité ... nécessite de grandes institutions bancaires complexes proposant des produits de gestion des risques financiers qui ne peuvent être offerts qu'à partir d'un socle constitué d'une gamme complète d'activités de tenue de marché (page 94). Ceci ressemble fort au vieil argument selon lequel les coupe-feu limitent la diversification et les économies d'échelle et de portée dans les institutions financières. Le Rapport Turner conclut ainsi : « Une distinction plus formelle et plus complète entre les « activités bancaires au sens étroit » et les activités de tenue de marché n'est pas réalisable (page 9).

L'argument de l'innovation et de la croissance est discutable (comme on l'a vu plus haut), et ce mode de pensée semble exclure la possibilité que l'ensemble des activités bancaires et des activités sur titres puissent être réunies au sein d'une structure de holding passive, comme le montre le graphique II.5. De semblables structures ont pourtant été il y a peu volontairement mises en place dans certains pays par des groupes comprenant une banque.³⁵ Leur utilisation plus répandue dans tous les pays faciliterait la réduction du risque de contagion.

Graphique II.3. Loi Glass-Steagall et variations dans le temps des règles relatives aux coupe-feu



Source : OCDE

Graphique II.4. **Opacité du modèle de banque universelle**

Source : OCDE

Les principes qui doivent guider la mise en place d'une holding passive sont les suivants : (a) sur le plan du bilan, les relations entre la société-mère et ses sociétés affiliées doivent, dans toute la mesure du possible, obéir à des relations d'indépendance comme s'il s'agissait de relations avec des entités extérieures ; (b) il convient d'instaurer une transparence accrue qui facilite le contrôle, le respect de la réglementation et le traitement des crises dans n'importe laquelle des entités du groupe grâce à des soutiens publics ou à des procédures destinées aux entreprises en faillite. Une structure de holding passive présente les caractéristiques principales suivantes :

- **Séparation juridique** (et non séparation sur le plan technologique) de façon à ce que le bilan des banques commerciales, en particulier, puisse être protégé. Les actifs et passifs des banques ou des maisons de titres affiliées doivent en substance être isolés les uns des autres, grâce à une société-mère ayant la forme d'une holding passive. Chaque société affiliée possède un capital distinct et doit se soumettre à des obligations distinctes en matière de diffusion d'informations.

- La holding passive peut posséder des sociétés cotées et des sociétés non cotées. **La société-mère investit dans ses sociétés affiliées (en toute transparence : pas de double endettement)** et peut percevoir des dividendes de celles-ci. Elle **peut** prêter à ses sociétés affiliées dans des conditions similaires à celles qu'elle offrirait à des entités extérieures, en respectant les limites en matière de coupe-feu imposées de manière interne ou externe.

3. Avantages de la structure de type holding passive

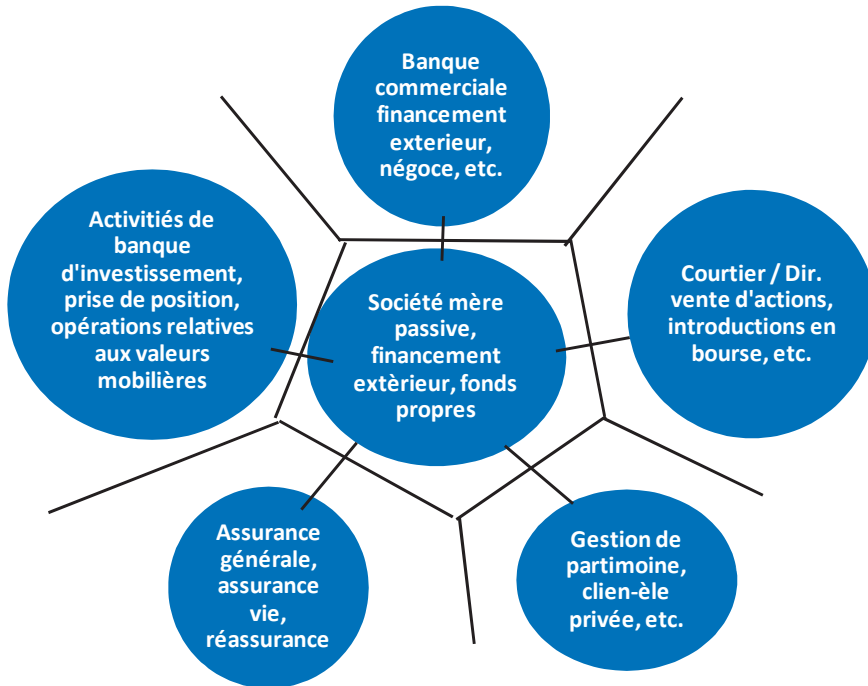
Les avantages de cette structure de holding passive sont les suivants :

La forme juridique fait que l'établissement de rapports est transparent pour les autorités réglementaires, les analystes et les investisseurs, ce qui facilite le suivi de la contagion dans les bilans. Des dispositions réglementaires formelles pourraient aussi s'appliquer plus facilement à ces structures, mais elles ne sont peut-être pas nécessaires. Le risque de contagion est réduit.

Les autorités réglementaires peuvent agir rapidement pour régler des problèmes dans n'importe quelle filiale, soit en apportant un soutien direct soit en faisant sortir du groupe une entreprise défaillante, sans toute la complexité de structures interconnectées et sans risques pour le bilan des banques commerciales.

Cette structure permet d'avoir des structures de gouvernance séparées qui peuvent fonctionner en toute indépendance et les différentes structures de rémunération qui peuvent être nécessaires pour différents groupes.

Elle améliore l'égalité des chances dans la concurrence mondiale – dans le cas, par exemple, où une filiale d'un groupe bancaire est en concurrence avec une structure indépendante, une banque, un courtier, un gestionnaire de fonds commun etc..

Graphique II.5. **Structure de holding passive, avec coupe-feux**

Source : OCDE

H. Renforcer les programmes d'éducation financière et la protection des consommateurs

Depuis plusieurs décennies, on assiste à un transfert de plus en plus marqué des risques financiers vers les ménages. Non seulement les dispositifs de retraite à cotisations définies leur font supporter les risques de longévité et de placement, mais la crise a mis en évidence toute une série de problèmes dus au fait que des ménages mal informés ont mis en danger leur propre sécurité financière en achetant des produits inadaptés. Ces mêmes achats – prêts hypothécaires à taux révisable ou prêts *in fine* aux États-Unis, prêts en devises (y compris dans certains petits pays européens émergents) ont joué un rôle déterminant dans la crise. La vente de produits structurés complexes à des fonds de pension dont les gestionnaires ne comprenaient pas les risques

est un autre exemple d'erreur affectant des résultats systémiques. Afin de permettre aux ménages de mieux appréhender un monde devenu plus complexe, l'éducation financière doit être une priorité, en complément de la réforme de la réglementation.

Les consommateurs sont aujourd'hui confrontés à une plus grande insécurité financière, du fait notamment des risques de chômage et de saisie de leurs biens ou de problèmes médicaux, à un moment où les États s'efforcent de stimuler la demande et les flux de crédit. Il est important que parallèlement aux initiatives prises par ces derniers les ménages fassent preuve d'un comportement rationnel, afin d'éviter de futures crises. Des campagnes efficaces d'éducation financière et de sensibilisation permettent aux consommateurs de mieux comprendre les produits financiers et les risques qu'ils comportent et donc de prendre de décisions mieux adaptées à leur situation personnelle. Elles leur permettent de comprendre pourquoi des mesures et des réformes sont nécessaires. L'éducation financière contribue aussi à inciter les établissements financiers à avoir un comportement plus efficient, plus transparent et plus concurrentiel. Des citoyens mieux éduqués peuvent aussi contribuer implicitement à la surveillance du marché par leurs propres décisions et renforcer ainsi le processus de contrôle prudentiel.

Les États vont aussi devoir améliorer la protection des consommateurs en ce qui concerne les produits financiers. La crise a montré que certaines innovations introduites sur les marchés du crédit et des pratiques de vente abusive ont conduit à la création et à la distribution de produits financiers inappropriés à des consommateurs vulnérables. En outre, le transfert des risques financiers aux ménages a ouvert des trous béants dans la protection des consommateurs, face auxquels il faut réglementer le comportement des marchés. Il importe de revoir les mécanismes de protection des consommateurs en mettant l'accent sur les stratégies publicitaires et commerciales des prestataires de services, sur la mise en place de règles d'information financière adéquates et sur l'accès des consommateurs à des mécanismes de recours efficaces en cas d'abus ou de différend.

Notes

1. Voir Adrian Blundell-Wignall, Paul Atkinson et Se Hoon Lee, "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", Tendances des marchés de capitaux, OCDE, Paris, janvier 2009, pp 16-18.
2. General Accounting Office, GA-05-325SP, p.28.
3. General Accounting Office, *Agencies Engaged in Consolidated Supervision Can Strengthen Performance measurement and Consolidation*, GA-07-154, Washington DC, mars 2007, p.i.
4. En ce qui concerne les banques d'investissement dépourvues de filiales bancaires aux États-Unis, la loi ne prévoit pas de surveillance volontaire de la société holding. Seul Lazard Ltd a choisi cette formule. Les 5 (anciennes) grandes banques d'investissement possédaient toutes des filiales bancaires aux États-Unis et n'étaient donc pas couvertes avant l'adoption du programme des Entités soumises à une surveillance consolidée décrit dans le corps du texte. Pour une étude plus précise, voir Erik Sirri, Director, Division of Trading and Markets, US Securities and Exchange Commission, « Testimony concerning the turmoil in credit markets: examining the regulation of investment banks by the Securities and Exchange Commission », devant la sous-commission des valeurs mobilières, de l'assurance et de l'investissement du Sénat des États-Unis, 7 mai 2008.
5. Un rapport de l'Inspecteur général de la SEC de septembre 2008, consacré à l'effondrement de la banque Bear Stearns, a été très critique à l'égard du programme des CSE et de la surveillance exercée par la SEC: « ...nous avons constaté de graves lacunes dans le programme des CSE qui appellent des améliorations. Dans l'ensemble, nous avons trouvé qu'on pouvait se poser des questions importantes quant à l'utilité d'un certain nombre de conditions du programme dans la mesure où la banque Bear Stearns respectait plusieurs de ces conditions, ce qui ne l'a pas empêché de s'effondrer. En outre, notre audit a conclu que [la SEC] avait été informée de nombreux signaux d'alerte avant cet effondrement, mais n'avait pas pris de mesures pour contenir ces évolutions » (pp. viii-ix). *SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: the CSE Program*, Report No. 446-A, 25 septembre 2008.
6. Le Trésor des États-Unis, dans son *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, du 31 mars 2008, reprend à son compte cette approche et propose que les États-Unis l'adoptent. Cette proposition semble avoir cédé le pas à de nouvelles propositions annoncées le 26 mars 2009. Voir aussi N. Wellink, « Supervisory

Arrangements – Lessons from the Crisis », allocution devant la 44e Conférence des gouverneurs de la SEACEN de 2008, *Preserving monetary and financial stability in the new global environment*, Kuala Lumpur, 6 février 2009.

7. OCDE, *Études économiques : Union européenne*, 2008.
8. Le document de réflexion du rapport Turner développe le concept de politiques macro-prudentielles. Il s'attarde sur ces outils qui peuvent servir à la mise en œuvre de politiques macro-prudentielles, sans laisser pour autant entendre qu'ils conviendraient au contexte du Royaume-Uni. Parmi les autres instruments qu'il examine, on retiendra les ratios d'endettement et les ratios de liquidité (*core funding ratios*).
9. Une vacance d'emploi pour un spécialiste du respect de la déontologie boursière auprès de l'Office régional de Los Angeles de la SEC, par exemple, propose un traitement de 44 600 à 78 600 USD. Une annonce pour le recrutement d'un cadre de même profil qui serait adjoint au Directeur régional, propose une fourchette de traitement de 130 900 à 202 600 USD. La Financial Services Authority du Royaume-Uni propose un éventail de traitements de 151 000 à 243 000 GBP pour des directeurs et de 92 000 à 172 000 GBP pour des chefs de services. La FSA est aussi dotée d'un système qui prévoit des primes d'un montant modeste. Il s'agit là de niveaux de rémunérations bien inférieurs à ce que l'on peut trouver dans de grandes entreprises financières complexes soumises à la réglementation.
10. M. Lewis et D. Einhorn, « The End of the Financial World as We Know It », *New York Times*, 3 janvier 2009, citent plusieurs exemples, notamment ceux des deux derniers directeurs de la déontologie auprès de la SEC qui sont devenus ensuite directeurs généraux des services juridiques de la banque JPMorgan Chase et de la Deutsche Bank.
11. En ce qui concerne les sociétés cotées, ces vérifications sont trimestrielles aux États-Unis et au Japon, semestrielles au Royaume-Uni en Europe continentale et en Australie.
12. Aux États-Unis, cette mission a été confiée au Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB – Conseil de surveillance des comptes des sociétés cotées) qui est indépendant de la profession et relève de la SEC. Le PCAOB se rend aussi à l'étranger, généralement en association avec l'autorité de contrôle locale indépendante. En Europe, la Directive concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés prévoit que tous les pays doivent prévoir une surveillance indépendante des contrôles (à savoir indépendante de la profession). Les instances de contrôle examinent des audits effectifs, les normes en vigueur dans les cabinets de

vérification comptable, leur conformité aux normes de l'ISA. Toutefois, l'application du droit varie selon les pays.

13. En 2006, les Quatre Grands du secteur ont vérifié les comptes de 99 entreprises de l'indice FTSE 100 et de 242 des 250 suivantes dans le classement des plus grandes sociétés du Royaume-Uni. Aux États-Unis, le GAO a estimé que leur part de marché mesurée par leur chiffre d'affaires était de 94 %. En France, l'Autorité des marchés financiers indique que toutes les sociétés de l'indice CAC 40 sont clientes d'au moins l'un des Quatre Grands et que leur contribution aux recettes de ces cabinets d'audit était de près de 94 %. Le rapport Oxera, « *Ownership rules of audit firms and their consequences for audit market concentration* », octobre 2007, publié par la Commission européenne recommande de modifier les règles de propriété inscrites dans les directives afin d'encourager les entrées sur le marché.
14. Voir le Rapport Turner et son document de réflexion pour plus de précisions.
15. GAO, *Audit of Public Companies, Continued Concentration in Audit Market for Large Public Companies Does Not Call for Immediate Action*, janvier 2008.
16. Voir Paul Boyle, « Reassurances over domination of the Big Four are misplaced », *Financial Times*, 24 janvier 2008.
17. En Europe, 75 % des notations de produits structurés ont été, dans un premier temps, égales à AAA et 62 % aux États-Unis. Ces notations ont ensuite fait l'objet d'un mouvement sans précédent de révision en baisse, avec en moyenne 9076 révisions en baisse des notations de produits structurés par agence en un seul trimestre de 2008 (le T2). (Voir Impact Assessment of Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, SEC (2008)2745 12.11.2008.)
18. Voir Forum de stabilité financière « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », 7 avril 2008, p. 34.
19. Voir Carole Loomis, « AIG: the Company that Came to Dinner », *Fortune*, 19 janvier 2009.
20. Le rapport du G-30 et le rapport Turner formulent des propositions élaborées pour renforcer les marchés de gré-à-gré des instruments dérivés. Le Framework for Regulatory Reform du Trésor des États-Unis défini en mars 2009 envisage un dispositif complet de surveillance, de protection et de communication d'informations pour le marché de gré-à-gré des instruments dérivés.
21. Document de réflexion du rapport Turner, DP09/02, p.22.

22. Le rapport Turner et son document de réflexion, DP09/02, proposent le concept de « core funding » (liquidité stable), obtenu auprès de sources de financement viables durant tout le cycle conjoncturel. Ils notent cependant que la définition précise nécessaire pour que ce concept soit opérationnel nécessite une analyse et des consultations approfondies.
23. Les créances sur les banques et maisons de titres réglementées des pays de l'OCDE sont affectées d'un coefficient de « pondération des risques » de 20 %, ce qui revient à exonérer 80 % de ces créances d'une couverture par des fonds propres. Les créances hypothécaires au logement sont affectées d'un coefficient de 50 %. Toutes les autres créances sur le secteur privé sont affectées d'un coefficient de 100 %.
24. Voir Blundell-Wignall, A. et P.E. Atkinson, « The Subprime Crisis and Regulatory Reform », dans : *Lessons from The Financial Turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia, 2008, pour une critique du dispositif de Bâle II et une étude des questions connexes.
25. Cette notion de « provisionnement dynamique » a été introduite par la Banque d'Espagne en juin 2000 et elle a servi à atténuer les dégâts subis par le système bancaire au cours de la crise actuelle.
26. Pour une analyse, voir Diane M. Ring, « One Nation Among many: Policy Implications of Cross-Border Tax Arbitrage », *Boston College Law Review*, vol.44, 2002.
27. Samuel Eddins, « Tax Arbitrage Feedback Theory », *SSRN 1356159*, mars 2009.
28. Les paradis fiscaux offrent des taux d'imposition faibles ou nuls, à quoi s'ajoutent un manque de transparence et d'échange effectif de renseignements et, dans certains cas, une réglementation très légère qui favorise l'arbitrage réglementaire. Parmi les raisons autres que fiscales d'utiliser ces juridictions pour créer des structures ad hoc, il convient de citer le désir de tourner les restrictions sur les transferts d'actions et d'utiliser des structures de fonds propres qui ne sont pas autorisées dans les pays d'origine. Toutefois, ces facteurs ne semblent pas avoir joué un rôle important, étant donné que les produits structurés à taux d'intérêt fixe ont représenté la plus grande partie des financements en cause dans la crise.
29. Paul van den Noord, « Tax incentives and house price volatility in the euro area: theory and evidence », Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, n° 356, mai 2003.
30. Les institutions qui collectent des dépôts assurés doivent acquitter une prime dont le coût peut être répercuté soit par une baisse des taux d'intérêt servis, soit par une hausse des coûts des services aux déposants. Les primes peuvent être utilisées pour constituer un fonds pouvant servir de « matelas » financier permettant de faire face aux

décassements qui pourraient se révéler nécessaires. L'octroi de garanties peut aussi se faire moyennant le versement de commissions, mais ce n'est pas toujours le cas.

31. Voir S. Schich, *Tendances des marchés de capitaux*, OCDE, Paris, avril 2009.
32. En avril 2008, le Comité des marchés financiers de l'OCDE a établi que ni les mécanismes d'assurance des dépôts assortis d'un plafond de couverture modeste, ni les accords de co-assurance et ni les longues durées de compensation ne contribuaient à conforter la confiance ou à éviter les mouvements de panique des déposants. En plus des extensions de couverture mises en place dans le cadre des réponses à la crise actuelle, des travaux ont été engagés dans certains pays pour accélérer le processus de compensation.
33. Lorsque des pays étaient concernés, l'essentiel des fonds a été en fait fourni par des institutions financières multilatérales, notamment le FMI, tandis que pour LTCM, la Banque de réserve fédérale de New York a fait pression sur les grands créanciers pour qu'ils apportent leur soutien, sans y participer financièrement elle-même.
34. Chez UBS par exemple, la direction d'IB a pu résister à l'imposition d'une limite stricte sur ses actifs non liquides et d'un gel de son bilan.
35. Par exemple en Australie, le Groupe Macquarie, qui possède une licence bancaire, a recours à une société-mère passive cotée, à une entité bancaire opérationnelle et à une maison de titres opérationnelle (qui possède tout un ensemble d'entités cotées et non cotées exerçant dans le domaine des valeurs mobilières). General Electric a également recours à une version de ce modèle.

III. Levée progressive des mesures d'urgence

Ce chapitre décrit dans quels délais les mesures d'urgence seront progressivement levées et présente les questions auxquelles il sera nécessaire de faire face lorsque la situation économique se sera stabilisée. Il passe en revue les priorités des mesures de retrait aussi bien que la façon dont elles devraient globalement s'échelonner. Il examine également les manières de renforcer le gouvernement d'entreprise.

A. Chronologie d'une discrimination progressive des mesures d'urgence

L'élimination graduelle des mesures d'urgence doit être fonction des progrès de la réforme des marchés de capitaux entreprise par les gouvernements et coordonnée par le Forum de stabilité financière, la structure d'incitation en place après la crise devant être plus satisfaisante et plus efficace que celle qui a conduit à la crise. Il n'est pas trop tôt pour examiner les questions qui devront être traitées lorsque la situation économique se stabilisera. Les principaux chantiers sont les suivants :

- Les énormes déficits budgétaires, peut-être aussi élevés que dans les années 70 (voir tableau III.8). Il faudra y remédier au fur et à mesure que les économies se redresseront.
- Une grave dégradation de la dette publique (tableau III.9). Elle se traduira par de plus lourdes obligations de service de la dette à long terme et, pour certains pays, par des problèmes potentiels de gestion de l'endettement.

Tableau III.8. . Situation budgétaire des administrations publiques

	2007	2008	2009	2010
	(en pourcentage du PIB nominal)			
États-Unis				
Solde budgétaire	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Engagements financiers bruts	62.9	71.9	88.1	100.0
Japon				
Solde budgétaire	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Engagements financiers bruts	167.1	172.1	186.2	197.3
Zone euro				
Solde budgétaire	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
Engagements financiers bruts	71.2	71.0	77.7	84.4
OCDE				
Solde budgétaire	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7
Engagements financiers bruts	74.5	78.8	90.6	99.9

Source : OCDE, Perspectives économiques intermédiaires, mars 2009

- L'encours considérable des prêts des États et des banques centrales, résultant des aides directes accordées pour relancer le crédit (tableau III.8). Il faudra réinspecter dans le système financier ces prêts .
- L'ampleur exceptionnelle des garanties. Certaines seront équivalentes à une dette publique. D'autres représentent un passif conditionnel inscrit au bilan, qu'il faudra apurer.
- Les systèmes bancaires partiellement nationalisés dans certains pays, l'État étant actionnaire de contrôle en détenant la totalité ou une forte proportion du capital. Les garanties implicites sur les marchés de capitaux seront très fréquentes.
- Les problèmes futurs des régimes de retraite avec le vieillissement de la population. Lorsque les régimes publics de retraite doivent être financés par l'impôt, les problèmes déjà anciens seront aggravés par le très net gonflement de la dette publique, l'alourdissement du service de la dette accaparant une grande partie des recettes fiscales. Les actifs des régimes privés de retraite ont fondu lorsqu'ils ont été investis en actions ou dans l'immobilier ; d'où un déficit de financement. De plus, la participation des employeurs privés souffre de la faiblesse de la rentabilité¹. Cela crée des problèmes actuariels et il faudra renforcer la confiance du public pour que ces régimes restent crédibles.
- L'impact de la crise sur le secteur des assurances. Grâce à des modes de financement stables, la plupart des sociétés d'assurance évitent d'être tributaires du marché de gros à court terme. De plus, même si les règles comptables exigent l'évaluation des titres aux prix du marché lorsqu'ils peuvent être vendus ou négociés, la part des actifs soumise à cette obligation est bien plus faible que dans le cas des banques. Le secteur des assurances a peut-être ainsi été protégé en n'ayant pas à divulguer l'ampleur de ses problèmes. On constate à cet égard que la crise qui a frappé AIG a été déclenchée par des opérations de banque d'affaires et pas par des opérations d'assurance.
- Effets sur la concurrence. Un grand nombre des opérations de sauvetage des banques ont visé spécifiquement certains

établissements bancaires, ce qui fausse la concurrence. Ces mesures peuvent avoir des conséquences négatives à long terme, même si elles n'enfreignent pas dans la forme la politique de la concurrence, au niveau national et au niveau de l'UE, ou les règles de l'OMC.

- Les demandes d'aide de l'industrie automobile et le risque que les aides d'État s'étendent à d'autres secteurs. Cela peut aussi favoriser le protectionnisme dans le commerce international et d'éventuelles violations des accords internationaux.

Tableau III.9. **Mesures prises face à la crise : efforts de sauvetage du secteur financier** (Soutien général au secteur financier et avances de fonds nécessaires, en pourcentage du PIB, février 2009)

	Injection de capitaux (A)	Achats d'actifs et prêts du Trésor (B)	Soutien apporté par la Banque centrale avec la garantie du Trésor (C)	Soutien apporté par la Banque centrale sous forme d'apport de liquidités et autres (a) (D)	Garanties (b) (E)	TOTAL A+B+C+D+E	Avance de fonds publics (c)
Pays membres de l'OCDE							
Australie	0	0.7	0	0	n.a.	0.7	0.7
Autriche	5.3	0	0	0	30	35.3	5.3
Belgique	4.7	0	0	0	26.2	30.9	4.7
Canada	0	8.8	0	1.6	11.7	22	8.8
France	1.2	1.3	0	0	16.4	19	1.5(d)
Allemagne	3.7	0.4	0	0	17.6	21.7	3.7
Grèce	2.1	3.3	0	0	6.2	11.6	5.4
Hongrie	1.1	0	0	4	1.1	6.2	1.1
Irlande	5.3	0	0	0	257	263	5.3
Italie	1.3	0	0	2.5	0	3.8	1.3(e)
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
Norvège	0	13.8	0	0	0	13.8	13.8
Pologne	0.4	0	0	0	3.2	3.6	0.4

	Injection de capitaux (A)	Achats d'actifs et prêts du Trésor (B)	Soutien apporté par la Banque centrale avec la garantie du Trésor (C)	Soutien apporté par la Banque centrale sous forme d'apport de liquidités et autres (a) (D)	Garanties (b) (E)	TOTAL A+B+C+D+E	Avance de fonds publics (c)
Portugal	2.4	0	0	0	12	14.4	2.4
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
Suède	2.1	5.3	0	15.3	47.3	70	5.8(h)
Suisse	1.1	0	0	10.9	0	12.1	1.1
Turquie	0	0	0	0.2	0	0.2	0
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)
Pays du G20 non membres de l'OCDE							
Argentine	0	0.9	0	0	0	0.9	0.0(k)
Brésil	0	0	0	1.5	0	1.5	0
Chine	0.5	0	0	0	0	0.5	0.0(l)
Inde	0	0	0	5.6	0	5.6	0
Indonésie (m)	0	0	0	0	0.1	0.1	0.1
Russie	0.1	0.4	2.9	3.2	0.5	7.1	0.6(n)
Arabie saoudite	0.6	0.6	0	8.2	n.a.	9.4	1.2
Moyenne des pays du G-20 (o)	1.9	3.3	1	9.3	12.4	27.9	3.3

Notes:

- Ce tableau fait apparaître les opérations des nouvelles facilités spéciales destinées à faire face à la crise actuelle, mais non celles des facilités régulières de liquidité offertes par les banques centrales. L'encours des prêts de ces dernières a beaucoup augmenté et les échéances ont été allongées récemment (notamment pour les prêts de la BCE).
- Compte non tenu de l'assurance dépôts fournie par les organismes spécialisés.
- Englobe les composantes A, B et C qui nécessitent des avances de fonds publics.
- Le soutien aux entreprises stratégiques du pays apparaît sous la rubrique (B) ; 14 milliards EUR de ce soutien seront financés par une banque publique, la Caisse des Dépôts et Consignations, ce qui n'exige pas d'avances de fonds du Trésor.
- Le montant indiqué dans la colonne (D) correspond à l'échange temporaire de titres publics détenus par la Banque d'Italie contre des actifs détenus par des banques italiennes. Cette opération est sans rapport avec la conduite de la politique monétaire, qui relève de la responsabilité de la BCE.
- Le budget prévoit 900 milliards JPY pour soutenir l'injection de capitaux par une société spéciale et les prêts et l'achat de billets de trésorerie par des institutions financières de la Banque du Japon.

- g) 35.25 mille milliards KRW pour soutenir la recapitalisation et l'achat d'actifs nécessitent une avance de fonds de 2.3 mille milliards KRW.
- h) Une partie de l'injection de capitaux (50 milliards SEK) sera assurée par le Fonds de stabilisation.
- i) Les coûts de nationalisation de Northern Rock et Bradford & Bingley apparaissant sous la rubrique (B) nécessitent une avance de fonds.
- j) Une partie des achats d'actifs et des prêts est réalisée par la Fed. sans financement public immédiat. Le financement initial est de 900 milliards USD (6.3 % du PIB), dont le TARP (700 milliards) et le soutien aux GSE (200 milliards). Les garanties offertes aux GSE ne sont pas prises en compte.
- k) Les prêts directs aux secteurs agricole et manufacturier seront probablement financés par l'Anses et ne nécessiteront pas d'avance de fonds du Trésor.
- l) L'injection de capitaux est financée principalement par le Central Huijin Fund et ne nécessitera pas d'avance de fonds du Trésor.
- m) De vastes plans d'intervention difficiles à quantifier ont aussi été mis en place récemment.
- n) Les achats d'actifs seront financés par le National Wealth Fund et l'État injectera 200 milliards RUB à la caisse d'assurance des dépôts financée sur le budget.
- o) Pondérations du PIB aux PPA.

Source : FMI (2009), *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, Département des affaires budgétaires du FMI, 6 mars ; d'après la base de données FAD-MCM sur les interventions publiques citées dans le document.

B. Le repositionnement du secteur financier

En ce qui concerne le secteur financier, plusieurs éléments clés doivent être mis en place avant de mettre fin aux interventions des pouvoirs publics qui peuvent être dommageables à plus long terme. On exposera ci-après les **priorités essentielles** et les grandes lignes de la séquence qui pourrait être retenue.

1. Mettre en place des mécanismes de règlement de la crise et des défaillances des institutions financières

Les gouvernements des États-Unis, du Royaume-Uni et des pays européens ont engagé massivement des fonds publics pour soutenir l'assurance-dépôts et la recapitalisation des banques, mais le plan Geithner de février 2009 est la première initiative d'envergure à s'attaquer à la deuxième composante essentielle d'une solution à la crise de solvabilité (éliminer les mauvais actifs des bilans des banques – ou en neutraliser leurs effets). Cela est important, car tant que les portefeuilles des banques seront contaminés par des volumes élevés mais incertains de pertes futures probables (qu'il faudra tôt ou tard constater), les nouvelles injections de capitaux seront moins efficaces pour régler leurs problèmes de solvabilité. Une approche systémique de la gestion

de la crise devrait comporter un ensemble de mesures complémentaires :

Il est essentiel de mettre en place des mécanismes publics efficaces pour éliminer les mauvais actifs. On peut citer parmi les initiatives de ce type le mécanisme d'achat des organismes de gestion des actifs (comme dans le Public Private Investment Partnership – PPIP créé par Geithner). Il est difficile d'évaluer les actifs toxiques. Un des avantages de la méthode utilisée par les organismes de gestion des actifs est que le processus lui-même aide à créer un marché, permettant une meilleure tarification et faisant appel pour ce faire aux compétences existantes des gestionnaires d'actifs. Étant donné que le secteur privé apporte aussi des capitaux à investir (fonds d'investissements spéculatifs pour les « capitaux en détresse » et sociétés partenaires de capital-investissement), cette solution aide aussi à réduire les risques pour les contribuables. Ces fonds achèteront les prêts improductifs et les titres adossés à des actifs et à des créances hypothécaires à structure conforme (titres cotés à définitions et procédures de règlement standard) s'ils ont la possibilité de le faire à prix réduit par rapport à la valeur des titres à conserver jusqu'à l'échéance. Les banques, en revanche, peuvent être incitées à vendre des actifs si le prix dépasse d'une marge suffisante les évaluations boursières du moment (compte tenu des modifications des règles comptables), mettant essentiellement « en balance » la valeur sous-jacente de garantie des hypothèques etc. et leur gains et leurs besoins de capitaux du moment. Au fil du temps, ce processus augmentera la probabilité que les contribuables bénéficient de l'opération (l'État et le co-investisseur ayant acheté les actifs à prix réduit par rapport aux valeurs à long terme). Un marché qui fonctionne bien et sur lequel l'État peut faire la preuve qu'une vente est rentable est de nature à faciliter à long terme le dénouement des opérations de prêt et de garantie de l'État et des opérations similaires.

Selon la réaction des groupes privés au PPIP, le gouvernement des États-Unis sera peut-être obligé de mobiliser des ressources et des garanties publiques supplémentaires afin de soutenir les achats d'actifs dépréciés, en particulier pour ce qui est des valeurs mobilières. Globalement, toutefois, la solution américaine est bonne car elle partage les risques d'achat d'actifs toxiques entre les contribuables et les investisseurs, elle crée une

demande d'achats et empêche le bradage d'actifs (du fait que les mécanismes hors bilan sont consolidés) qui prolongerait la crise, et une méthode d'intervention sur le marché.

Au Royaume-Uni, le gouvernement est en train de mettre en place un vaste système d'assurance pour faire face aux actifs dépréciés – protection contre les pertes futures sur prêts liées à certains actifs, en échange d'une commission. Une première perte reste à la charge de l'établissement, et le système d'assurance couvre 90 % des pertes au-delà de ce montant. Cela limite l'exposition des banques aux pertes associées à ces actifs. L'objectif est de permettre au segment essentiel d'activités commerciales des banques d'accorder des prêts et d'attirer des dépôts et des investissements. Les commissions seront satisfaites par l'émission d'actions ordinaires sans droit de vote (renflouant les fonds propres de catégorie 1). L'un des avantages du système est que les pertes éventuelles sur les actifs assurés seront étalées sur une période plus longue, évitant d'avoir à supporter les coûts de l'avance de fonds pour ces actifs en les achetant directement en période de désorganisation du marché.

Les Suisses ont opté pour le recours à des organismes de gestion des actifs, financés sur ressources publiques, pour résoudre les problèmes d'actifs toxiques d'établissements particuliers.

- Chaque solution présente des avantages et des inconvénients en ce qui concerne le calendrier, les risques pour les contribuables et l'égalité des conditions pour les concurrents. Un effort mondial accru pour venir à bout des actifs toxiques serait utile, en particulier dans le cas des pays qui ne l'ont pas encore fait.
- Confortées par les injections de capitaux, un grand nombre de banques commenceront d'opérer plus normalement. La cession des participations publiques pourrait alors se faire parallèlement aux progrès de la réforme de la régulation et des autres réformes.
- Le PIPP mis en place pour les mauvais actifs ne peut pas prendre en compte certains produits structurés complexes. Ces produits trop complexes ont des structures atypiques faisant intervenir des dérivés de gré à gré (destinés, par exemple, à l'arbitrage fiscal, comme on l'a vu à la section II).

Dès lors qu'on progressera dans le rachat des produits négociables, il devrait être possible de comptabiliser et de constater de façon réaliste les pertes se rattachant aux produits véritablement toxiques, afin que les investisseurs, créanciers et contreparties potentiels puissent avoir une image fidèle et transparente des bilans des établissements concernés. Cela se produirait une fois que le programme d'achat d'actifs aurait avancé et aurait permis de venir en aide aux banques.

- Il est difficile de déterminer dans quelle mesure les simulations de crise des autorités réglementaires des États-Unis auront pris en compte le PPIP. Certaines banques américaines auront peut-être à mobiliser davantage de capitaux qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent, mais cela devrait être gérable pour la plupart des grands établissements. Dans les cas où certaines banques se trouveraient encore dans l'incapacité de fonctionner en toute indépendance, faute de capitaux, il sera possible de prendre des mesures correctrices, les autorités réglementaires injectant des capitaux frais ou prenant le contrôle afin de protéger les créanciers. Il faut espérer que cela ne concernera qu'une petite partie du système bancaire.
- Pour les banques qui seraient défailtantes aux États-Unis, ou dans d'autres pays, il faudrait suivre des procédures standard. Pour ces établissements, après avoir inventorié les actifs et les opérations, on pourra séparer les mauvais actifs des bons (ou les trier). Ces mauvais actifs, ou les garanties qui s'y substitueront éventuellement, devront être liquidés à terme afin que les contribuables récupèrent autant d'argent que possible. On pourra utilement s'inspirer dans ces cas des activités de la Resolution Trust Corporation (RTC) aux États-Unis après la crise des caisses d'épargne il y a 20 ans et de la gestion des crises bancaires dans les pays scandinaves à peu près à la même époque.
- Dans les cas où ce qui restera des bons actifs et des engagements aura une très faible valeur nette (éventuellement négative), il faudra injecter des capitaux prenant la forme d'actions ordinaires, qui pourront provenir

en premier lieu d'un financement au titre de l'assurance-dépôts ou d'autres garanties, afin de porter la valeur nette à zéro. Il faudra ensuite porter la valeur nette à un niveau suffisamment positif pour que la reprise des opérations sur le marché ou les cessions à des institutions saines dans des conditions de concurrence soient viables. Dans de nombreux cas, la conversion d'actions préférentielles et de créances subordonnées en actions ordinaires serait un bon moyen de lancer ce processus.

- Un tel mécanisme, pourvu qu'on l'applique sans tolérance excessive, réglerait les problèmes au fur et à mesure qu'ils se posent. Les injections de capitaux, au-delà des financements que pourrait apporter tout organisme d'assurance-dépôts, représenteraient le coût de départ pour les contribuables. Or, le coût final serait probablement inférieur, puisque (i) on récupérerait au moins quelque chose sur les mauvais actifs qui auront été dissociés ; (ii) il devrait être possible en définitive de procéder dans des conditions de concurrence à des cessions à des prix reflétant toute aide financière en plus des sommes qui auront été nécessaires pour ramener la valeur nette à zéro ; (iii) les banques viables à capitaux publics constituent des actifs à valeur positive.

2. Instaurer une fonction modifiée de soutien de la liquidité par le secteur public

Il serait également utile, comme condition préalable au désengagement progressif de l'État, de progresser véritablement dans la mise en place des mécanismes de soutien de la liquidité répondant aux meilleures pratiques et reposant sur le jeu du marché que conçoivent des organismes comme les banques centrales, la BRI et le Forum de stabilité financière. Il s'agirait de mettre en place un filet de sécurité pour la liquidité afin de renforcer la confiance et de réduire le risque d'une crise future de liquidité. Cette fonction :

- Étendrait son bilan et en élargirait la composition en période de tensions d'une manière qui soit prévisible.
- Comporterait des éléments de coordination internationale pouvant traiter les aspects transfrontaliers.

- S'efforcerait de réduire au minimum les problèmes d'aléa moral, par voie de coordination avec les réformes de la politique prudentielle, notamment au moyen (a) de règles de capitalisation anticycliques et (b) du principe selon lequel les institutions susceptibles de bénéficier d'un soutien public à l'avenir seront uniquement celles qui sont soumises à une surveillance prudentielle complète.

3. Assurer la poursuite des activités des banques viables recapitalisées

La priorité immédiate est de débloquer les marchés du crédit, de faire en sorte que le système monétaire et le système de crédit fonctionnent de nouveau normalement et de soutenir l'économie réelle. Par conséquent, tout doit être fait pour encourager les banques viables à rester en activité même si elles sont devenues tributaires des aides publiques. Vu le contrôle exercé par l'État et sa volonté de veiller à une capitalisation adéquate, ces banques devraient pouvoir opérer sans aversion excessive au risque. Lorsque la situation redeviendra normale sur les marchés de capitaux et la reprise économique sera engagée, il faudra commencer à retirer les diverses aides et à préparer le retour des institutions financières à un régime totalement privé de propriété et de contrôle. Mais il ne faudra pas aller trop vite pour ne pas compromettre les progrès accomplis. Une solution transitoire serait d'adopter pour les banques contrôlées par les autorités de régulation le statut de société anonyme, de façon qu'elles puissent exercer leurs activités dans une optique commerciale conformément à la législation nationale au fur et à mesure de la suppression des mesures temporaires imposées par la crise.

4. Retrait des aides d'urgence à la liquidité et des prêts publics

Il sera essentiel de redistribuer le risque de financement entre les bilans du secteur public et du secteur privé à mesure que des institutions financières fonctionnant correctement se mettront en place et qu'il sera de plus en plus possible de faire appel directement aux gisements existants d'épargne (les fonds souverains et les fonds de pension, par exemple). Les prêts directs des banques centrales et des États pour le soutien de la liquidité des systèmes bancaires et, plus généralement, le soutien

de certaines institutions financières non-bancaires, ne sont pas conformes à un sain environnement concurrentiel, aussi bien sur les marchés de capitaux que dans l'ensemble de l'économie. Il faudra les supprimer dès que les mécanismes décrits ci-dessus auront été mis en place :

Les prêts publics directs aux institutions financières non-bancaires devront être réintermédiés au profit des banques correctement capitalisées ou d'autres prêteurs privés.

À mesure que les aides des banques centrales aux institutions financières non-bancaires diminueront, il faudra réduire la liquidité du système bancaire.

Les aides directes des banques centrales aux différentes banques seront remplacées par le dispositif anticyclique évoqué précédemment, reposant sur des opérations de marché et des opérations de soutien de la liquidité.

Pour ne pas compromettre l'activité économique, il est souhaitable que les bénéficiaires d'aides passent volontairement du régime de soutien public au régime de marché, plutôt que de s'exposer à un retrait de l'aide qui pourrait être prématuré. Il faut donc que le soutien puisse provenir du marché, sous la forme du crédit bancaire (y compris à travers la fonction publique modifiée de soutien de la liquidité ; voir ci-dessus) ou d'autres instruments du marché financier s'appuyant sur des sources adéquates de financement. Il faudra aussi supprimer totalement dans les aides publiques tout élément de subvention pouvant faire préférer ces aides aux financements du marché. La première condition se matérialisera dès lors qu'on progressera dans le règlement de l'ensemble des problèmes traités dans ce document. La deuxième ne pourra se réaliser plus rapidement et il faudra éviter en tout cas de se précipiter.

Si les bénéficiaires semblent être lents à réagir aux possibilités qui s'offrent sur les marchés, un durcissement progressif des aides publiques pour continuer à en bénéficier – jusqu'à ce qu'elles soient assorties de pénalités – devrait être persuasif.

5.Éliminer les garanties qui faussent l'évaluation des risques et la concurrence

Les garanties publiques à la charge du contribuable sont moins transparentes et plus difficiles à évaluer que les prêts publics, mais elles soulèvent le même type de problèmes que les mesures en faveur de la liquidité. Dans le cas des instruments de dette des banques, ces garanties faussent la concurrence en augmentant le coût des emprunts qui sont de proches substituts des instruments de dette des banques et le coût de ces instruments de dette qui ne remplissent pas les conditions d'éligibilité. Elles faussent également la tarification et l'évaluation du risque. Un marché secondaire privé se met déjà en place pour ces instruments de dette. À mesure qu'approche l'échéance des garanties, les conditions évolueront vers celles qui prévalent sur le marché, ce qui incitera fortement les bénéficiaires des garanties à s'adapter. Comme pour les facilités de prêt, il ne faudra pas mettre fin précipitamment à ces garanties. Mais on peut avoir la quasi-certitude que, dans certains cas, la question de la prorogation se posera ; c'est pourquoi il faudrait prévoir des conditions de plus en plus pénalisantes pour que les bénéficiaires de garanties soient fortement incités à rechercher des solutions de marché. Lorsque ces bénéficiaires sont des institutions financières, il est indispensable que les garanties soient alignées sur le dispositif plus général en place pour l'assurance-dépôts, les garanties devant être explicites et correctement tarifées, ou l'absence de garantie devant être crédible.

Lorsqu'elle est nécessaire, la refonte de l'assurance-dépôts devra être fonction de la réforme prudentielle ; il faudra en particulier déterminer quelles sont les institutions qui continueront de bénéficier de l'assurance-dépôts (probablement celles qui font l'objet d'une surveillance prudentielle complète) et se prononcer sur le degré de protection des gros déposants et sur le niveau d'assurance des déposants (probablement celui qui est crédible en cas de défaillance future).

C. Favoriser les structures sociétares qui améliorent la stabilité et la concurrence²

Le secteur financier est différent des autres secteurs de par son rôle dans l'intermédiation du crédit à l'économie réelle ; une faillite bancaire a des externalités négatives pour les entreprises et les particuliers du fait des **fortes interconnexions** qui caractérisent le secteur financier, et en empêchant la faillite de banques importantes du point de vue systémique on favorise les banques concurrentes (ce que démontre la faillite de Lehman). L'interface entre concurrence et stabilité est donc complexe, la stabilité devenant prioritaire en situation de crise. Mais dès lors qu'on en arrivera dans la crise à l'élimination des mesures d'urgence, et notamment à la cession des participations de l'État au capital des banques, il sera essentiel de favoriser les structures sociétares améliorant à la fois la stabilité et la concurrence. Si l'on y parvient, même s'il faut apporter un soutien supplémentaire, l'action menée sera plus crédible. Le Comité de la concurrence de l'OCDE a examiné ces questions et d'autres en février 2009.

1. Agir prudemment dans le domaine des fusions et concevoir soigneusement les aides

Les fusions entre une institution solide et une institution financière plus faible peuvent poser des problèmes aussi bien sur le plan de la stabilité que sur le plan de la concurrence³. Ces fusions sont susceptibles de créer des institutions nouvelles ou de plus grande dimension qui revêtent une importance systémique pouvant poser ultérieurement des problèmes d'aléa moral et de stabilité. Il faut favoriser les stratégies d'ajustement positif qui améliorent la stabilité tout en créant un minimum de distorsions :

- Les mécanismes de rachat des mauvais actifs sous un régime de marché (voir ci-dessus) facilitent la stabilité en faussant moins la concurrence.
- Lorsqu'une fusion est nécessaire, préférer éventuellement à une acquisition purement nationale l'acquisition d'une banque nationale en difficulté par une banque étrangère peut limiter l'apparition d'un pouvoir de marché⁴.

- La vente de certains segments d'établissements défaillants peut intensifier la concurrence.
- Lorsqu'elle est réalisable, une nationalisation peut être préférable à une mégafusion, parce qu'elle crée moins de pouvoir de marché, offre une garantie plus claire de solvabilité et peut faciliter une structure de marché plus concurrentielle lorsqu'il y aura reprivatisation. Malgré tout, une nationalisation se prête à une intervention excessive des pouvoirs publics dans les décisions opérationnelles des institutions financières et elle peut grever les finances publiques.

Pour obtenir les meilleurs résultats sur le plan de la concurrence, la solution la plus appropriée est de maintenir l'aide au minimum nécessaire au regard de l'objectif de stabilité et de la subordonner à des réformes structurelles⁵.

2. Fusions concurrentielles et politique de la concurrence

Les mesures qui renforcent la concurrence peuvent aider à rétablir le crédit à l'économie réelle, notamment dans le court terme, lorsque le crédit est nécessaire pour soutenir les objectifs de stabilité économique.

- Dans les pays à secteur bancaire largement dimensionné et bien diversifié, les fusions entre petites banques et banques régionales solides et bien capitalisées peuvent mettre en place des acteurs qui saisiront les possibilités de prêt dont n'ont pas pu tirer parti les banques en difficulté. Cela sera également bénéfique à l'avenir pour la concurrence avec les grands conglomérats, en réduisant en outre éventuellement le risque que certains établissements acquièrent des parts de marché pouvant être problématiques du point de vue systémique.
- Réduire les obstacles réglementaires à l'entrée dans le secteur bancaire, aussi bien en ce qui concerne les réglementations applicables que les restrictions inutiles à la concurrence, peut promouvoir plus généralement le processus décrit précédemment⁶.
- En faisant en sorte que davantage d'informations fines de notation soient à la disposition des PME et des

consommateurs, on facilitera la transparence, et les concurrents ainsi que les nouveaux entrants pourront s'appuyer sur les informations dont ils auront besoin pour tirer parti des nouvelles possibilités de prêt ;

- Limiter le coût de changement d'établissement, par exemple en appliquant un régime réduisant le coût non pécuniaire pour le client qui veut changer de banque (notamment grâce à la prise en charge gratuite des formalités de changement) peut favoriser la croissance d'institutions financières plus concurrentielles.

3. Structures conglomerales favorisant la transparence et la concurrence et simplifiant les mesures de régulation et de surveillance

Les avantages de structures de type **holding passive** (dans lesquelles il y a séparation juridique entre la société mère et ses filiales) examinées plus haut justifient que l'on encourage les entreprises financières complexes à y recourir davantage dans leur stratégie de sortie. Elles renforcent la transparence et offrent un moyen simple de protéger le bilan d'une banque commerciale de ses filiales (notamment les filiales de maisons de courtage), **réduisant ainsi le risque de contagion** dans l'avenir et facilitant le travail des autorités de réglementation.

Si l'on pense que la transparence assurée par une structure de type holding passive n'est pas suffisante, l'on peut aussi recourir à des réglementations coupe-feu afin de limiter le risque de contagion entre les filiales d'un conglomérat financier. Ces dispositifs compléteraient les réformes de la réglementation des capitaux dont il a été question plus haut.

4. Applicabilité intégrale des règles de concurrence

Durant la crise, les mesures d'urgence ont primé sur les règles de concurrence. Les marchés n'ont plus fonctionné et il y a eu pénurie d'informations sur les prix et d'informations fines de notation. Il a donc fallu un échange d'informations hors marché avec les pouvoirs publics et les entreprises concernées, dont ont été exclues les autres entreprises, ce qui a faussé le marché et créé un risque de collusion et d'entente sur les prix. Pour la

cession des participations publiques et le retrait des prêts publics et des garanties publiques, il faut préalablement régler les problèmes qui se posent à l'interface de la régulation et de la concurrence, et pour cela :

- Énoncer des règles claires pour déterminer quand les mesures de stabilité doivent primer sur la politique de la concurrence et quand celle-ci s'appliquera de nouveau.
- Assurer la cohérence dans le temps entre le marché des services financiers dans une région et la compétence en matière de régulation. Cela peut nécessiter une coordination plus étroite de la régulation ou la création d'organismes internationaux de régulation comme les collèges proposés par le Forum de stabilité financière, afin de régler les problèmes de régulation transfrontalière et d'éviter les distorsions de concurrence découlant de mesures de régulation applicables dans une seule région que peuvent subir les entreprises opérant sur un plus large marché⁷.

D. Renforcer le gouvernement d'entreprise

Un grand nombre d'entreprises bénéficiaires de fonds publics ou à capitaux publics sont déjà soumises à des conditions spéciales sur le plan de la gouvernance et des rémunérations. Durant la période où ces conditions sont applicables, ces entreprises devront être gérées d'une façon aussi conforme que possible aux Lignes directrices de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise des entreprises publiques⁸. Avant de supprimer les mesures d'urgence, il appartient aux pouvoirs publics d'améliorer sur un plan général les règles et principes de gouvernement d'entreprise des entreprises financières, à la fois pour améliorer le contrôle des risques et pour remédier aux autres faiblesses qui ont contribué à la crise actuelle. Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE n'ayant pas été efficacement mis en œuvre par un certain nombre d'entreprises financières dans le passé, il faut aussi mettre en place des procédures plus satisfaisantes de surveillance et d'examen par les pairs. Le Groupe de direction de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise a examiné ces questions à sa réunion d'avril 2009 ; on trouvera ci-après ses principales recommandations.

1. *Indépendance et compétence des administrateurs*

- Renforcer le critère d'aptitude et l'élargir à un plus grand nombre d'établissements. Trop souvent, le critère d'aptitude a été évalué uniquement du point de vue des antécédents de fraude et de faillite. Il est impératif de l'élargir aux compétences techniques et professionnelles, y compris dans les domaines de la gouvernance et de la gestion des risques. Ce critère pourrait également prendre en compte l'indépendance et l'objectivité.
- Étendre l'application du critère d'aptitude à un aspect plus controversé : la limitation de la durée du mandat des administrateurs indépendants ne détenant pas de participation directe au capital de la société. Ce n'est pas l'âge en soi qui est en cause, mais l'ancienneté au conseil d'administration, surtout lorsque le Président directeur général ou le Président du conseil d'administration est resté le même⁹.
- Imposer la dissociation formelle des fonctions de Président et de Directeur général dans les banques, sauf dans des circonstances spéciales (par exemple, dans le cas des petites banques, ou lorsque le fondateur détient une forte participation)¹⁰.

2. *Responsable de la gestion des risques*

En cette période **post-Enron**, on a pu constater une nette évolution dans le sens de la mise en place de contrôles internes dans la préparation de rapports et états financiers. En outre, il est de plus en plus fréquent que les vérificateurs internes et externes rapportent au comité de vérification. La gestion des risques dans les institutions financières justifie la même approche.

- Toutes les entreprises financières devraient avoir un "*responsable des risques*" rapportant directement au conseil d'administration (pas nécessairement via un comité des risques, mais probablement pas via le comité de vérification).
- Les conditions d'emploi du responsable des risques pourront nécessiter certaines protections particulières

établissant un équilibre entre la nécessaire indépendance par rapport à l'organe de direction et l'accès à l'information.

- La mission de ce responsable serait analogue à celle d'un médiateur. Il ne s'agirait pas de se substituer au Directeur général pour la gestion des risques, mais d'attirer l'attention du conseil d'administration sur les questions dont il devrait se saisir.

3. Responsabilité fiduciaire des administrateurs

On considère que la complexité de certains grands groupes peut créer en temps de crise des problèmes de gouvernance et de contrôle des risques. Dans la mesure où ces problèmes ne peuvent pas être correctement réglés par des mesures de séparation et de simplification des activités des filiales dans les groupes complexes (voir ci-dessus), il pourrait être nécessaire dans certains pays de clarifier les obligations fiduciaires des administrateurs.

- Il faudrait probablement dans certains groupes rattacher plus étroitement les obligations fiduciaires des administrateurs à celles du conseil d'administration et de la société¹¹.
- Ces obligations devront instaurer un juste équilibre entre une plus forte mobilisation au service de l'entreprise et une séparation par rapport à la gestion et aux autres fonctions opérationnelles.

4. Rémunération

Il est difficile de se prononcer très précisément sur la question de la rémunération des cadres dirigeants. Un conseil d'administration réformé et renforcé améliorera la gouvernance, surtout s'il est clair que les obligations des administrateurs seront élargies à la surveillance des sources de risque et à la conformité à la stratégie financière de l'établissement concerné. Ainsi aura-t-on un lien parfaitement net entre la gestion des risques et la politique de rémunération. Si cela est possible, certains avantages fiscaux pourraient également aider à promouvoir les formules de rémunération liée à la performance à long terme.

E. Privatiser les banques recapitalisées

L'objectif à long terme devrait être de reprivatiser intégralement les établissements qui ont été recapitalisés. Surtout lorsque le niveau de participation publique au capital ou d'intervention publique similaire est élevé, la solidité à long terme du système financier dépendra de la façon dont la reprivatisation aura été menée. L'état de préparation de chaque entreprise en termes de viabilité sera variable. L'intervention publique pourrait vivement inciter les banques concernées à « sortir » de ces mesures parce qu'elles doivent verser à l'État de coûteuses commissions et lui distribuer des dividendes très onéreux, et aussi parce que la rémunération de leurs cadres dirigeants est soumis à certaines restrictions. Mais si l'on laisse les différentes banques maîtresses de ce processus, il sera plus difficile d'éviter des distorsions de concurrence. La rapidité d'exécution est moins importante que l'obtention des résultats escomptés¹². On commentera maintenant les principales priorités à cet égard.

1. Pour les apports en fonds propres, il faut tirer parti des gisements de capitaux à long terme

Les pays de l'OCDE devraient rechercher un net élargissement des bases de fonds propres et un moindre endettement du système financier par rapport à ce qui a généralement prévalu durant les années qui ont abouti à la crise actuelle. Il faut pour cela faire appel aux gisements d'épargne, plutôt qu'à des investissements reposant sur l'endettement. Parmi les organismes qui ont constitué ces gisements d'épargne, on citera les fonds de pension, les fondations universitaires, les fonds souverains, certains fonds de placement privés, voire les particuliers¹³. Il faudrait éviter les cessions aux banques existantes, car cela n'apporterait pas de nouveaux capitaux à l'ensemble du système. Il faudra aussi être circonspect à l'égard des entreprises qui recourent probablement au crédit bancaire.

Lorsque les programmes de privatisation sont de grande ampleur, l'expérience montre qu'ils peuvent solliciter à l'excès les sources disponibles de fonds propres. Vouloir aller vite peut conduire à utiliser l'endettement pour accroître les ressources disponibles. Cela est dangereux, car les fonds propres qui sont financés par l'emprunt n'augmentent qu'en apparence les fonds

propres du système. En cas de tensions financières, la structure peut alors être très fragile. L'un des critères à appliquer si l'on veut un actionnariat crédible à long terme est que le propre endettement de l'acquéreur soit au mieux faible.

2. Un bon environnement concurrentiel

Si de larges pans du système doivent être privatisés, cette privatisation sera l'un des principaux déterminants de la structure du marché et de l'environnement concurrentiel lorsque le processus sera achevé. Comme on l'a indiqué précédemment, il faudrait réorganiser ou restructurer les banques avant leur privatisation afin de réduire à un minimum les positions dominantes sur le marché et de promouvoir une concurrence efficace ; or, les mégafusions peuvent créer à cet égard des difficultés systémiques particulières. Un cadre clair, assurant une saine concurrence, devra être en place et toutes les privatisations devront s'inscrire dans ce cadre.

3. Ajuster les régimes d'assurance-dépôts, de façon qu'il n'y ait plus d'institution trop grande pour faire faillite

De nombreux types d'institutions financières pourront en définitive avoir besoin d'une aide publique et, lorsqu'on en reviendra à l'environnement de marché, elles seront sans doute soumises à des régimes différents. Lors de la privatisation, il faudrait que leur situation soit claire et crédible vis-à-vis des systèmes d'assurance et de garantie des dépôts. Elles devront être expressément couvertes par des dispositifs à tarification transparente (voir ci-dessus), ou bien c'est l'adage *caveat emptor* qui s'appliquera, les créanciers assumant alors la totalité des risques. Pour éviter le problème des garanties implicites, toute entreprise financière ne bénéficiant pas expressément d'un régime d'assurance et de garantie des dépôts devra être d'une taille suffisamment faible pour que l'éventualité qu'on la laisse faire faillite soit crédible.

F. Réussir la privatisation¹⁴

Une fois passée la crise, un grand nombre d'États se trouveront à la tête de participations minoritaires ou majoritaires dans les entreprises financières et il leur faudra céder la plupart de ces participations. Souvent, il s'agira de participations mineures, qui pourront être facilement cédées par voie d'offre publique de vente, par exercice du droit de préemption des actionnaires, ou par simple placement sur un marché boursier organisé. Mais, dans d'autres cas, les montants pourront être si élevés qu'une réflexion stratégique s'imposera. La grande vague de privatisations d'entreprises publiques qui a eu lieu au cours des années 90 et au début de ce siècle nous laisse à cet égard d'utiles enseignements.

Les États envisageant la reprivatisation d'institutions financières se trouvent d'emblée confrontés à un choix crucial. Ils peuvent sortir rapidement les activités en cause des bilans publics en les vendant dans leur totalité aux institutions financières en place (vente contractuelle). Ou bien ils peuvent poursuivre l'exploitation commerciale durant une certaine période de privatisation échelonnée ou partielle. Le choix sera fonction de la situation des marchés, et notamment de la séquence qui paraîtra optimale si un grand nombre d'institutions ou de pays procèdent aux mêmes opérations. La deuxième considération importante est la taille de l'institution privatisable et la part du capital détenu par l'État.

L'État actionnaire doit déterminer l'ampleur de la réforme nécessaire de la gouvernance des institutions financières avant la cession. Si la vente contractuelle à d'autres banques ou d'autres institutions financières est la méthode de privatisation choisie, si l'État détient une participation de contrôle et si la cession doit se faire rapidement, la nécessité de nouveaux mécanismes de gouvernance pourra se limiter à ceux qui s'appliqueront aux nouveaux propriétaires dans le contexte de la réforme d'ensemble du secteur. Sur le plan de la restructuration, la meilleure solution pour l'État est de se cantonner aux aspects pour lesquels il est en situation d'avantage comparatif avéré. Si la cession est réalisée par appel à la concurrence, il faudra que le mécanisme de prix détermine quel est l'acquéreur privé le plus apte à procéder après la privatisation aux changements qui s'imposent.

Si l'État choisit de conserver la propriété d'institutions financières pendant un certain temps tout en les laissant poursuivre leurs activités sur le marché, il lui faudra modifier le régime de gouvernement d'entreprise conformément aux meilleures pratiques définies dans les Lignes directrices de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise des entreprises publiques et dans les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. Dans la plupart des cas, la meilleure solution pour réformer concrètement le régime de gouvernement d'entreprise sera de confier cette tâche à un organisme unique jouissant de l'autonomie nécessaire au sein de l'administration centrale.

Les expériences récentes de privatisation de banques font généralement ressortir trois priorités pour les mesures de gouvernance. Il faut mettre en place de nouveaux systèmes de contrôle des risques, une nouvelle direction et un nouveau conseil d'administration chargé de certaines des réformes indiquées précédemment. Pour faciliter les opérations même de privatisation, il pourra aussi être nécessaire parfois de céder les actifs appartenant à l'État de certaines filiales ou d'autres actifs.

Il ne faudra pas privatiser sans pouvoir s'appuyer sur un cadre réglementaire adéquat, qui devra comporter une réglementation anticoncentration afin d'assurer une saine concurrence chaque fois que cela sera économiquement possible et une réglementation plus spécialisée lorsqu'un élément de monopole est appelé à subsister. Surtout, il faudra que ces fonctions réglementaires soient dissociées de celles de l'État actionnaire. Une autorité indépendante de régulation de la concurrence a un grand rôle à jouer pour empêcher la formation de conglomerats financiers de trop grande dimension, même si cela doit se faire au détriment des recettes de privatisation.

Dans le contexte de la reprivatisation des banques, on peut aussi envisager la cession à des groupes ciblés d'investisseurs "à long terme" ou "amicaux". Si ces stratégies « ciblées » sont adoptées, il est souvent plus efficace de procéder à une présélection, suivie d'un appel d'offres auquel participeront les candidats sélectionnés, car ainsi le « ciblage » n'interférera pas avec la sélection de l'acquéreur. Il faudra pleinement divulguer les critères déterminant la préférence pour certains actionnaires, de même que les objectifs que l'acquéreur devra poursuivre après la privatisation.

Il faut prêter attention suffisamment tôt au gouvernement d'entreprise après la privatisation, surtout en cas de privatisation progressive. Il est crucial de préserver l'indépendance du conseil d'administration, afin qu'il puisse protéger les actionnaires minoritaires, notamment contre de nouvelles mesures de privatisation susceptibles de nuire à leurs intérêts (notamment en cas de dilution par introduction directe de nouveaux actionnaires détenant de fortes participations).

Dans certains cas, les gouvernements voudront conserver un certain contrôle sur les banques reprivatisées. Les Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE ne découragent pas les mécanismes assurant un contrôle disproportionné, dès lors que les actionnaires autres que l'État sont pleinement informés de la nature et de la portée d'un tel mécanisme. Mais il faut soigneusement choisir les instruments. Les droits de veto, notamment au moyen d'actions "spécifiques", ne sont généralement pas à préconiser. Ces instruments sont intrinsèquement moins transparents que les pactes d'actionnaires pleinement divulgués ou que la différenciation des droits de vote en vertu des statuts.

G. Rentabiliser au maximum la cession des mauvais actifs

Lorsqu'on opte pour la séparation, dans les bilans des entreprises financières, des mauvais actifs et des bons, on se trouve confronté au problème de la liquidation des mauvais actifs ou des sûretés s'y rattachant. L'objectif doit être de récupérer autant d'argent que possible pour compenser les coûts de gestion de la crise. Les gouvernements sont à même d'organiser ces opérations selon un calendrier à moyen et long terme, en évitant ainsi d'avoir à brader certains actifs qui subiront de fortes décotes sur des marchés illiquides. L'expérience montre que le professionnalisme dans ce domaine permet souvent d'obtenir des rendements bien supérieurs à ceux qu'on pourrait attendre en plein cœur de la crise.

Dans la mesure où les actifs improductifs sont essentiellement constitués de prêts hypothécaires, les pouvoirs publics, parce que leur action se situe à un horizon à plus long terme, pourront, mieux que des banques --qui se trouvent dans l'obligation immédiate de reconstituer leur capital — examiner les possibilités

de restructuration des produits et de cession à des détenteurs plus naturels, de façon à sortir ces actifs des bilans publics. Lorsqu'on peut en attendre un résultat meilleur qu'une vente sur saisie, cette solution sera dans l'intérêt de tous. On peut ainsi espérer rompre le cercle vicieux de la saisie, de la vente forcée par l'emprunteur ou la banque, de l'accélération de la baisse des prix et de la dégradation encore plus marquée de la qualité des actifs bancaires.

H. Renforcer les régimes de retraite

Les régimes de retraite, qui posent déjà de sérieux problèmes à long terme dans de nombreux pays à population vieillissante, subissent de graves dommages en cette période de crise. Il faudra y consacrer toute l'attention voulue lorsque la situation économique se sera stabilisée¹⁵.

Les avoirs des régimes de retraite privés, qui sont aujourd'hui une composante essentielle des systèmes diversifiés de retraite d'un grand nombre de pays de l'OCDE, ont diminué de près de 23 % (soit environ 5 400 milliards \$) entre la fin de 2007 et décembre 2008. Et ils ont probablement encore baissé depuis.

Lorsque ces avoirs financent des régimes à prestations définies, ces prestations étant liées au salaire individuel, ou lorsqu'ils financent une rente, cette dévalorisation se traduit par un niveau insuffisant de financement. Les promoteurs de ces régimes se trouvent donc soumis à de fortes pressions financières. Dans certains cas, lorsque le promoteur du régime doit réduire ses activités ou tombe en faillite, la solvabilité du dispositif peut être remise en cause.

Lorsque les travailleurs âgés ou les retraités ont un régime à cotisations définies, avec lequel la pension dépend de la valeur des avoirs accumulés dans un compte individuel, la dévalorisation due à la crise peut se traduire par d'importantes pertes de revenu permanent. Les travailleurs plus jeunes faisant partie d'un régime à cotisations définies seront probablement moins touchés. Ils peuvent davantage se permettre d'attendre que la situation se redresse et la majeure partie de leurs cotisations sera versée à l'avenir et ne sera pas amputée par les pertes récentes. Mais leurs régimes de retraite dépendent souvent non seulement de

leurs cotisations, mais aussi des cotisations patronales, les unes comme les autres pouvant subir les effets négatifs des difficultés économiques généralisées que nous connaissons actuellement. De plus, il est probable qu'on n'aura plus autant confiance dans des régimes de retraite qui laissent leurs adhérents si exposés aux fluctuations des marchés.

Les régimes publics de retraite, généralement financés par le contribuable et fonctionnant par répartition, ne sont pas directement touchés, en ce sens que les engagements politiques pris à leur égard restent généralement intacts. Mais les problèmes budgétaires que posent ces engagements dans le contexte d'une population vieillissante s'aggraveront considérablement à mesure que s'accroît le chômage et que s'accumulent l'endettement public et les coûts futurs de service de la dette à cause de la crise. En outre, dans la mesure où les régimes privés de retraite sont touchés, les régimes publics devront jouer un plus grand rôle dans les systèmes diversifiés. Cela peut se répercuter sur le contexte politique dans lequel les problèmes budgétaires doivent être réglés. On notera à cet égard que dans les pays faisant largement appel aux régimes privés de retraite, les retraites publiques ne représentent qu'une proportion relativement faible du revenu d'activité (tableau III.10).

Pour assurer les revenus dont ont besoin les retraités dans une société qui vieillit, il faudra épargner davantage, aussi bien au niveau public que privé. Mais d'autres mesures pourraient être nécessaires, surtout parce que les fonds de pension ont énormément souffert de la crise actuelle. Le Comité des assurances et des pensions privées de l'OCDE a formulé à cet effet des orientations pour les priorités futures :

- **Éviter de financer les mesures de gestion de la crise en puisant dans les fonds de réserve des régimes publics de retraite.** Lorsque ces fonds ne sont pas protégés par des structures de gouvernance indépendantes de l'État, il peut être tentant de financer les mesures anticrise en puisant dans ces réserves pour injecter des capitaux dans les banques et financer la relance budgétaire. Cela ne pourrait qu'aggraver les problèmes de financement des engagements futurs et saper la confiance dans les régimes de retraite. On risque alors d'inciter encore davantage à

l'épargne privée, ce qui ne sera guère bénéfique au total pour la gestion de la crise.

- **Renforcer la confiance dans les régimes de retraite privés.** Les problèmes liés au risque de marché peuvent avoir une double conséquence : un recul des régimes privés et, en contrepartie, des pressions allant dans le sens de régimes publics plus généreux. La meilleure voie à long terme est celle d'un système diversifié comportant à la fois des sources de revenu publiques et privées et une combinaison de financements par répartition et par capitalisation. Les gouvernements devraient mettre l'accent sur la nécessité d'éviter toute panique et de se placer dans une perspective à long terme.
- **Ne différer que temporairement les financements nécessaires.** À cause des pertes sur investissements des dispositifs de pension, un grand nombre d'entreprises pourront être contraintes d'accroître leurs cotisations. Les niveaux de cotisation étant souvent déjà élevés après les pertes de 2000-02, cela accentuera les tensions financières auxquelles beaucoup d'entreprises devront faire face avec la dégradation de la situation économique. Certains pays (notamment le Canada, l'Irlande et les Pays-Bas) ont déjà mis en place diverses mesures différant le rétablissement de niveaux adéquats de financement. Il est essentiel qu'un tel report soit temporaire ; sinon, la sécurité des prestations de retraite sera compromise. Puisque la confiance dans les régimes de retraite privés est largement fonction de leur niveau de financement, il faudrait renoncer aussi rapidement que possible à ces mesures de report.
- **Réexaminer les rendements garantis par la loi.** Dans certains pays (notamment la Belgique et la Suisse), les fonds de pension sont tenus de garantir un rendement minimum. Dans le contexte actuel, une telle obligation pourrait favoriser une gestion imprudente des portefeuilles, pour atteindre des objectifs irréalistes. Il faudrait assouplir les obligations de ce type en période de difficultés sur les marchés, ou mieux encore, y substituer des références de marché.

Tableau III.10. **Avoirs des régimes privés de retraite et taux de remplacement des régimes publics de retraite, 2007**

Pays	Avoirs des régimes privés de retraite (en % du PIB)	Taux de remplacement des régimes publics de retraite (en % du dernier salaire)
Pays avec des avoires importants en pensions privées		
Suisse	151.9	35.8
Pays-Bas	149.1	31.3
Islande	147.4	9.2
Danemark	140.6	25.0
États-Unis	124.0	41.2
Australie	119.5	17.4
Canada	103.5	43.9
Royaume-Uni	96.4	30.8
Irlande	93.6	32.5
Finlande	78.1	63.4
Suède	57.4	37.8
Norvège	54.5	59.3
Autres		
Portugal	26.0	54.1
Japon	20.0	34.4
Autriche	18.8	80.1
Allemagne	17.9	39.9
Belgique	14.4	40.4
Mexique	12.4	0.0
Pologne	12.2	27.1
Espagne	12.1	81.2
Nouvelle-Zélande	11.1	39.7
Hongrie	10.9	50.7
Corée	7.9	66.8
France	6.9	51.2
Rép. tchèque	4.7	49.1
Rép. slovaque	4.2	24.4
Italie	3.6	67.9
Turquie	1.9	72.5
Luxembourg	1.0	88.3
Grèce	0.0	95.7

Note : les régimes publics de retraite sont ceux financés par répartition. Les taux de remplacement se réfèrent à l'année 2004 ; ils correspondent au rapport entre la pension de retraite d'un individu ou d'une population (moyenne) au revenu moyen de cet individu ou de cette population sur une certaine période, en l'occurrence le dernier salaire d'activité. Les données pour le Luxembourg concernent l'année 2006.

Source : OCDE, Global Pension Statistics (2007) ; *Panorama des retraites : politiques publiques des pays de l'OCDE*, OCDE, Paris ; estimations de l'OCDE.

- **Renforcer la gouvernance des fonds de pension.** Des réformes auraient déjà été utiles avant même la crise, mais elles le sont d'autant plus aujourd'hui compte tenu des problèmes de financement et de confiance que vont probablement connaître les dispositifs de pension. Un contrôle plus efficace des risques de placement, des résultats et des bilans s'impose. Les conseils d'administration des fonds de pension devraient avoir plus d'expertise, mieux connaître les questions de gestion financière et compter davantage d'experts indépendants.
- **Procéder à des regroupements.** Souvent, les petits fonds de pension ont une gouvernance qui laisse à désirer, outre que leur gestion et leur supervision sont coûteuses. Dans certains cas, leur regroupement permettrait d'atteindre une échelle plus cohérente.
- **Revoir les réglementations qui amplifient le cycle économique.** Dans certains pays (Danemark, Suède, Finlande, Pays-Bas), les réglementations qui ont pour but de protéger les affiliés à des régimes à prestations définies peuvent obliger à procéder à des ventes sur des marchés en baisse. Ces réglementations figent les pertes et accélèrent la baisse des cours. Ce phénomène a pu être renforcé par la comptabilisation aux prix du marché et par la pratique consistant à imposer un niveau minimum de financement en fonction du risque d'investissement. Les mesures correctrices comme l'augmentation des cotisations et la réduction des prestations, bien qu'elles soient nécessaires pour rétablir les niveaux de financement, ont elles aussi un impact macroéconomique négatif. Sur le modèle des normes de fonds propres des banques, il faudrait s'efforcer de mettre en place des règles de financement ayant davantage d'effets contracycliques.
- **Favoriser les dispositifs de pension hybrides afin de réduire les risques.** Parce que les déficits de financement se creuseront et qu'il faudra de plus en plus augmenter les cotisations, la tendance actuelle à la fermeture des régimes à prestations définies s'accroîtra probablement. En outre, des organismes de garantie interviendront pour reprendre les fonds de pension des entreprises en faillite. Il faudrait revoir les réglementations afin qu'elles n'aggravent pas

autant cette tendance et, dans une optique de meilleure répartition des risques, rechercher les moyens de favoriser les systèmes hybrides conservant un élément de prestations définies. On pourrait, par exemple, recourir à des mécanismes d'indexation lorsque la situation financière le permet, ou fixer pour les régimes à cotisations définies des objectifs de rendement qui, au lieu d'être annuels, tiendraient compte de la durée de vie de l'individu.

- **Réformer dans les régimes à cotisations définies les formules obligatoires ou applicables par défaut.** La conception des régimes à cotisations définies devait être telle que les phases d'accumulation et de retraite s'articulent de façon cohérente. Souvent, ces régimes prévoient des formules par défaut de répartition des actifs ou obligent à convertir en rente le capital accumulé. Les options par défaut de répartition des actifs, qui font généralement courir un moindre risque à l'affilié en termes d'exposition en actions à mesure qu'il s'approche de l'âge de la retraite, devraient être conçues en fonction des possibilités de choix au stade du versement de la pension, de la générosité du système public de retraite et du niveau des cotisations. Quant à la conversion en rente, l'un des enjeux fondamentaux est de minimiser le risque de « timing » lié à la constitution d'une rente. Une conversion obligatoire peut être rationnelle lorsque les pensions des régimes publics sont faibles. Mais la conversion obligatoire n'est pas conforme au principe de libre choix et peut être extrêmement pénalisante lorsque, comme maintenant, le marché est déprimé. Il faut plus de souplesse temporelle pour la sortie en rente.
- **Renforcer l'éducation financière dans le contexte de la retraite.** Avec l'expansion rapide des régimes à cotisations définies dans un grand nombre de pays, les ménages, pour assurer leur bien-être financier à long terme, supportent une plus forte part du risque et de la responsabilité. Ils prendront probablement de meilleures décisions et contribueront à un meilleur fonctionnement des marchés financiers s'ils ont reçu une bonne éducation financière et s'ils sont bien informés sur les questions de gestion financière personnelle.

Notes

1. Par exemple, parmi les sociétés américaines qui ont réduit les plans 401(k) ces derniers mois, on citera Federal Express, General Motors, Ford, Motorola, Resorts International, Vail Resorts et Station Casinos.
2. Le Comité de la concurrence de l'OCDE a organisé une série de tables rondes sur la concurrence et la crise financière les 17 et 18 février 2009 afin d'examiner les dispositifs à même de préserver la concurrence à mesure que sont mises en œuvre les mesures d'urgence pour rétablir la stabilité financière.
3. Il pourrait y avoir à l'avenir des mégafusions entre des entreprises non financières dont l'une est une entreprise défailtante.
4. Les fusions internationales peuvent poser des problèmes complexes de liquidation des biens en cas de faillite, mais elles peuvent aussi limiter le renforcement d'un pouvoir de marché.
5. Voir la Communication de la Commission européenne du 5 décembre 2008 intitulée « Recapitalisation des établissements financiers dans le contexte de la crise financière actuelle : limitation de l'aide au minimum nécessaire et garde-fous contre les distorsions indues de concurrence (JO C 10, 15.1.2009, p. 2).
6. Pour faire en sorte que ce réexamen se fasse rigoureusement, on pourra s'appuyer sur les principes de réglementation favorables à la concurrence, tels qu'ils sont énoncés dans l'Instrument pour l'évaluation d'impact sur la concurrence (www.oecd.org/competition/toolkit).
7. En Europe, par exemple, il y a un marché unique des biens et services alors que le cadre de la régulation financière est national.
8. Voir les *Lignes directrices de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise des entreprises publiques*, OCDE, Paris, 2005.
9. Les études réalisées aux États-Unis montrent que l'ancienneté moyenne pondérée des administrateurs à la fin de 2007 était de 11.2 ans pour les entreprises financières qui ont disparu à l'issue de la première phase de la crise, contre 9.2 ans pour celles qui y ont survécu. Dans le premier cas, le Président directeur général ou le Président du conseil d'administration était depuis longtemps en poste. Au Royaume-Uni, le code applicable fixe une limite de 9 ans pour que l'administrateur soit considéré comme indépendant. Cette limite est de 12 ans aux Pays-Bas et en France.

10. Plusieurs banques américaines ont déjà pris des mesures en ce sens. Ces pratiques étaient déjà courantes dans plusieurs autres pays. La question est uniquement de savoir si la réglementation des marchés financiers doit en faire une obligation.
11. C'est ce qu'ont fait l'Australie et l'Afrique du Sud.
12. Certaines des meilleures pratiques sont résumées dans OCDE, "Les privatisations au XXI^e siècle : les expériences récentes des pays de l'OCDE", rapport du *Groupe de travail de l'OCDE sur la privatisation et le gouvernement d'entreprise des actifs appartenant à l'État*, à paraître.
13. Dans de nombreux cas, ces gisements de capitaux à long terme ne peuvent être affectés à des apports en fonds propres via les flux internationaux de capitaux. D'où l'importance de marchés ouverts pour l'investissement international durant la phase de sortie.
14. Les recommandations de cette section s'inspirent de OCDE (2009), « La privatisation au XXI^e siècle : expériences récentes des pays de l'OCDE », rapport sur les meilleures pratiques publié par le Groupe de travail sur la privatisation et le gouvernement d'entreprise des actifs appartenant à l'État.
15. Pour un examen approfondi, voir OCDE, *Perspectives des pensions privées, 2008*, Paris, 2009.

ÉDITIONS OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(21 2009 03 2 P) ISBN 978-92-64-07304-3 – n° 56982 2010

La crise financière

RÉFORME ET STRATÉGIES DE SORTIE

Avec la crise financière, de grandes banques se sont retrouvées paralysées par des titres toxiques et un manque de capitaux. Les prêteurs quant à eux sont devenus réticents à accorder des prêts aux entreprises et aux particuliers. L'impact présent et à venir de la crise sur le système bancaire et la sphère réelle de l'économie a donc conduit les gouvernements à intervenir massivement.

Ces interventions ont permis d'éviter un effondrement du système et de stabiliser la finance mondiale. Cet ouvrage analyse les prochaines étapes que devront prendre les gouvernants pour concevoir les stratégies de sortie des programmes de renflouement et des mesures d'urgence. Cela inclut une réforme de la gouvernance financière qui garantira un équilibre plus sain entre risque et rendement, et un rétablissement de la confiance du public envers les marchés financiers.

Les défis sont immenses, mais si les gouvernements ne parviennent pas à les relever, leurs stratégies de sortie pourraient bien nous mener vers une prochaine crise.

Le texte complet de cet ouvrage est disponible en ligne aux adresses suivantes :

www.sourceocde.org/finance/9789264073043

www.sourceocde.org/gouvernance/9789264073043

Les utilisateurs ayant accès à tous les ouvrages en ligne de l'OCDE peuvent également y accéder *via* :

www.sourceocde.org/9789264073043

SourceOCDE est une bibliothèque en ligne qui a reçu plusieurs récompenses. Elle contient les livres, périodiques et bases de données statistiques de l'OCDE. Pour plus d'informations sur ce service ou pour obtenir un accès temporaire gratuit, veuillez contacter votre bibliothécaire ou SourceOECD@oecd.org.