



*COMITÉ DE HAUT NIVEAU
POUR UNE NOUVELLE
ARCHITECTURE
FINANCIÈRE*

RAPPORT FINAL

16 JUIN 2009

Ce rapport a été rédigé en anglais et la version française en est la traduction

***LISTE DES MEMBRES DU COMITÉ DE HAUT NIVEAU POUR
UNE NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIÈRE***

M. LAMFALUSSY Alexandre, Président

M. CATS Jean-François

M. GROS Daniel

M. KIEKENS Willy

M. LEFEBVRE Olivier

M. NOELS Geert

M. PRAET Peter

M. WYMEERSCH Eddy

Secrétariat

M. KORTLEVEN Jozef, secrétaire

M. GUIOT Bruno, secrétaire adjoint

Mme DIDDEREN Delphine

Mme MITCHELL Janet

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	5
INTRODUCTION	13
1. CONSIDERATIONS DE POLITIQUE GLOBALE	15
1.1. LE PROBLEME FONDAMENTAL DE L'EXCES DE LIQUIDITE ET DES DESEQUILIBRES MACRO-ECONOMIQUES	15
1.2. DESEQUILIBRES GLOBAUX ET ACCUMULATION DU RISQUE	19
1.3. PRODUITS FINANCIERS ET INCITANTS	23
1.4. LE ROLE DU FMI DANS LA STABILITE GLOBALE	25
2. CONSIDERATIONS DE POLITIQUE EUROPEENNE	27
2.1. MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS DANS UNE PERSPECTIVE GLOBALE	27
2.2. VERS UN CADRE DE SUPERVISION EUROPEEN : LE RAPPORT DE LAROSIERE	32
2.2.1. <i>Message général</i>	35
2.2.2. <i>Supervision macro-financière</i>	36
2.2.3. <i>Supervision micro- prudentielle et réglementation</i>	37
2.2.4. <i>Résolution des crises</i>	38
2.2.5. <i>Système européen de garantie des dépôts</i>	38
3. IMPLICATIONS DE POLITIQUE DE LA CRISE FINANCIERE POUR LA STRUCTURE ET LE FONCTIONNEMENT DU CADRE DE SUPERVISION BELGE : VERS UN MODELE COOPERATIF CLAIREMENT RENFORCE	41
3.1. LE PAYSAGE FINANCIER BELGE A CHANGE	41
3.2. VERS UN MODELE COOPERATIF CLAIREMENT RENFORCE	43
3.2.1. <i>Considérations préliminaires</i>	43
3.2.2. <i>Adaptations stratégiques du cadre de supervision belge</i>	49
3.2.2.1. <i>Cadre de supervision macro-prudentiel</i>	49
3.2.2.2. <i>Cadre de politique micro-prudentielle</i>	54
3.2.2.3. <i>Intégrité de marché et cadre de protection du consommateur</i>	55
3.2.3. <i>Le Comité du Risque Systémique : modalités opérationnelles</i>	56
3.2.3.1. <i>Pouvoirs juridiques du CRS</i>	57
❖ <i>Mandat</i>	57
❖ <i>Statut légal</i>	58
❖ <i>Processus de décision</i>	58
❖ <i>Décisions</i>	58
❖ <i>Processus de suivi</i>	60
3.2.3.2. <i>Accords de collaboration entre le CRS, la CBFA et la BNB</i>	60
Annexe 1: Rapport intérimaire	63

RÉSUMÉ

La Belgique est une petite économie ouverte dont le système financier, suite à la crise en cours, est de plus en plus composé de grandes institutions dont le siège est situé dans d'autres pays de l'UE. C'est dans ce contexte que le Comité a dû traiter la demande d'avis du gouvernement portant sur la manière de protéger le système financier national de la récurrence de crises financières dévastatrices comme celle à laquelle nous sommes confrontés actuellement. Le présent rapport reflète l'unanimité de vue des membres.

La crise actuelle est, sans aucun doute, globale par sa nature et par ses origines. L'excès de liquidité et les déséquilibres macro-économiques ont créé les conditions qui ont mené à la crise actuelle. Ces déséquilibres ont conduit à une discordance structurelle importante entre l'offre et la demande d'actifs ainsi qu'à une recherche effrénée de rendement. En outre, le développement de produits financiers complexes dans un environnement financier mal régulé et des incitants pervers ont amplifié l'impact des déséquilibres. C'est la raison pour laquelle le Comité a soumis un rapport intérimaire en février, traitant d'aspects spécifiques d'évolutions récentes en matière de marchés et produits financiers. Toutefois, le Comité tient à souligner que l'émergence d'une liquidité excessive et de déséquilibres financiers n'était en aucune manière une excuse pour permettre à la direction des institutions financières de renoncer à procéder à une évaluation approfondie et permanente du risque. En outre, il serait faux de croire que les erreurs de jugement et l'absence d'action dans ces domaines sont seulement le fait de la haute direction de ces firmes.

Il est donc de l'intérêt de la Belgique d'œuvrer en faveur d'une architecture financière globale plus stable. Au niveau global, il y a déjà un ensemble d'initiatives en cours pour renforcer la coordination de la surveillance (G20, Conseil de Stabilité Financière, etc.). Toutefois, un élément clef du nouveau système global émergent n'a pas encore fait l'objet de réforme. Il s'agit de la gouvernance de l'institution internationale qui devrait servir de gardien principal de la stabilité financière globale, à savoir le FMI. Renforcer l'indépendance du FMI, de telle manière qu'il puisse identifier de manière plus efficace les sources d'instabilité financière et y faire face, y compris dans ses pays membres les plus importants, est donc une voie dans laquelle il faut s'engager.

Toutefois, même une architecture financière globale réformée ne peut pas fournir une garantie de stabilité financière. Des changements plus importants doivent intervenir au niveau européen. Le cadre pour la réforme de l'architecture financière européenne a été établi par le rapport du groupe présidé par Mr de Larosière, dont les recommandations, maintenant en voie d'être traduites en initiatives concrètes de type législatif, seront bientôt à l'ordre du jour du Conseil européen. Ce Comité a exprimé son total soutien aux recommandations du rapport de Larosière (RDL) et invite ardemment les autorités belges à utiliser leur influence dans le processus de décision européen pour s'assurer que les structures des nouvelles institutions à créer (le Système Européen des Superviseurs Financiers – SESF – et le Conseil Européen pour les Risques Systémiques – CERS –) correspondent le plus près possible au schéma proposé par le RDL.

En même temps, le partage du fardeau entre Etats Membres dans le cas de sauvetage de banques de nature transfrontalière a été insuffisamment pris en compte dans le RDL et il serait hautement souhaitable de développer un cadre européen dans ce domaine. Un système Européen de garantie des dépôts, calibré de manière adéquate et financé ex ante, constituerait un pas décisif dans cette direction.

Il aurait en outre l'avantage de fournir un degré important de diversification du risque et une égalité de traitement entre grands et petits pays.

Au niveau belge, le paysage financier a changé au fil du temps. Le système bancaire est devenu davantage concentré et une des conséquences principales de la crise financière est qu'en termes de supervision, la Belgique a évolué d'une situation principalement de pays d'origine vers une situation essentiellement de pays d'accueil.

Toute analyse des déficiences du cadre de supervision belge révèle immédiatement qu'il manque une vraie politique de supervision macro-prudentielle et que le fonctionnement de la CBFA pourrait être considérablement amélioré. Dans cette optique, une question a été récemment posée à maintes occasions, notamment au parlement fédéral : le système de supervision devrait-il être calibré sur base d'un modèle dit « intégré » (souvent appelé le modèle à deux piliers) ou d'un modèle dit « coopératif » ? Dans le modèle intégré, la banque centrale serait compétente pour la politique monétaire, la supervision micro-prudentielle et la surveillance macro-prudentielle (la surveillance micro et macro

serait localisée dans la même institution, d'où le nom du modèle) alors qu'une institution indépendante, en dehors de la banque centrale, serait en charge de la supervision de l'intégrité des marchés et de la protection des investisseurs. Dans le modèle coopératif, la banque centrale serait compétente pour la politique monétaire, alors que la supervision micro-prudentielle, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs seraient de la responsabilité d'une institution extérieure à la banque centrale ; la surveillance macro-prudentielle serait confiée soit à la banque centrale soit à une institution indépendante, étroitement liée à la banque centrale. En Belgique, le cadre de surveillance repose clairement sur un modèle coopératif.

Pour les raisons expliquées dans le rapport, le Comité accepte à ce stade de ne pas basculer vers un modèle intégré mais souhaite renforcer significativement le modèle coopératif actuel. En même temps, il recommande la mise sur pied d'un groupe d'experts indépendants chargé d'évaluer régulièrement si le modèle coopératif renforcé produit les résultats attendus. Si cela n'était pas le cas, le Comité s'estimerait autorisé à recommander une transition vers un modèle intégré.

Le renforcement du modèle actuel exigerait des changements dans trois domaines.

Politique macro-prudentielle

L'absence d'une politique macro-prudentielle constitue la déficience principale du cadre belge actuel. L'objectif principal devrait être de mettre en place un système qui :

- a le pouvoir légal de recevoir toute l'information qu'il estime nécessaire ;
- dispose de l'expertise pour analyser cette information de manière indépendante ;
- peut prendre des décisions claires et a le pouvoir de les faire exécuter ainsi que de procéder à leur suivi ;
- peut opérer les ajustements à son propre fonctionnement en réponse à un suivi externe de sa performance.

Dans cette optique, le Comité conclut que le Comité de Stabilité Financière (CSF) existant devrait être remplacé par un Comité du Risque Systémique (CRS) en charge de

la prévention des crises ; c'est-à-dire prévenir, limiter ou redresser les risques systémiques macro-prudentiels.

Le CRS serait composé de six membres et serait présidé par le gouverneur de la Banque Nationale de Belgique (BNB). Il serait opérationnellement indépendant, tout en ayant des liens étroits avec la BNB.

Le CRS ne serait pas un tigre de papier mais bien un qui puisse mordre. En effet, il pourrait, si nécessaire, juridiquement exiger de la part de la CBFA et de la BNB (pour cette dernière sans porter atteinte à ses obligations dans le cadre de l'UEM), de prendre des mesures pour gérer ou redresser les risques systémiques. L'octroi de tels pouvoirs légaux au CRS impliquerait des amendements à la législation financière actuelle.

Afin de réaliser ses tâches de manière efficace, le CRS aurait son propre secrétariat, qui serait habilité à recevoir toute information qu'il juge pertinente et il aurait un accès direct aux institutions financières individuelles, de manière à développer une bonne compréhension des activités et tendances dans les marchés financiers. En outre, pour garantir l'efficacité, les décisions du CRS ne seraient pas nécessairement prises par consensus mais, en cas de nécessité, sur base d'une procédure de vote. L'activité du CRS serait également soumise à un strict processus de suivi.

Politique micro-prudentielle

Le Comité est d'avis que le cadre micro-prudentiel, en particulier le fonctionnement de la CBFA, pourrait être considérablement amélioré. Les changements recommandés par le comité incluent en particulier :

- une modification de la procédure de désignation des membres du comité de direction, qui devrait devenir plus transparente ; les membres devraient être nommés pour des mandats non renouvelables de huit ans ;**
- le renforcement des pouvoirs du conseil de surveillance, qui devrait également mieux correspondre à l'expertise technique requise ;**
- une plus grande mobilité interne et externe du personnel ainsi qu'une plus grande diversification des compétences ;**

- des mécanismes de délégation interne visant à assurer un fonctionnement plus ciblé du Comité de direction.

Intégrité de marché et protection des consommateurs

Concernant l'intégrité des marchés et la protection des consommateurs, le Comité pense qu'il est important de régler deux problèmes clef. Tout d'abord, la CBFA ne dispose pas de base légale explicite pour asseoir sa responsabilité en matière de protection des investisseurs, ce qui affaiblit son rôle dans ce domaine. Elle devrait aussi vite que possible disposer de ce fondement légal explicite. Deuxièmement, la structure actuelle de la CBFA ne permet ni une identification efficace des conflits d'intérêt entre la protection de l'investisseur et la supervision micro-prudentielle, ni d'une communication appropriée de ces sujets à la haute direction. L'organisation de la CBFA devrait être réformée en vue d'arriver à un meilleur équilibre entre les considérations de supervision micro-prudentielle et celles relatives à la protection des consommateurs.

* * *

Enfin, le Comité souhaite formuler trois considérations générales qui, même si elles ne font pas partie du rapport lui-même, peuvent se révéler cruciales pour l'avenir du système financier belge. Le Comité a choisi de ne pas formuler des propositions d'actions concrètes dans ces domaines vu que la situation financière est toujours fluide et qu'à son avis il serait préférable d'attendre qu'elle se soit clarifiée.

La *première considération* concerne l'équilibre délicat auquel les autorités belges sont confrontées (de même que les autorités dans la plupart des Etats membres) entre un accent plus important sur l'influence des pays d'accueil et le désir de maintenir l'intégrité du marché intérieur des services financiers, en particulier en matière bancaire. Mettre en avant la première préoccupation signifierait en pratique forcer les filiales et succursales étrangères à devenir davantage indépendantes en protégeant les actifs et, plus généralement, en insistant sur le caractère de distanciellement au niveau des transactions entre la société mère étrangère et la filiale ou succursale nationale. Toutefois, agir de la sorte saperait le marché intérieur, lequel est essentiel pour l'économie belge et européenne. Cette considération souligne une fois de plus

l'importance de la dimension européenne pour notre pays. La Belgique a tout à gagner d'un renforcement de la dimension européenne selon les orientations décrites ci-avant. Etant donné que le résultat du processus de réforme lancé avec le RDL est toujours incertain, il serait prématuré de prendre une position sur la question de savoir si un accent plus marqué sur le contrôle par le pays d'accueil deviendra finalement inévitable. Le Comité espère que l'infrastructure financière européenne modifiée sera assez forte pour maintenir l'intégrité du marché intérieur dans les services financiers.

La deuxième considération porte sur la taille du secteur financier belge. Dans beaucoup de pays, le principal objectif vis-à-vis du secteur financier semble avoir été la création de « champions » nationaux importants capables d'entrer en concurrence avec d'autres acteurs majeurs.

L'hypothèse sous-jacente était que la création d'institutions importantes avec une assise nationale conduirait non seulement à un marché intérieur des capitaux plus efficient mais aussi à plus d'emplois dans des services à haute valeur ajoutée. On peut se poser la question de savoir si ces objectifs ont été réellement atteints ; on pourrait même se poser la question de savoir si, au-delà d'un certain niveau minimum, il existe réellement une économie d'échelle importante dans le secteur bancaire.

D'autre part, il serait incongru que seuls les grands Etats membres puissent avoir le droit d'avoir des banques importantes qui, à condition d'être bien gérées et contrôlées, peuvent contribuer de manière significative à la prospérité d'un pays. Le Comité a le sentiment que, sur la taille appropriée des systèmes financiers nationaux, le verdict est toujours en attente ; il est trop tôt pour tirer des conclusions fermes.

La troisième considération est liée à la seconde. La création de champions nationaux importants a un coût : en période de tensions, elle peut engendrer une charge budgétaire très importante. Même si l'on doit admettre que tous les Etats membres de l'Union européenne, y compris ceux avec des situations budgétaires moins saines, ont récemment été en mesure, d'une manière ou d'une autre, de sauvegarder leurs systèmes financiers nationaux, on peut probablement dire sans risque de se tromper que les Etats membres avec les finances publiques les plus saines disposaient d'une plus grande marge de manœuvre pour mettre en œuvre les conditions répondant au mieux à leurs intérêts économiques, financiers et sociaux. Vu le caractère toujours évolutif de la situation, le Comité n'a pas jugé souhaitable de développer cet aspect de la crise financière et il n'a

d'ailleurs pas eu le temps de le faire. Il est toutefois crucial que les décideurs européens, une fois la crise financière passée, développent un cadre européen pour un soutien budgétaire aux opérations de sauvetage des banques. Il s'agit de trouver la volonté politique pour élaborer des solutions qui sont actuellement mises en œuvre ex post et de manière insatisfaisante.

INTRODUCTION

La crise financière actuelle a d'énormes ramifications, avec des implications aux niveaux national, européen et global (mondial). Dès lors, pour remplir son mandat, le comité a cherché à mettre en lumière les éléments importants de chacune de ces trois dimensions. Le défi auquel il a été confronté a été d'éviter le piège par lequel la volonté de dénouer et évaluer toutes les ramifications de la crise l'aurait amené à produire un rapport très volumineux, qui n'aurait pas permis au lecteur de distinguer la forêt des arbres. C'est pourquoi le Comité a procédé de manière sélective au niveau des sujets traités dans ce rapport, en se limitant aux domaines qu'il estime d'une importance critique.

1. CONSIDERATIONS DE POLITIQUE GLOBALE

1.1. LE PROBLEME FONDAMENTAL DE L'EXCES DE LIQUIDITE ET DES DESEQUILIBRES MACRO-ECONOMIQUES

Il est maintenant largement reconnu que l'intensité de l'exubérance financière qui a prévalu devant les années 2004-2007 a joué un rôle majeur dans la production de la crise financière la plus sévère depuis les années 1930. Il n'y a non plus pas de doute que la liquidité du marché a contribué matériellement à l'appétit vorace des participants de marché pour le risque, qui a caractérisé ces années. Quand les marchés étaient « saturés de liquidité » (comme on l'a souvent dit durant l'hiver (2006/07), la recherche effrénée de rendement est devenue un mode de vie.

Certes, il n'existe pas de définition de la liquidité excessive qui soit acceptée d'une manière générale (ou, d'ailleurs, de la liquidité elle-même) et il y a encore moins d'accord sur sa mesure. Mais tout qui veut bien se rappeler la recherche souvent effrénée ces années d'actifs offrant un rendement un rien plus élevé que les bons du trésor – avec toutefois un risque substantiellement plus élevé – sait ce qu'est un excès de liquidité.

Est-il justifié de se préoccuper de l'excès de liquidité au milieu d'une crise dominée par un effet de levier inversé ? La réponse est oui. Alors que la priorité immédiate doit évidemment aller à la gestion efficiente de la crise, ceci a conduit à l'augmentation spectaculaire des bilans des banques centrales, en ce compris celui de la BCE. Cette accumulation a été acceptée, à juste titre, comme le prix à payer pour empêcher qu'une crise profonde et sévère ne se transforme en crise systémique à large échelle. Mais c'est le devoir des autorités – banques centrales, gouvernements et organisations internationales – de se préparer pour le scénario de sortie qui devra inclure l'absorption de la liquidité monétaire excessive, faute de quoi nous courons le risque de tracer la voie pour la prochaine crise. Ceci ne sera pas un exercice facile, pour deux raisons. La première est qu'avec le relâchement quantitatif entrepris par certaines banques centrales importantes et le recours à des processus non conventionnels de création de

liquidité par elles toutes, c'est non seulement la taille de leurs bilans mais aussi la structure de ces bilans qui a subi un changement radical. Une deuxième raison, plus complexe, est qu'il n'y a pas de lien simple et facilement identifiable entre une politique monétaire restrictive et la réduction de la liquidité de marché. Les préoccupations du Comité à cet égard peuvent être classées en quatre catégories.

Tout d'abord, comme point de départ, prenons l'hypothèse radicalement simple que la zone monétaire dans laquelle la banque centrale opère est une économie fermée. Même dans ce cas totalement irréaliste, il n'y a aucune raison de croire que la liquidité du marché répondra de manière linéaire à une politique monétaire restrictive. Il est peu probable qu'un léger resserrement de politique ait un léger impact sur la bulle des prix des actifs ou sur toute autre manifestation d'euphorie financière. Plus la structure financière de cette économie fermée est complexe et innovatrice, plus imprévisible sera la réponse de la liquidité du marché à un glissement de la politique monétaire. Les anticipations jouent un rôle crucial à cet égard, et les anticipations sont hautement volatiles. Cela plaide en faveur d'une « main ferme » ; c'est-à-dire une politique monétaire prévisible et une politique budgétaire de nature similaire – comme étant la seule façon de stabiliser les anticipations.

Deuxièmement, nous devons avoir à l'esprit que le recours à la politique monétaire pour maîtriser l'exubérance irrationnelle recevra probablement un soutien public beaucoup plus faible (et ceci est un euphémisme) qu'une politique monétaire conçue pour garantir la stabilité des prix comme définie de manière conventionnelle. Il n'est pas étonnant qu'en dépit de notre expérience récente – ou de l'expérience plus distante du Japon, quand le rapport de la BRI a lancé un avertissement sur le danger d'accepter la « lévitation » des prix des actifs japonais en raison du fait qu'elle n'était accompagnée d'aucune poussée d'inflation, - les banquiers centraux n'étaient pas très enthousiastes vis-à-vis de la perspective de se voir confier la tâche de faire éclater la bulle. Cependant l'alternative appropriée n'est pas claire. Des mesures de régulation directe ne sembleraient pas acceptables.

Troisièmement, nous ne vivons pas dans une économie financière fermée, mais dans un monde de marchés monétaires et financiers globalisés. Pour qu'un resserrement de la politique monétaire de la BCE réussisse à calmer l'euphorie financière, cela nécessiterait

la coopération des principales banques centrales et plus que certainement celle de la Réserve Fédérale. Bien sûr, une telle coordination n'est pas nécessaire (ou du moins pas dans le même degré) pour assurer la stabilité des prix dans la zone euro. En termes de production et d'échange de biens et services, la zone euro est une économie relativement fermée. Ceci n'est pas vrai pour les marchés financiers où le niveau très élevé des marchés de gros conduit à la contagion à la vitesse de l'éclair. Si l'on ajoute à cela le simple poids des marchés financiers américains, il apparaîtrait essentiel que, quelle que soit l'action de politique monétaire souhaitée, celle-ci soit entreprise sur base d'une coopération étroite entre les autorités monétaires américaines et européennes. Si l'on se remémore l'éclatement de la bulle « point com » et la période d'euphorie qui a suivi, il y a des raisons de s'inquiéter quant aux perspectives d'atteindre une coopération aussi étroite.

Quatrièmement, même dans le cas d'actions coordonnées des banques centrales, il est bien possible que la liquidité du marché ne soit pas maintenue sous contrôle. Une raison majeure pourrait être le maintien ou la réapparition de l'étrange configuration de balances de paiements qui a créé une véritable surabondance d'épargne : le taux d'épargne extrêmement élevé de la Chine et (dans une moindre mesure) de certains pays d'Asie de l'Est qui n'était pas absorbé par la dépense intérieure et qui a trouvé une contrepartie commode (mais toujours insuffisante) dans la lamentable performance d'épargne du secteur des ménages américains. L'excès d'épargne au niveau global (auquel certains pays européens à comportement économe ont contribué) a conduit les investisseurs à une recherche effrénée de différentiels de rendement même minimaux sans aucune tentative sérieuse d'évaluer le caractère risqué de leurs achats. Aussi longtemps que l'épargne et la dépense ne sont pas plus équilibrées au niveau global et mieux réparties en termes de distribution, il faut craindre qu'à un moment donné dans le futur la chasse au rendement reprenne de plus belle. Il est dès lors crucial de s'attaquer aux déséquilibres externes.

Toutefois, il est peu probable que la correction de ces déséquilibres soit atteinte uniquement par la coordination de la politique monétaire globale. Elle exigera une coordination économique bien plus large, avec une forte composante budgétaire. Malheureusement, malgré l'enjeu, il semble y avoir moins d'inclinaison à s'engager dans cette voie que dans celle de la coordination de la politique monétaire.

L'institution qui apparaît la plus indiquée pour étudier, analyser et surveiller les déséquilibres à la fois macro-économiques et macro-financiers est le Fonds Monétaire International. Toutefois, sa capacité d'agir est limitée, en partie parce que les principaux contributeurs au problème du déséquilibre sont dans une position qui leur permet d'ignorer assez facilement les remèdes proposés pour redresser ces déséquilibres. L'influence du FMI est encore davantage entravée par le fait que sa gouvernance et son fonctionnement reflètent la nature intergouvernementale de l'institution et repose sur les quotes-parts. Alors qu'en principe le Fonds devrait être dans une position d'autorité intellectuelle et morale non contestée, il est entravé par sa gouvernance actuelle, qui pour beaucoup de pays apparaît parfois biaisée. En conséquence, l'indépendance du FMI comme institution doit être considérablement renforcée. Il y a plusieurs façons possibles de réaliser ceci mais le comité n'a pas trouvé souhaitable de fournir des avis élaborés sur ce sujet, préférant consacrer son énergie à des questions plus directement pertinentes pour la surveillance du système financier. Toutefois, un mécanisme évident serait de désigner des membres indépendants (par exemple 3) au Conseil d'administration du FMI, ces membres étant choisis sur base de leur expertise professionnelle dans les questions financières internationales. Il serait aussi important d'accroître l'indépendance du staff du FMI par rapport au Conseil d'administration.

En résumé, la première véritable crise globale a mis en lumière la nécessité d'une action de politique globale, non seulement pour la gestion et la résolution de la crise actuelle mais aussi en vue d'empêcher la résurgence d'une crise globale à l'avenir. Le Comité recommande dès lors que le gouvernement belge : (a) appelle l'attention sur le risque de réapparition de liquidité excessive du marché dans le futur ; (b) soutienne toutes les initiatives, aux niveaux européen et global, qui pourraient renforcer la coopération macro-économique effective avec l'objectif de maintenir la liquidité du marché sous contrôle ; et (c) soutienne les initiatives au FMI pour s'attaquer aux déséquilibres et augmenter son indépendance en tant qu'institution.

1.2. DESEQUILIBRES GLOBAUX ET ACCUMULATION DU RISQUE

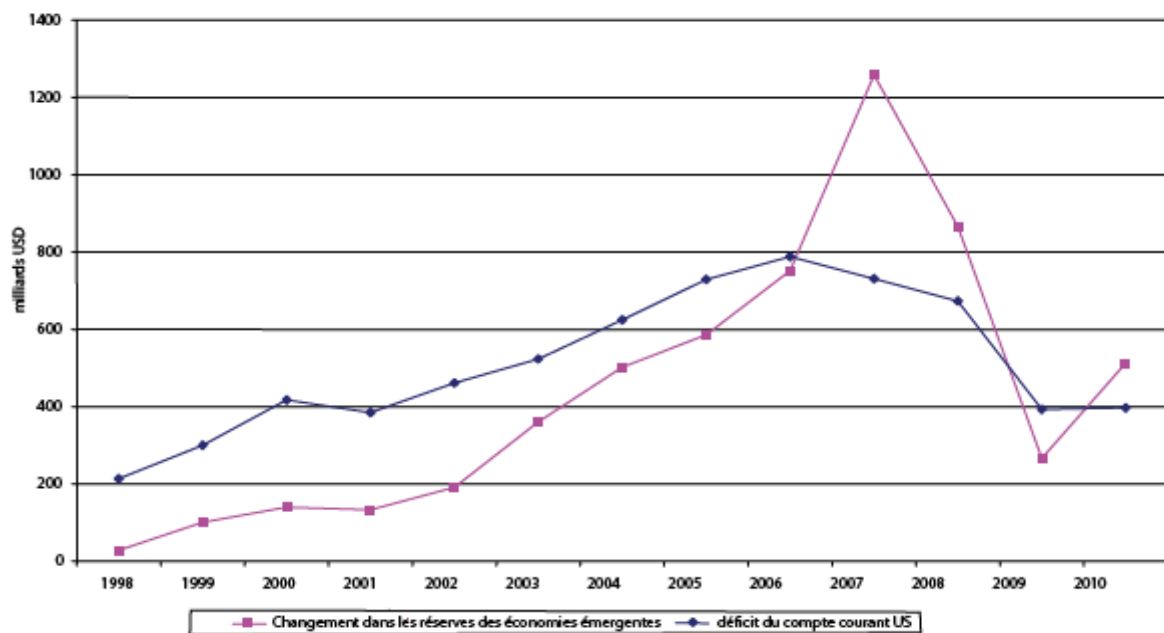
La raison d'être du système financier est de traiter des déséquilibres (entre épargnants et investisseurs). Dès lors, on pourrait s'interroger que la question de savoir comment l'existence de déséquilibres persistants des comptes courants a provoqué la plus grande crise financière de l'histoire actuelle. La réponse doit se trouver dans l'accumulation massive et structurelle de discordances entre l'équilibre et la demande d'actifs. Comme cela est bien connu, le déficit du compte courant des Etats-Unis a été généré par une augmentation insoutenable de la consommation (et de la construction résidentielle). Cet excès de dépense domestique a été financé principalement par une augmentation de la dette hypothécaire des ménages américains. Une caractéristique fondamentale des prêts hypothécaires est qu'ils sont à long terme (souvent avec une maturité de 30 ans). L'extravagance de la consommation des ménages américains a conduit à une importante offre additionnelle d'actifs (privés) à long terme.

Toutefois, il n'y a pas eu de correspondance entre cette offre d'actifs à long terme et une demande pour ce même type d'actifs. L'excès d'épargne de la Chine (et d'autres économies émergentes) a dans la plupart des cas fait l'objet d'une intermédiation par leurs banques centrales, qui ont accumulé d'importantes réserves de change. Ces réserves ont été (et sont toujours) quasi exclusivement investies en valeurs mobilières de court ou moyen terme, sûres (par exemple : gouvernement) et liquides (la plupart aux Etats-Unis). Il y avait donc une demande excessive persistante pour des actifs sûrs et liquides et la nécessité d'une transformation de maturité à très large échelle.

Le graphique 1 ci-après illustre la situation. Ce graphique montre la corrélation élevée entre le déficit des comptes courants américains et l'accumulation de réserves. Cette corrélation n'est toutefois pas parfaite puisque le déficit américain avait déjà été important depuis pas mal de temps avant le début de la « recherche de rendement ». Avant 2003, l'accumulation de réserves était beaucoup moins élevée que le déficit américain (qui avait dès lors été largement financé par des transferts de capitaux privés). Après cette date, l'accumulation de réserves a en fait dépassé de loin le déficit américain. Il y a dès lors certainement un lien entre le déficit des comptes courants américains et la montée de la crise, mais la connexion n'est pas aussi évidente que l'on

croit parfois. Une partie de l'augmentation des réserves est aussi allée vers l'euro. Bien que les données du FMI suggèrent que la proportion était relativement mineure (20 à 30 %), elle peut toujours avoir eu un impact sur la dette gouvernementale. Alors que la titrisation a débuté dans la zone euro autour de cette date, elle n'a jamais atteint la même échelle qu'aux Etats-Unis.

Graphique 1 Accumulation de réserve par les économies émergentes et déficit du compte courant américain.



Sources : FMI, Perspectives Economiques Mondiales

Base de données avril 2009, variable « changement dans les réserves ».

Une autre manière de regarder le même phénomène est de noter que l'accroissement de la demande pour la dette gouvernementale par les banques centrales des économies émergentes a conduit à abaisser le rendement de la dette gouvernementale américaine (le casse-tête de Greenspan), forçant donc ceux qui auraient normalement détenu des actifs gouvernementaux à se lancer dans une recherche effrénée de rendement. Mais cela a été une recherche de rendement portant sur des actifs sûrs (et liquides). Les tranches AAA des prêts hypothécaires américains titrisés (et d'autres dettes) semblaient offrir l'augmentation de rendement souhaitée, sans risque additionnel aucun, du moins dans la mesure où les valeurs mobilières bénéficiaient de la notation AAA.

Aussi longtemps que les prix des habitations américaines a continué à augmenter et que le chômage est resté bas, les défauts réels sont restés peu élevés et les participants de marché ne semblaient pas avoir de raison de mettre en question la notation élevée de ces valeurs, malgré l'incitant bien connu pour les agences de notation à octroyer des notations élevées. Les titres garantis par des hypothèques résidentielles (RMBS) AAA ont donc fourni une source importante de liquidité à travers l'usage extensif de ces actifs comme gage.

Maintenant, passons des flux aux stocks. La plupart des analyses des déséquilibres globaux se sont focalisées sur la taille des flux, à savoir le déficit des comptes courants des Etats-Unis par rapport au PIB américain ou à l'épargne mondiale. Dès lors, la plupart des préoccupations en matière de déséquilibres globaux ont souligné l'ampleur de l'ajustement du taux de change qui serait requis pour rééquilibrer la dépense et l'absorption aux Etats-Unis. Toutefois, la sévérité de la crise actuelle est due à l'ampleur sans précédent des déséquilibres accumulés dans les stocks d'actifs et passifs.

L'ampleur des déséquilibres en matière d'offre et demande d'actifs qui se sont accumulés au fil du temps est énorme. Le déficit cumulé des comptes courants des USA sur la période 2000-2007 s'est élevé à presque 5 mille milliards de dollars US, et la dette des ménages américains à augmenté de presque 7 mille milliards de dollars US, dont environ 5 mille milliards de dollars US étaient sous forme de crédit hypothécaire. Entretemps, les réserves de change extérieures des pays émergents ont augmenté d'environ 4 mille milliards de dollars US (dont un tiers environ pour la Banque centrale de Chine). Le système financier a donc dû transformer des milliers de milliards de dollars de crédit hypothécaire de ménages américains en type d'actifs en demande excédentaire, compte-tenu de l'accumulation de réserve des banques centrales des économies émergentes.

La technologie clef qui a permis la transformation de crédit hypothécaire US en actifs sûrs et liquides a été la titrisation. Jusque 2007, on a largement cru que la titrisation conduirait à une meilleure distribution du risque, puisque le modèle « créer et distribuer » - dans sa forme pure – implique un transfert de risque total vers les acheteurs de diverses formes de titres garantis par des actifs (ABS) ou par des

hypothèques résidentielles (RMBS). Toutefois, dans le contexte de déséquilibres globaux, ceci n'aurait pas pu se passer à large échelle puisque l'achat massif de papier gouvernemental américain par les banques centrales des économies émergentes a déplacé les investisseurs dont la préférence antérieure était orientée vers des actifs sûrs, de court terme et liquides. Les ABS, et particulièrement les RMBS, n'ont pas ces qualités a priori. Un morceau de pool de crédit hypothécaire représente un actif à long terme ; il n'est pas plus sûr que les crédits hypothécaires sous-jacents et il est seulement liquide dans la mesure où il y a une demande pour cet actif spécifique. Le papier gouvernemental de maturité déterminé est hautement substituable, mais chaque ABS représente un cas spécifique et est donc par nature beaucoup moins liquide. Finalement, un RMBS ressemble plus étroitement à un investissement dans un prêteur de crédit hypothécaire régional que dans des obligations gouvernementales. Il ne fallait pas s'attendre à ce que l'excès de demande pour des actifs à court terme sûrs et liquides, créé par l'accumulation de réserves des économies émergentes, puisse avoir été rencontré par la titrisation de crédits hypothécaires américains (ou des crédits à la consommation) sans des rehaussements massifs de crédit et liquidité par le système bancaire. Une titrisation propre avec un transfert de risque total vers l'investisseur n'était donc pas possible d'un point de vue de l'équilibre général.

Comment les RMBS ont-ils été transformés en actifs sûrs, de court terme et liquides ? La manière exacte dont cela a été réalisé a varié considérablement au cas par cas, mais les règles générales du jeu étaient les suivantes :

- a) Caractère « sûr » : Comme mentionné précédemment, l'apparence de sécurité a été créée par le découpage en tranches couplé à des notations élevées (AAA) pour les tranches avec la plus grande priorité (en réalité, le plus souvent environ 85 % du total). Ce service a été fourni par les agences de notation pour lesquelles il représentait une source majeure de revenu.
- b) Court terme : Les banques ou les institutions bancaires de type similaire, tels que les véhicules spéciaux d'investissement ont utilisé les RMBS (et les actifs similaires) pour emprunter à court terme, par exemple en émettant du papier commercial adossé à des actifs, qui est à court terme et donc représente le type d'actifs pour lequel il y a un excès de demande. L'émission de papier commercial

adossé à des actifs (ABCP), qui a fortement augmenté après 2003 (à peu près au même moment où l'accumulation de réserves par les économies émergentes augmentaient, comme indiqué ci-avant) constitue une transformation de maturité classique, qui était très profitable (vu l'absence d'exigence en capital) aussi longtemps que les banques centrales maintenaient les taux d'intérêt à court terme à de bas niveaux et promettaient de les augmenter seulement à un « rythme mesuré ».

- c) **Liquide** : L'ABCP était réellement plus liquide que les actifs qui les sous-tendaient. Toutefois, les programmes d'ABCP n'étaient seulement possibles que si une banque fournissait une ligne de liquidité en soutien. Seul le système bancaire pouvait fournir le soutien à la liquidité qui était requise par les investisseurs ultimes.

Tous ces éléments étaient nécessaires pour recycler l'excès d'épargne des économies émergentes vers la désépargne des ménages américains. Les banques devaient fournir la transformation d'échéance et le rehaussement du crédit qui se sont révélés tellement coûteux pour elles plus tard. Cette transformation a bien entendu nécessité une augmentation significative du bilan du système bancaire (et para bancaire) et donc une augmentation de l'effet de levier. L'augmentation de l'effet de levier à son tour a agi comme un amplificateur puissant une fois le risque réapparu.

Cette analyse implique qu'il est nécessaire de prendre en compte la manière dont les déficits des comptes-courants sont financés quand l'on considère les risques pour la stabilité financière créés par les déséquilibres persistants et globaux des comptes courants. Abordons maintenant la question de savoir comment l'évolution de produits financiers spécifiques et d'incitants ont amplifié l'impact du déséquilibre structurel dans l'offre et la demande d'actifs.

1.3. PRODUITS FINANCIERS ET INCITANTS

Il faut souligner que l'émergence d'excès liquidité et les déséquilibres financiers esquissés ci-avant n'étaient pas une excuse que les gestionnaires d'institutions

financières pouvaient invoquer pour renoncer à une évaluation approfondie et permanente du risque. Toutefois, peu après l'éclatement de la crise financière il est devenu clair que, bien que l'excès de liquidité ait été à la racine des problèmes et ait rendu la crise financière possible, le développement extraordinairement puissant de produits financiers mal régulés, combiné à des incitants pervers, a jeté de l'huile sur le feu.

Le développement incontrôlé de ces produits et le caractère inadéquat des incitants étaient des phénomènes qui se sont manifestés à l'échelle globale. Il n'est dès lors pas surprenant que des organisations globales telles que le Forum de Stabilité Financière et le Comité de Bâle ont commencé à s'attaquer à ces problèmes, bien que la mise en œuvre de solutions de politique intervienne nécessairement au niveau national et, pour l'Europe, au niveau de l'UE.

Puisque des initiatives de politique ont vu le jour très rapidement, le Comité a estimé utile d'émettre un avis sur six questions faisant l'objet de vifs débats au moment où il a commencé ses travaux :

- modèle de création et de distribution ;
- marché des dérivés de crédit (CDS) ;
- agences de notation ;
- gestion du risque ;
- modèles de rémunération ;
- pro-cyclicalité.

Le Comité a formulé des recommandations sur chacun de ces sujets, et celles-ci ont été élaborées dans un rapport intérimaire soumis le 23 février 2009. Ce rapport figure en annexe au présent rapport.

Le Comité est d'avis que, quatre mois après la soumission du rapport intérimaire, toutes ses recommandations sont toujours valables. Toutefois, en ce qui concerne les marchés des produits dérivés (en particulier le marché des CDS), le Comité était alors persuadé qu'il ne serait pas politiquement faisable pour les autorités publiques de réaliser de fortes avancées vers des produits dérivés régulés et traités sur des plateformes

d'échange. A cet égard, le comité a été agréablement surpris par les récentes avancées de l'administration US et recommande dès lors que l'UE lui emboîte le pas.

1.4. LE ROLE DU FMI DANS LA STABILITE GLOBALE

Notre analyse a mis en exergue le fait que les déséquilibres globaux et leur interaction avec des évolutions spécifiques dans les marchés financiers ont été au cœur de la crise. Une question qui a naturellement été soulevée est celle de savoir pourquoi aucun avertissement n'a été lancé en ce qui concerne les risques qui continuaient à s'accumuler. On peut arguer que le plus grand chien qui n'a pas aboyé a été le FMI.

En principe, le FMI a le mandat d'agir comme chien de garde pour la stabilité financière globale. Toutefois, quand le cœur du problème réside dans des déséquilibres dans des pays membres importants, le FMI est sévèrement limité dans ce qu'il peut réaliser. Les préoccupations au sujet des déséquilibres globaux se sont focalisées uniquement sur les ajustements potentiels des taux de change, ce qui a conduit à un mécanisme de surveillance spécifique inefficace. La capacité du FMI de s'impliquer dans la stabilité de marchés financiers est restée très limitée. Par exemple, durant les sept dernières années, les USA ont refusé de se soumettre à un programme d'évaluation du secteur financier (FSAP). En outre, comme conséquence de l'influence des grands pays, ceux à l'intérieur du FMI qui ont lancé une alerte précoce sur l'émergence de vulnérabilités substantielles associées à l'innovation financière, n'avaient pas les moyens de donner suite à leur évaluation du risque.

Il y a peu de doute que le FMI soit la bonne plateforme sur laquelle construire une structure de surveillance plus efficace de la stabilité globale. Alors que beaucoup reste à faire pour améliorer son expertise pour établir des liens entre les différents aspects de la fragilité financière et économique globale, le FMI est la seule institution disposant de la plupart des blocs de construction de base en place : il a une connaissance approfondie de ses Etats membres (à partir de la surveillance bilatérale) et il a des unités administratives multilatérales qui combinent une vision interne de pays membres individuels. De la même manière, il dispose d'un staff avec une expertise dans les domaines monétaire, financier, réglementaire, économique et budgétaire, et bénéficiant

d'une expérience importante dans les marchés émergents, donc dans les régions qui sont susceptibles de contribuer de manière croissante à la fragilité économique globale. Finalement, le caractère global de la participation au Fonds lui permet d'identifier les liens inter-régionaux entre les déséquilibres nationaux et les risques, et d'incorporer les vues des pays qui ont peu de chances de figurer au centre du dialogue de politique au niveau multilatéral dans un avenir prévisible.

Accroître uniquement les capacités d'alerte précoce ne débouchera pas sur des changements si les risques identifiés demeurent à l'intérieur du FMI. Une plus grande indépendance de la surveillance du Fonds est nécessaire pour s'assurer que les intérêts nationaux et les droits de veto n'empêchent pas de prendre des actions appropriées en réponse à une analyse approfondie des vulnérabilités globales.

Pour remédier aux déficiences mentionnées ci-avant et jouer un rôle majeur dans la préservation de la stabilité financière globale, le Fonds devra opérer des changements profonds dans son organisation. Ces changements devraient lui permettre de traiter de manière plus efficace ce qui est le cœur de son mandat : l'évaluation des problèmes et la mise en œuvre des remèdes.

2. CONSIDERATIONS DE POLITIQUE EUROPEENNE

2.1. MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS DANS UNE PERSPECTIVE GLOBALE

Notre analyse des déséquilibres globaux a mis en exergue l'interrelation entre les déséquilibres globaux offre/demande d'actifs et la structure du système financier. L'excès de demande pour des actifs sûrs et liquides par les banques centrales des économies émergentes a aussi affecté l'Europe compte-tenu de l'existence de marchés financiers globaux et le fait qu'une partie de l'augmentation des réserves dans les économies émergentes s'est orientée vers l'euro, contribuant ainsi à abaisser les taux d'intérêt européens et à augmenter la liquidité.

La littérature sur les crises financières a démontré que virtuellement toutes les crises majeures sont précédées d'une combinaison de deux phénomènes : une augmentation de l'effet de levier (ou expansion du crédit) et un accroissement inhabituel du prix des actifs. Ces deux signaux d'alarme étaient en effet observables en Europe, mais malheureusement ils ont été largement ignorés. Abordons tour à tour l'effet de levier et les bulles des prix actifs.

a) Effet de levier : les bas niveaux d'aversion pour le risque invitent les institutions financières à accroître leur effet de levier, et ceci s'est passé à large échelle des deux côtés de l'Atlantique. Les niveaux de levier excessifs sont un élément clef dans la plupart des crises et celle que nous connaissons ne fait pas exception. La crise a affecté l'Europe de manière aussi forte car l'augmentation du niveau général de levier était largement similaire à celui des USA, bien que ce levier se soit lui-même manifesté dans différents secteurs dans les deux régions. Les tableaux 1 et 2 illustrent ces faits stylisés.

Comme suggéré par le tableau 1, le fait que la crise soit aussi sévère en Europe aux USA résulte de ce que l'augmentation dans le levier global (pour l'économie au sens large) s'élevait à environ 100 % du PIB à la fois dans la zone euro (ZE) et aux USA (malheureusement ces données ne sont pas disponibles pour l'entièreté de l'UE). Les variables qui décrivent l'effet de levier au tableau 1 sont légèrement différentes entre la ZE (passifs totaux) et les USA (dette totale) mais le trend qu'elles suggèrent est clair : le

niveau de levier a traditionnellement été beaucoup moins important dans la ZE et l'augmentation entre 1999 et (fin) 2007 était aussi plus grande (150 % du PIB) qu'aux USA où elle ne s'élevait qu'à « seulement » 80 % du PIB¹. Une autre similarité entre la ZE et les USA, reflétée dans la partie du tableau 1, est l'absence d'augmentation de levier dans le secteur des entreprises (le levier dans les entreprises non-financières de la ZE a augmenté de 20 % du PIB à la fin 2007, mais cette augmentation s'était inversée à la fin 2008).

Tableau 1 : Effet de levier : similarités transatlantiques

	a) Economie globale		b) Secteur des entreprises non financières	
	Zone euro (passifs/PIB)	USA (dette PIB)	Zone euro (passifs/PIB)	USA (dette/PIB)
1999	6,7	2,1	1,5	0,5
2007	8,2	2,9	1,7	0,5
2008	7,6	2,9	1,5	0,5
Changement 1999-2007	0,9	0,8	0,2	0,0

Les différences entre les USA et la zone euro se manifestent dans le levier des ménages et du secteur financier, comme indiqué au tableau 2. Comme on pouvait s'y attendre, le levier a augmenté considérablement dans le secteur des ménages américains (40 % du PIB) mais est resté constant dans la zone euro).

Une autre différence importante et surprenante entre la zone euro et les USA et le niveau plus élevé du levier du secteur financier dans la zone euro, ainsi qu'une augmentation plus significative (120 % du PIB, comparé à 40 % du PIB aux USA).

¹ Malheureusement, il n'est pas possible de trouver exactement les mêmes données pour mesurer le levier pour la zone euro et les USA. Les données USA portent sur la dette des différents secteurs alors que les seules données de la zone euro portent sur les passifs globaux. Ces derniers sont bien sûr supérieurs aux premiers, puisque les passifs incluent aussi le capital et les réserves. Tandis que les niveaux des deux variables ne sont pas directement comparables, les changements dans ces niveaux devraient toujours être comparables des deux côtés de l'Atlantique.

Tableau 2 : Effet de levier : différences transatlantiques

	c) Secteur financier		d) Ménages & petites entreprises	
	Zone euro (passifs/PIB) [dette/PIB]	USA (dette/PIB)	Zone euro (passifs/PIB)	USA (dette/PIB)
1999	3,2 [2,3]	0,8	2,0	0,9
2007	4,4 [3,1]	1,2	2,0	1,3
2008	4,2 [3,3]	1,2	1,8	1,2
Changement 1999-2007	1,2 [0,8]	0,4	0	0,4

Notes : l'économie globale inclut les ménages et les petites entreprises, les entreprises financières et les entreprises non-financières.

Sources : Banque de données statistiques de la BCE, bilan & Réserve Fédérale Z1. Mars 2009.

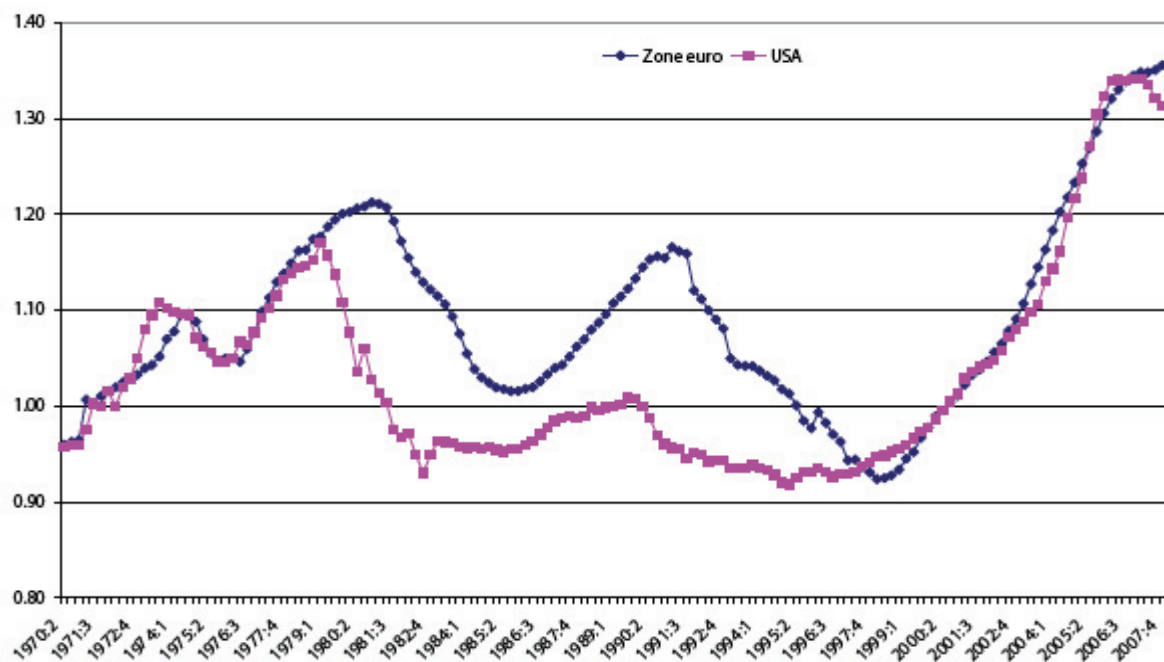
Pour le secteur financier, il est possible de construire directement des données comparables pour la zone euro, sur base de l'encours de la dette. Elles figurent entre crochets au tableau 2. Sur cette base, l'augmentation du levier dans la zone euro est quelque peu inférieure, à savoir « seulement » 80 % du PIB, mais reste beaucoup plus importante qu'aux USA, à la fois en termes de niveau et de variation.

Ce niveau élevé et croissant de levier dans le système financier de la zone euro constitue la cause sous-jacente clef de la tension généralisée dans le système bancaire européen. La crise peut avoir vu le jour aux Etats-Unis mais le secteur financier européen était trop fragile et exposé aux pertes en provenance d'actifs américains (et autres).

b) Bulle du prix des actifs : une autre explication de la vulnérabilité de l'Europe à la crise est que l'Europe a expérimenté une bulle du prix de l'immobilier comme les USA. Le graphique 2 ci-dessous illustre cette observation, sur base du ratio du prix des habitations par rapport aux locations qui (comme le ratio prix/bénéfice pour les actions) devrait, selon les attentes, être stable sur des périodes plus longues. Il est manifeste que depuis la mi-1990 les prix des habitations ont augmenté d'environ la même ampleur relative des deux côtés de l'Atlantique, atteignant des niveaux jamais égalés. La seule

différence apparente entre les USA et la zone euro est la baisse plus accentuée du prix des habitations aux USA depuis 2006/7.

Graphique 2 Prix de l'immobilier : ratio prix / location



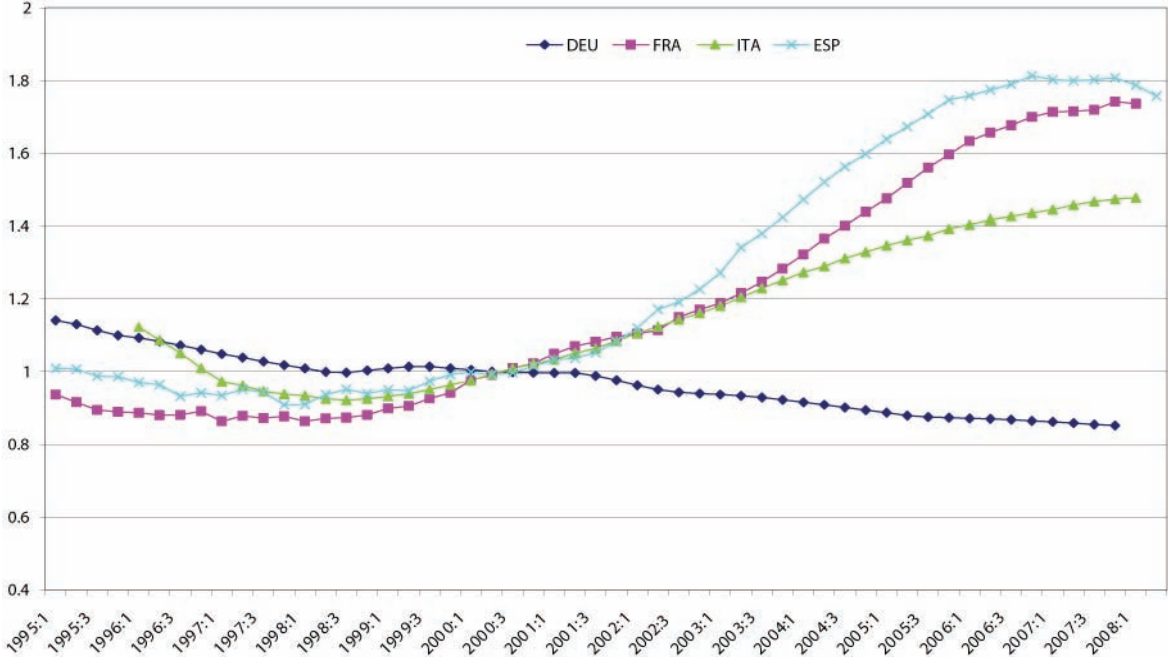
Source : OCDE et calculs propres. Le ratio pour la zone euro est défini comme la moyenne du ratio prix/location en Allemagne, France, Espagne, Pays-Bas, pondéré par le PIB.

Ces observations suggèrent qu'en termes de levier des prix de l'immobilier, la zone euro a souffert des mêmes symptômes de crise que les USA. Tandis que notre comparaison entre les USA et la zone euro a été motivée par la taille similaire de ces deux régions, il faut noter que des symptômes similaires ont aussi été observés au RU : le levier et les prix de l'immobilier ont augmenté au RU autant que dans la zone euro.

En même temps, les moyennes pour la zone euro cachent d'importantes différences entre pays, à la fois en termes de levier et de prix des habitations. Les données pertinentes au niveau des pays sont reprises aux graphiques 3 et 4. Le graphique 3 fait apparaître des différences significatives au sein de la zone euro en terme d'évolution du prix de l'immobilier (par rapport aux locations), lequel est resté stable en Allemagne alors qu'il a augmenté de plus de 80 % (et donc plus qu'aux USA) en France et en

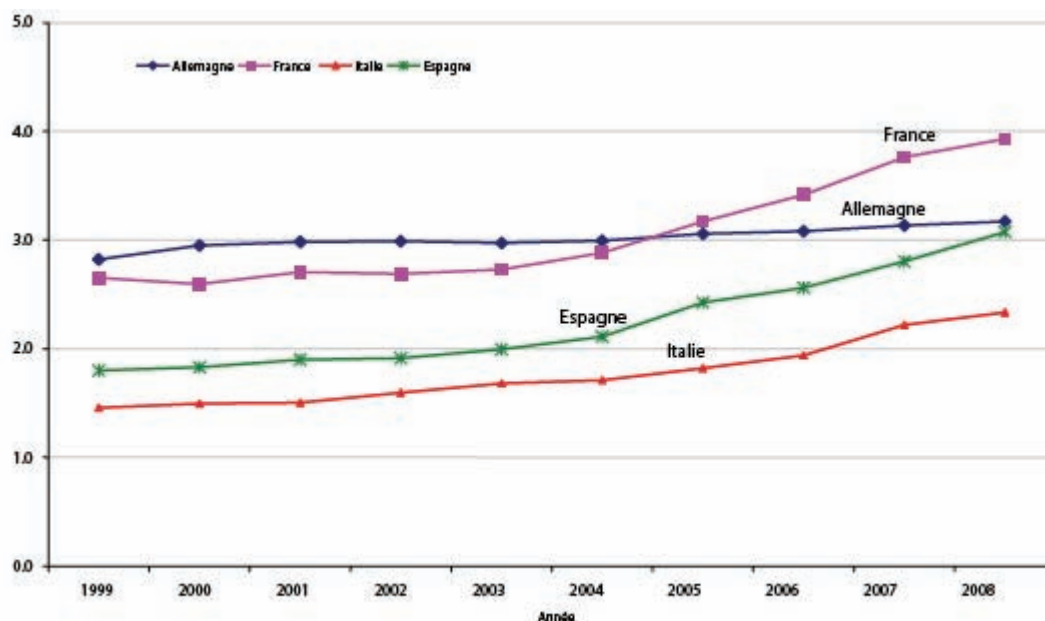
Espagne. A première vue, il pourrait être surprenant que le système bancaire allemand ait aussi été fortement touché par la crise. Mais le système bancaire allemand était aussi affecté en raison du fait qu'il servait d'intermédiaire pour l'important surplus de compte courant du pays. Une partie de l'épargne excédentaire allemande était investie dans ce qui apparaissait à l'époque être les instruments les plus prometteurs, à savoir la dette des ménages titrisée. Les banques allemandes, et donc aussi indirectement les épargnants allemands, ont fini pas subir des pertes importantes quand la bulle des USA a éclaté (un effet semblable semble s'être produit dans le cas de la Belgique).

Graphique 3 : Prix des habitations : Ratio prix / location



Source : OCDE.

Graphique 4 Total des Actifs/Passifs des IMF par rapport au PIB



Le graphique 4 indique que les différences de levier entre pays sont similaires : le levier (tel que mesuré par les actifs des institutions financières et monétaires par rapport au PIB) était élevé mais stable en Allemagne, alors qu'il a augmenté considérablement dans les pays subissant des augmentations du prix des habitations.

2.2. VERS UN CADRE DE SUPERVISION EUROPEEN : LE RAPPORT DE LAROSIERE

En ce qui concerne la politique au niveau européen, beaucoup d'initiatives spécifiques sont actuellement en discussion, avec des objectifs variés liés à la gestion de la crise financière, la prévention de récurrence d'une crise similaire dans le futur ainsi que la protection et l'amélioration du marché intérieur des services financiers. Le Comité a néanmoins choisi de se concentrer prioritairement sur un sujet primordial, qui est d'une énorme importance pour le futur financier de l'Union Européenne : à savoir, la conception d'une nouvelle architecture financière européenne, telle que décrite dans le rapport dit « de Larosière » (RDL), déposé antérieurement cette année.

En réponse au RDL, le Comité a estimé utile de formuler des recommandations à la fois générales et spécifiques. En ce qui concerne les considérations générales, le Comité reconnaît que la crise financière en cours a révélé le besoin de réformes profondes, et le RDL est destiné à devenir l'un des principaux sujets de discussion entre les décideurs politiques européens dans les prochaines semaines et les prochains mois.

La première partie du RDL contient une série de recommandations ponctuelles sur des sujets dont le Comité a déjà débattu dans son rapport intérimaire. Comme les différences entre les recommandations dans les deux rapports sont plutôt limitées, nous avons décidé de ne pas commenter cette partie du RDL.

Le Comité s'est plutôt concentré largement sur la partie du rapport concernant la supervision, laquelle propose une nouvelle architecture de supervision européenne. Cette nouvelle architecture reposerait sur deux piliers institutionnels : le Conseil Européen du Risque Systémique (CERS), d'une part, et le Système Européen de Supervision Financière (SESF), d'autre part. Le CERS se chargerait de la supervision macro-prudentielle alors que le SESF, qui serait composé de trois autorités de supervision (pour les banques, les assurances et les valeurs mobilières) traiterait principalement des questions micro-prudentielles et de la protection des investisseurs. Ces autorités auraient des pouvoirs contraignants en ce qui concerne une série de principes et pratiques de supervision. La supervision des grands groupes transfrontaliers serait coordonnée par des collèges de superviseurs. Finalement, une refonte de la législation financière européenne serait entreprise, de manière à abolir la plupart des types d'exigences additionnelles et d'exceptions nationales.

En termes de perspective globale, la crise financière a mis en lumière deux aspects fondamentaux du système financier belge. Tout d'abord, d'un point de vue de la supervision les évolutions de ces dernières années ont amené la Belgique à glisser d'une situation de pays largement d'origine vers celle d'un pays largement d'accueil. Deuxièmement, les plus grands pays membres de l'Union Européenne sont mieux placés pour soutenir des conglomérats financiers importants que les Etats membres plus petits. Ceci pourrait réduire la volonté des plus grands Etats membres à tendre vers la mise en place d'un régulateur bancaire paneuropéen, y compris pour les importants groupes

transfrontaliers. En même temps, cette évolution semblerait renforcer l'intérêt des pays membres plus petits à pousser à la mise en place d'un tel régulateur central.

A cet égard, il faut mentionner que le RDL ne propose pas un tel régulateur paneuropéen pour les grands groupes transfrontaliers ou les banques systémiques. Néanmoins l'option de supervision mise en avant par le RDL était probablement la seule disponible en l'absence d'un schéma paneuropéen de soutien budgétaire pour les banques non solvables. Plutôt que de viser un objectif européen inatteignable, le RDL propose une feuille de route réaliste vers une architecture financière européenne considérablement améliorée.

Le rapport est basé sur un équilibre entre une détermination centralisée des règles et une supervision locale, permettant aux systèmes législatifs nationaux de s'adapter au schéma englobant l'Europe sans perturber un équilibre institutionnel souvent délicat. Toutefois, une intégration adéquate et effective à ces deux niveaux doit être garantie.

Sur base de ces considérations, le Comité estime que le RDL offre une bonne base pour de solides progrès vers une nouvelle architecture financière européenne. Les propositions seraient en effet novatrices par l'introduction d'une composante de supervision macro prudentielle, qui a fait défaut jusqu'à présent et dont l'absence constitue une des principales explications à l'échec vis-à-vis de l'objectif d'éviter la crise financière. La nouvelle architecture européenne impliquerait également l'intégration de la réglementation prudentielle, alors que la supervision prudentielle resterait la prérogative des Etats-membres. Finalement, dans le contexte actuel, la mise en œuvre du RDL apparaît offrir la seule perspective réaliste pour maintenir l'objectif primordial de réaliser un marché financier unique européen, qui à présent risque de succomber aux tendances à la fragmentation nationale.

Alors qu'il faut se féliciter de la mise en place du CERS avec son rôle de supervision macro-prudentielle, le diable sera dans les détails. En effet, une politique macro-prudentielle effective nécessitera la transmission de grandes quantités de données confidentielles ainsi que leur traitement par le secrétariat du CERS. L'expérience passée suggère qu'il ne faut pas sous-estimer la réticence des fournisseurs de données à transmettre les données requises dans leur intégralité et de façon rapide. En outre, les

recommandations formulées par le CERS vis-à-vis de certains Etats-membres, plutôt que d'être de nature générale, devraient être formulées en termes très concrets, en accordant une attention particulière à leur réalisation et mise en œuvre.

En ce qui concerne la supervision micro-prudentielle, on ne doit pas sous-estimer les problèmes potentiels de coordination entre les nouvelles autorités de supervision, spécialement à la lumière des contextes culturels différents associés à chacun. En outre, il existe des divergences considérables entre Etats membres dans les pouvoirs de supervision de leurs autorités respectives, et cela peut constituer un obstacle au fonctionnement harmonieux du pilier micro-prudentiel de l'architecture financière européenne.

En termes de réglementation, comme on l'a déjà souligné dans le rapport intérimaire, on ne peut pas atteindre la stabilité financière sans traiter de manière appropriée les nouvelles catégories non régulées d'entités ou d'instruments financiers qui sont d'importance systémique. En principe, aucune activité financière ne devrait échapper à la compétence du superviseur.

Finalement, et toujours en termes d'observations générales, le RDL ne propose pas une réelle avancée en ce qui concerne la gestion des crises, mais énumère plutôt un nombre d'obstacles et de problèmes à résoudre. Etant donné l'importance de ce sujet et son lien avec la supervision, il semblerait nécessaire de continuer à œuvrer pour réaliser davantage de progrès dans ce domaine.

Sur base de ces remarques générales, notre Comité estime approprié de proposer les observations suivantes :

2.2.1. Message général

Compte-tenu des importantes avancées contenues dans le RDL, qui ont maintenant été développées davantage dans la proposition de la Commission, on devrait accueillir favorablement le plan relatif à une nouvelle architecture financière européenne.

Etant donné le temps requis pour élaborer tous les détails, et en vue d'accroître l'effet de confiance dans les marchés financiers, les recommandations contenues dans le RDL et les futures propositions de la Commission devraient être traitées très rapidement de manière à arriver à un consensus et à permettre une mise en œuvre qui soit la plus rapide possible. Ceci est d'une importance particulière pour le CERS, qui devrait être mis en place rapidement de manière à contribuer à trouver une sortie à la crise en cours.

2.2.2. Supervision macro-financière

La création du CERS doit bénéficier d'un soutien marqué, car elle constitue une contribution essentielle à la prévention de la crise et un outil innovateur et bien nécessaire pour promouvoir la stabilité financière dans la zone euro et dans l'UE au sens large.

Pour pouvoir fonctionner efficacement :

- le CERS devrait disposer d'un grand nombre de membres de personnel, hautement qualifiés et bien payés, avec une indépendance statutairement garantie et travaillant sur base de clauses de stricte confidentialité ;
- le CERS devrait recevoir des superviseurs une information rapide, complète et mise à jour ; ces derniers devraient alimenter une base de données centrale, selon des procédures claires et formelles, spécifiées dans un règlement ;
- les membres du personnel du CERS devraient participer aux réunions des superviseurs des institutions financières systémiques importantes ;
- les recommandations du CERS devraient être formulées en termes concrets et pratiques. Tout en visant à préserver la stabilité du système financier, ces recommandations peuvent couvrir un large éventail de champs de politique, offrant le cas échéant un ensemble d'options de politique aux Etats membres.
- des procédures claires sont nécessaires de manière à garantir à la fois un suivi approprié des avertissements en matière de risque et des actions correctrices

effectives. Si nécessaire, ces éléments devraient être étayés par un cadre légal et réglementaire approprié.

Pour être efficace, la supervision macro-financière nécessite un mandat clair et un accès complet à l'information, de même que des instruments adéquats et l'autorité pour les utiliser. Le RDL est explicite par rapport au mandat mais devrait être renforcé du côté de l'information, comme suggéré ci-avant. Un travail complémentaire sur le renforcement des instruments est aussi nécessaire, y compris la possibilité d'octroyer à la BCE l'autorité pour utiliser des outils additionnels pour prévenir une expansion du crédit excessive ou des bulles de prix des actifs.

2.2.3. Supervision micro- prudentielle et réglementation

Pour que la nouvelle structure de supervision micro-prudentielle puisse travailler de manière efficace :

- il faut mettre en place un mécanisme juridique adéquat qui garantisse que les règles adoptées par les nouvelles autorités soient juridiquement contraignantes ;
- les pouvoirs donnés aux autorités de supervision dans les différents Etats membres devraient être harmonisés. En outre, les banquiers centraux et les superviseurs dans un nombre d'Etats membres devront œuvrer ensemble beaucoup plus que ce n'est le cas à présent ;
- les nouvelles autorités devraient offrir de l'expertise et des ressources humaines aux régulateurs nationaux, de manière à promouvoir la convergence des pratiques et à éviter une duplication indue des coûts ;
- on doit s'appuyer sur une législation d'habilitation, de manière à permettre d'élargir à temps le champ de la supervision aux institutions et aux instruments qui peuvent être jugés pertinents pour la stabilité financière.

2.2.4. Résolution des crises

Les efforts pour faciliter la résolution des crises devraient être intensifiés :

- l'UE devrait détailler davantage les procédures à suivre en vue de faciliter la formulation de dispositions relatives à un partage du fardeau acceptable une fois qu'une crise est survenue ;
- les pouvoirs d'intervention des pays d'accueil devraient être préservés dans la législation de l'UE et, si nécessaire, renforcés.

Outre les recommandations ci-avant, notre Comité est d'avis que trois questions qui ne sont pas traitées directement dans le RDL sont d'une importance particulière et nécessiteront d'être approfondies :

- information et protection de l'investisseur ;
- spécialisation des institutions financières ;
- instruments de politique de la BCE.

Répondant à la demande d'avis explicite du gouvernement belge relative au RDL, formulée au début du printemps, le Comité espère que ces considérations et recommandations, partagées par tous les membres du Comité, l'aideront, lui ainsi que ses représentants dans les diverses enceintes de l'UE, à articuler leurs positions de manière avisée et constructive durant les débats sur ce RDL et sur les propositions de la Commission y relatives.

2.2.5. Système européen de garantie des dépôts

Tout en reconnaissant que le RDL demeure vague au sujet d'un cadre européen du partage du fardeau entre les Etats membres en cas de gestion de crise (le RDL recommande seulement de poursuivre le travail sur ces questions) et que l'on est probablement loin d'une percée dans ce domaine, le Comité estime qu'un système européen de garantie des dépôts pourrait être introduit dans un premier temps. La crise

financière a exposé la vulnérabilité des petits pays. Confrontés à d'importants problèmes bancaires, les gouvernements nationaux ont dû s'appuyer sur leurs propres ressources pour résoudre des problèmes dépassant leurs frontières nationales.

La Belgique, tout comme d'autres Etats membres européens (p. ex. le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Allemagne) a été durement touchée par la crise. Il y a au moins trois raisons aux difficultés survenues en Belgique :

- La Belgique héberge un nombre important d'institutions financières internationales en raison de sa fonction de siège.
- Le niveau élevé de l'épargne belge a naturellement augmenté l'investissement en actifs extérieurs, y compris US, dont beaucoup ont maintenant perdu de leur valeur.
- Les banques belges ont cherché à atteindre la croissance en la recherchant en dehors du pays. En conséquence, elles se sont accrues de manière très importante par rapport au PIB national, ce qui pose un risque en cas de détresse.

En outre, la propension à l'épargne élevée des ménages belges a attiré un nombre croissant de banques étrangères, souvent par le truchement de succursales. Dans le cas Kaupthing, les problèmes semblent actuellement gérables mais ceci pourrait ne pas rester le cas indéfiniment.

Garantir la sécurité des dépôts bancaires est vital pour le maintien de la confiance dans le système bancaire. Toutefois, en l'absence d'un mécanisme européen de garantie des dépôts, ceci est très difficile à réaliser pour un état petit ou de taille moyenne comme la Belgique, à moins que le système financier ne devienne plus orienté vers l'intérieur ou que sa taille soit réduite. La Belgique a beaucoup à gagner en défendant un mécanisme à l'échelle européenne ou, au moins, de la zone euro.

Les avantages d'un système européen de garantie des dépôts pour un pays petit, ouvert et à haut niveau d'épargne, sont clairs. Il offrirait d'importants bénéfices de diversification du risque et il pourrait être à la base d'une avancée importante vers une coopération accrue dans la surveillance et le contrôle du secteur bancaire européen.

C'est pourquoi le Comité recommande que le gouvernement belge soutienne cette initiative au niveau européen.

Une conséquence de la crise financière a été le rehaussement des systèmes nationaux de garantie des dépôts en Europe, qui convergent vers un niveau de 100.000 €. Un système réellement européen pourrait construire sur cette convergence, de même que sur l'existence de mécanismes préfinancés dans certains Etats membres.

Le Comité propose les principes clef suivants pour la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts :

- Le mécanisme devrait être préfinancé pour assurer une disponibilité rapide des fonds et donc des déboursements.**
- Seules les institutions avec une base de dépôts transfrontière significative seraient requises de participer (et bien sûr seraient dispensées de leurs obligations liées aux mécanismes nationaux).**
- Le dispositif serait dirigé par une nouvelle agence, la Société européenne de garantie des dépôts , qui gérerait également les fonds.**
- Les contributions au mécanisme auraient une composante basée sur le risque.**

Le Comité estime qu'une période de cinq à dix ans serait suffisante pour mettre en place un fonds européen qui serait en mesure de prendre en charge toutes les institutions, à l'exception de celles réellement les plus grandes.

3. IMPLICATIONS DE POLITIQUE DE LA CRISE FINANCIERE POUR LA STRUCTURE ET LE FONCTIONNEMENT DU CADRE DE SUPERVISION BELGE : VERS UN MODELE COOPERATIF CLAIREMENT RENFORCE

3.1. LE PAYSAGE FINANCIER BELGE A CHANGE

Le système bancaire belge est hautement concentré. Les quatre groupes bancaires les plus importants constituent environ 80 % de l'ensemble des dépôts, actifs et prêts en Belgique. Le degré de concentration a augmenté légèrement au cours des dix dernières années, ainsi qu'il ressort du tableau 3 :

Tableau 3 : concentration du secteur bancaire belge

		Grandes banques	Autres banques locales	Succursales étrangères	Total
		%	%	%	En milliards d'euros
Bilan	1999	77,1	15,6	7,3	767
	2007	82,7	10,9	6,4	1 400
Dépôts	1999	74,4	21,6	4,0	390
	2007	77,4	16,6	6,0	660
Prêts	1999	77,3	19,4	3,3	490
	2007	82,1	14,1	3,8	763

Source : Febelfin.

Comme le tableau le suggère, les « petites » banques locales ont continuellement perdu de la part de marché – environ 5 points de pourcentage ou, en termes relatifs, un tiers de leur part de marché de 1999. Actuellement, ces « banques locales non systémiques » représentent environ 17 % des dépôts et 14 % des prêts. Les banques locales ont un ratio prêts/dépôts égal à l'unité, tandis que les grandes banques ont octroyé

significativement davantage de prêts (630 milliards d'€ en 2007) qu'elles n'ont reçu de dépôts (510 milliards d'€ en 2007).

La part de marché des succursales des banques étrangères a également augmenté mais demeure marginale à environ 6 % des dépôts et légèrement en dessous de 4 % des prêts. Les succursales des banques étrangères ont donc utilisé la Belgique comme base de financement mais le montant net global est resté modeste (environ 11 milliards d'€ résultant d'une base de dépôts d'environ 39 milliards € et des prêts locaux d'environ 28 milliards d'€). De nouveau, il reste à voir comment la crise actuelle inversera cette tendance.

La Belgique n'apparaît pas être un cas extrême en termes de ratio de concentration mais elle est le seul pays membre où toutes les banques importantes d'un point de vue systémique ont reçu une assistance étatique durant la crise.

Deux des quatre géants locaux, y compris le plus grand, sont en passe de devenir des succursales totalement contrôlées par des groupes bancaires étrangers. La situation de la quatrième est toujours en évolution. Ceci implique que le maintien des sièges bancaires en Belgique n'est raisonnablement garanti que pour une seule banque importante, active au niveau international.

Il est donc clair que, par rapport aux deux tiers du système bancaire – avec l'exception notable d'institutions internationales bien connues actives dans les réseaux de paiement et règlement ayant leur siège à Bruxelles – les autorités de supervision belges seront celles du pays d'accueil. Il est aussi probable que cette proportion augmente dans le futur. En conséquence, la situation belge a commencé à ressembler à celle de la plupart des nouveaux Etats membres de l'UE, dont les systèmes bancaires sont également dominés par les banques étrangères.

3.2. *VERS UN MODELE COOPERATIF CLAIREMENT RENFORCE*

3.2.1. *Considérations préliminaires*

L'analyse antérieure des évolutions récentes dans le secteur financier belge suggère deux conséquences importantes.

Tout d'abord, comme évoqué ci-avant dans le rapport, l'établissement d'un cadre de supervision européen dans la ligne du RDL est crucial ; et l'application des droits à l'information dans ce cadre ainsi que des dispositions en matière d'actions d'urgence pour les autorités des pays d'accueil, est plus importante que jamais.

Deuxièmement, le cadre de supervision belge devra être adapté pour introduire une vraie supervision macro-prudentielle, un élément qui fait défaut de manière frappante dans le cadre actuel. En outre, le fonctionnement de l'organe de supervision micro prudentielle belge, la CBFA, devra être considérablement réformé. En termes de stabilité macro, l'objectif principal est de mettre en place un système qui :

- dispose du pouvoir légal de recueillir toutes les informations pertinentes qu'il juge nécessaires d'obtenir ;
- possède l'expertise pour mener une analyse indépendante de l'information ;
- est en mesure de prendre des décisions claires, a le pouvoir de les faire appliquer et peut en opérer le suivi ;
- peut adapter son propre fonctionnement en réponse à un suivi externe de sa performance.

Le mandat du Comité de haut Niveau est de présenter au gouvernement belge des propositions de réforme qui réduisent la probabilité que la Belgique soit frappée par une nouvelle crise financière aussi sévère que celle que nous traversons actuellement. Le

cœur des propositions de réformes requises porte sur la structure et le fonctionnement du cadre de supervision belge.

Il faut toutefois bien avoir à l'esprit qu'aucune réforme entreprise en Belgique ne pourrait protéger totalement le système financier d'une crise ayant ses origines au-delà des frontières. Néanmoins, un sérieux effort doit être fait pour éviter une situation dans laquelle les institutions financières belges soient hautement vulnérables à un choc émanant de l'étranger, ou dans laquelle les institutions financières belges contribuent de fait à l'aggravation de la crise globale.

Comme cela a été mentionné dans notre rapport intérimaire, la crise actuelle a des origines multiples et interdépendantes, et tous les principaux acteurs ont une responsabilité partagée. A part l'excès global de liquidité mentionné ci- avant, la cause directe et la plus évidente de la crise a été l'érosion graduelle puis la disparition de fait de la prise de conscience du risque parmi les participants de marché, laquelle s'est traduite par une dissipation de la prime de risque. Ceci a conduit à une erreur généralisée dans la fixation du prix des actifs réels et financiers et à une diffusion comparable d'un effet de levier surdimensionné. Ajouté à cela figurait le sentiment largement partagé auprès des participants de marché qu'alors que les autorités ne feraient quasi rien pour empêcher le développement de bulles, elles tireraient d'affaires les participants de marché, directement ou indirectement, lorsque les bulles auraient éclaté.

En ce qui concerne le rôle des autorités dans la crise financière actuelle, il faut dire que deux faits ressortent clairement, à la fois en Belgique et dans la plupart des autres pays développés. Tout d'abord, alors que des organisations telles que la BRI et la BCE ont lancé des avertissements à propos des dangers potentiels, aucune autorité (et, il faut le reconnaître, très peu d'experts individuels) n'ont prévu la violence de la crise, les montants astronomiques en cause, ou la vitesse de contagion, à la fois au niveau géographique et à travers les segments de l'industrie financière. Deuxièmement – et peut être encore de manière plus importante-, alors que nombre de débats ont eu lieu au niveau européen à propos des réactions potentielles à une crise émergente, aucune mesure significative de politique n'a été prise pour renforcer la capacité de résistance à la crise de nos systèmes financiers.

Les propositions qui sont présentées dans ce rapport portent dès lors sur des changements institutionnels qui devraient renforcer la capacité des autorités de détecter les signes de danger émergents de nature et dimension systémique, de même que leur capacité à adopter des actions préventives de politique.

A cet égard, le bon fonctionnement de la réglementation et supervision micro-prudentielle « traditionnelle » est fondamental pour renforcer la résistance à la crise des institutions financières individuelles. Mais ce n'est pas suffisant : la supervision micro-prudentielle devrait être complétée par une supervision macro-prudentielle bien organisée et prospective. Ceci nécessite une coopération étroite entre les instances en charge des deux types de supervision. D'un côté, les superviseurs macro-prudentiels devraient disposer de toute l'information pertinente en possession des superviseurs micro-prudentiels. Inversement, les superviseurs macro-prudentiels devraient tenir leurs collègues micro-prudentiels bien informés de leurs propres résultats.

Les réformes proposées se veulent pleinement compatibles avec les réformes en matière de supervision proposées au niveau européen par le RDL et en même temps devraient permettre aux autorités belges d'alimenter le Conseil Européen de Risque Systémique avec toutes les informations pertinentes relatives aux institutions belges importantes d'un point de vue systémique.

Alors que nous espérons que les propositions du RDL (du moins les composantes les plus essentielles) soient effectivement mises en œuvre, et nous nous attendons à ce que cela soit le cas, nos propres propositions devraient renforcer le système financier belge même s'il y avait un retard ou un rejet des réformes au niveau européen.

Introduire une supervision macro-prudentielle dans toute sa dimension dans le cadre de supervision financière belge soulève non seulement la question du calibrage de la supervision financière belge mais également celle de la structure institutionnelle idéale du système de supervision. Pour évaluer de manière correcte l'aspect institutionnel, il faut tenir compte de quatre fonctions interconnectées en jeu : la politique monétaire, la politique micro-prudentielle, la politique macro-prudentielle ainsi que l'intégrité des marchés et la protection du consommateur.

A plusieurs occasions, notamment au parlement fédéral, la question a récemment été soulevée, de savoir si le système de supervision ne devrait pas être organisé sur base d'un modèle dit « intégré » (souvent appelé le modèle à deux piliers) ou d'un modèle « coopératif ». Dans le modèle intégré, la banque centrale serait compétente pour la politique monétaire, la supervision micro-prudentielle et la supervision macro-prudentielle (la supervision micro et macro seraient confiées à la même institution, d'où le nom du modèle), alors qu'une institution indépendante en dehors de la banque centrale serait en charge de la supervision de l'intégrité des marchés et de la protection des investisseurs.

Dans le modèle coopératif, la banque centrale serait responsable de la politique monétaire, alors que la supervision micro-prudentielle, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs seraient confiées à une institution en dehors de la banque centrale. La surveillance macro-prudentielle serait confiée soit à la banque centrale ou à une institution indépendante ayant des liens avec la banque centrale. En Belgique, le cadre de supervision est clairement basé sur un modèle coopératif.

Toutefois, il faut reconnaître que le modèle intégré est théoriquement attractif à certains égards. Si on pouvait partir de zéro, le point de départ serait probablement ces questions : comment structurer et attribuer un mandat de préservation de la stabilité financière de manière à l'imbriquer avec le mandat en matière de stabilité monétaire ? Quelle compétence spécifique octroyer au régulateur en charge de la stabilité financière ? Et qui devrait être le régulateur financier ?

Les études du FMI suggèrent que l'extension de leur rôle à la régulation financière peut renforcer l'efficacité des banques centrales, pour divers motifs : en raison de l'extension de leur rôle, elles disposeraient d'incitants additionnels pour réduire le risque systémique ; leur expertise en analyse macro-financière offrirait une valeur ajoutée considérable à la conception et l'utilisation des outils macro-prudentiels ; elles auraient des incitants spécifiques à rassembler l'information requise pour la mise en œuvre d'une politique visant à réduire le risque systémique.

En confiant à la banque centrale un mandat explicite pour réduire le risque systémique, le modèle intégré peut être plus efficace qu'un recours à un régulateur unique en dehors de la banque centrale. Dans la première approche, la banque centrale, en sa qualité de

régulateur du risque systémique, devient le régulateur prudentiel pour l'ensemble des institutions financières importantes d'un point de vue systémique. Toutefois, pour limiter le nombre de régulateurs prudentiels et éviter les problèmes de coordination, particulièrement dans les juridictions plus petites, l'autorité d'un superviseur du risque systémique devrait apparemment être étendue pour permettre la supervision de toutes les institutions de dépôts, les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension. Une autorité séparée fonctionnerait alors principalement comme un régulateur « gestion des affaires » pour la protection des consommateurs et des investisseurs et comme l'autorité chargée de garantir le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et produits dérivés.

On pourrait dès lors arguer que si le système de supervision financier belge devait être conçu ab initio, il serait peu probable que la supervision micro-prudentielle soit confiée à une institution indépendante, en dehors de la banque centrale. Toutefois, dans un contexte où nous sommes déjà dans la deuxième situation, le basculement vers un modèle intégré présenterait plusieurs déficiences importantes. Tout d'abord, l'expérience récente avec la crise financière ne corrobore pas l'hypothèse selon laquelle les pays avec un modèle intégré ont eu davantage de succès dans la prévention et la gestion des crises que les pays avec un modèle différent. Une des explications principales de la similitude des résultats semble être que les deux modèles sont confrontés au problème de la compartimentalisation des flux d'information et de leur évaluation : passer d'un modèle à un autre ne fait que déplacer le problème d'une institution à une autre. En d'autres termes, même si la banque centrale était aussi responsable de la supervision micro-prudentielle, il n'y aurait pas de garantie de non-existence de « murs de Chine » à l'intérieur de la banque centrale, comme malheureusement l'expérience dans certains Etats membres l'a récemment démontré.

Un second problème lié au passage à un modèle intégré est qu'avec l'implication croissante des banques dans l'échange de valeurs mobilières, une partie de leur activité (essentiellement les prêts) serait supervisée par la banque centrale alors qu'une autre partie (les transactions en valeurs immobilières) serait supervisée par la CBFA. Ceci pourrait rendre la supervision micro-prudentielle davantage compliquée.

Un autre problème du modèle intégré est que ,dans ce cas, il serait encore plus probable que la banque centrale soit confrontée à des conflits d'intérêt entre ses rôles respectifs dans la politique monétaire et la stabilité financière, ne serait ce que parce qu'elle serait inévitablement impliquée dans la préservation de la compétitivité des banque nationales vis-à-vis des concurrents étrangers.

Enfin, et de manière plus importante encore, dans le contexte politique et social belge un basculement vers un modèle intégré exigerait sans aucun doute de longs et lourds débats dont l'issue ne serait pas garantie. En outre, la transition exigerait d'énormes ressources au niveau organisationnel et occuperait l'attention des décideurs au moment où elle devrait être focalisée sur la résolution de la crise financière en cours.

Dès lors, le Comité est arrivé à la conclusion que la condition de base pour n'importe quel modèle devrait être l'octroi d'une priorité claire aux préoccupations de type macro-prudentiel par rapport aux questions de type micro-prudentiel. A priori, les deux modèles de supervision pourraient fournir ce résultat. Puisque le modèle coopératif existe déjà en Belgique et sur base des arguments avancés ci-avant, le Comité estime à ce stade judicieux de ne pas basculer vers un modèle intégré, pourvu que l'on puisse mettre en place dans le système actuel une supervision macro-prudentielle effective, ayant clairement la priorité sur la supervision micro-prudentielle, et que l'on puisse aborder et renforcer le rôle de la CBFA en matière de protection de l'investisseur, avec une focalisation plus claire sur ce dernier aspect. Ceci implique que le système actuel doit être clairement renforcé, et ce avec une révision de son fondement légal et institutionnel.

Bien que le comité ait le sentiment qu'une supervision macro-prudentielle effective peut être mise en place dans le modèle actuel, le succès de ce type de supervision dépendra de la manière dont il est réalisé. On ne peut pas exclure la possibilité qu'en raison de problèmes de mise en œuvre, le nouveau cadre ne fonctionne pas de manière correcte et que, si d'autres mesures correctrices appropriées ne peuvent pas être trouvées, un basculement vers un modèle intégré puisse s'avérer approprié. Dès lors, le comité propose qu'un groupe d'experts indépendants (GEI) soit mis en place pour évaluer le fonctionnement pratique du cadre de supervision à intervalles réguliers. Ce groupe pourrait proposer un basculement vers un modèle intégré s'il devait juger que le cadre

proposé par le Comité ne fonctionne pas de manière correcte et qu'un basculement vers un modèle intégré est souhaitable.

Ces experts indépendants devraient avoir une connaissance approfondie des marchés financiers et bien connaître les questions de régulation ; ils seraient typiquement des académiciens avec un sens aigu des questions pratiques, ou des personnes dans des positions élevées, ayant récemment terminé leur carrière dans le secteur financier privé, des institutions de supervision ou des institutions financières internationales. Tous ne devraient pas avoir la nationalité belge. Le GEI ferait rapport périodiquement et ce rapport serait rendu public.

Partant de la condition institutionnelle préalable de priorité à accorder à la surveillance macro-prudentielle, le Comité a examiné les ajustements stratégiques à entreprendre vis-à-vis du cadre de supervision belge sous trois aspects : la supervision macro-prudentielle, la supervision micro-prudentielle, ainsi que l'intégrité de marché et la protection du consommateur. Dès le départ, le Comité était convaincu qu'un cadre macro-prudentiel efficient serait déterminant pour éviter une crise et il a examiné la question complémentaire de savoir comment mettre en pratique cette supervision macro-prudentielle.

3.2.2. Adaptations stratégiques du cadre de supervision belge

3.2.2.1. *Cadre de supervision macro-prudentiel*

Comme l'une des principales innovations du RDL est la création d'un cadre macro-prudentiel séparé, le Comité a consacré une grande partie de son attention à la possibilité d'établir une structure similaire au niveau belge. La loi du 22 août 2002 sur la surveillance du secteur financier et des services financiers, a notamment établi un Comité de Stabilité Financière (CSF) dont un des principaux objectifs est l'analyse et l'évaluation de la stabilité du système financier belge. Le Comité de Stabilité Financière réunit les comités de direction de la Banque Nationale de Belgique et de la Commission Bancaire, Financière et des Assurances, avec un observateur du Ministère des Finances. Bien qu'il ne dispose que d'un rôle d'avis, on s'attendait clairement à ce que le résultat

de ses délibérations conduise à des décisions pratiques, à prendre par les deux institutions.

Il faut admettre, toutefois, que le CSF n'a pas répondu à ces attentes. Tout d'abord et en partie en raison des limites légales de son mandat, la tâche du CSF n'était pas assez orientée vers les questions de risque systémique et il avait tendance à examiner la stabilité financière en termes plutôt généraux, sans prendre en compte le comportement et les risques créés par les institutions individuelles. Il n'y avait pas non plus d'approche holistique envers l'analyse de risque pour le système financier. En outre, la composition plutôt large du comité ne conduisait pas à traiter en profondeur les questions de stabilité financière, alors que le manque de clarté sur les dispositions légales relatives aux questions de confidentialité a contribué à la réticence à communiquer des informations confidentielles de la part des firmes individuelles, en particulier celles listées. Il n'est dès lors pas surprenant que le CSF n'ait pas été en mesure d'identifier l'arrivée d'une crise, ni de coordonner efficacement la gestion de la crise, une fois celle-ci survenue.

Dans la crise de septembre 2008, cette tâche a très rapidement été reprise par le groupe dit « de suivi », mis en place par le gouvernement fédéral. Ce groupe devrait, toutefois, avoir une existence temporaire, ne serait ce qu'en raison du fait que les membres de ce groupe rencontrent des problèmes croissants de compatibilité avec les rôles et tâches qu'ils exercent dans d'autres entités.

Le Comité de Haut Niveau estime dès lors que le CSF devrait être profondément remanié. En particulier, pour arriver à des décisions plus rapides, aboutir à délibérations plus efficaces et diminuer la réticence à partager l'information, la composition du CSF devrait être fortement focalisée sur les questions de risque systémique et, dès lors, le nombre de membres devrait être fortement réduit, à savoir à six. Dans ce scénario, le nouveau CSF, dont le nom doit être modifié en « comité de risque systémique » ou CRS, serait présidé par le gouverneur de la Banque Nationale, qui disposerait d'une voix décisive. Des cinq autres membres, qui devraient être impliqués étroitement dans les questions de risque systémique, deux appartiendraient au comité de direction de la Banque Nationale alors que les deux autres membres seraient le président du comité de direction de la CBFA ainsi qu'un autre membre du comité de direction de la CBFA (ce dernier n'étant pas un directeur de la banque centrale). Le

cinquième membre serait un extérieur, n'appartenant ni à la CBFA ni à la Banque Centrale, avec une expérience et un standing reconnus dans le milieu financier et dans conflit d'intérêt. Cette personne ne devrait pas nécessairement avoir la nationalité belge. Le cinquième membre devrait être « l'œil neuf » dans le comité et, en même temps un « chef de file », s'assurant que les membres de la CBFA et de la Banque Nationale ne glissent pas vers une relation confortable, et rappelant au Comité la nécessité d'assurer le suivi de ses décisions. Etant donné que les fonds publics sont en jeu en cas de problèmes systémiques, il serait aussi judicieux qu'un représentant du Ministère des Finances assiste aux séances du CRS, en qualité d'observateur.

Le rapport de mission du CRS devrait être focalisé sur la prévention des crises. Pour mettre en œuvre cette mission, l'activité du CRS devrait porter exclusivement sur la supervision prudentielle du système financier, ce qui, a contrario, signifie qu'il n'aurait pas de rôle à jouer dans la politique ou pratique micro-prudentielle.

Le CRS serait opérationnellement indépendant, mais en raison de la nature de son mandat il devrait avoir des liens étroits avec la Banque Nationale. Ceci est justifié par le fait que la BNB sera toujours en première ligne de défense quand il y a des signes de crise systémique potentielle. Pour cette raison, la possibilité que le CRS puisse faire partie de la BNB ne devrait pas être exclu, aussi longtemps que ce CRS demeure opérationnellement indépendant. Il est vital de s'assurer que l'information recueillie par le secrétariat du CRS soit promptement transmise à la Banque Nationale, qui alors pourrait faire un usage approprié de l'information dans sa communication au Conseil Européen de Risque Systémique ou – en cas de besoin urgent de soutien direct à la liquidité de la part d'une des institutions belges importantes – à la BCE elle-même. En même temps, le secrétariat du CRS serait en contact avec le secrétariat du CERS.

Comme le paragraphe précédant le donne à entendre, le CRS devrait disposer d'un secrétariat doté d'un personnel très qualifié qui, typiquement, aurait une connaissance approfondie de la manière dont les marchés et institutions financiers fonctionnent. Dans ce contexte, il serait hautement recommandable de recruter des personnes disposant déjà d'une vaste expérience dans le secteur financier privé. Ces personnes auraient avant tout une bonne perception du marché et une excellente capacité à analyser et

évaluer les implications des changements dans les places financières sur les institutions financières individuelles et la stabilité financière dans son ensemble.

Le Comité est d'avis que les CRS devrait disposer d'un secrétariat distinct et de flux d'information qui lui soient propres car, dans le contexte actuel, ceci apparaît offrir la meilleure garantie pour que la supervision macro-prudentielle puisse fonctionner sur une base indépendante et autonome et lui permettre d'acquérir par ce processus, la stature indispensable pour s'assurer que sa voix soit entendue à l'intérieur et à l'extérieur de la banque centrale.

Etant donné que l'activité du secrétariat du CRS doit se focaliser sur le risque systémique, il doit être clair dès le départ que le CRS gaspillerait ses ressources s'il devait suivre les deux cents et davantage institutions actives en Belgique. Au contraire, le CRS devrait se focaliser sur des institutions qui, en raison de leur taille ou de leur activité, peuvent être considérées de signification systémique. Une importante raison supplémentaire pour se concentrer sur des institutions d'une importance systémique est que, avec leur large éventail d'activités, ces institutions sont une source précieuse d'information relative à l'activité des marchés en général. Dans la situation actuelle, ceci impliquerait cinq banques (y compris la Banque Euroclear), une compagnie d'assurance et un fournisseur de services financiers. Toutefois, la pertinence systémique n'est pas nécessairement une notion stable ; le secrétariat, par sa perception du pouls du marché, pourrait très bien arriver à la conclusion que de nouvelles firmes et/ou pratiques d'importance systémique sont en train de faire surface.

Le secrétariat du CRS serait habilité à obtenir de la part des institutions financières individuelles, directement ou sous des conditions de stricte confidentialité, toute l'information détaillée qu'il estime pertinente d'un point de vue systémique. Cette information serait alors transférée par le secrétariat du CRS, avec une analyse en complément. Dans ce contexte, on pourrait aussi envisager le développement d'une échelle de risque systémique. Le Secrétariat serait habilité à contacter directement des institutions financières et à exiger toute information qu'il estime nécessaire. Il serait crucial que la collecte d'information par les membres du secrétariat ne se limite pas au traitement des flux de données mais que ses membres puissent rencontrer régulièrement les responsables appropriés de toutes les banques ou institutions financières jugées

d'importante systémique à l'échelle belge et européenne, et avoir des discussions en profondeur avec eux. Il serait également crucial que les membres du secrétariat participent comme observateurs aux réunions entre les superviseurs micro prudents et le personnel des institutions supervisées chaque fois qu'ils l'estiment approprié.

En effet, le but de ces nouvelles méthodes de travail serait de développer une perception élevée et presque continue des activités et tendances dans les marchés financiers et dans les principales institutions financières. Avec une vision rétrospective, par exemple, ces personnes devraient avoir détecté il y a quelques années que la baisse tendancielle des marges brutes d'intermédiation des banques sur les activités de prêt traditionnelles était devenue une force de transmission puissante, les poussant vers des produits structurés à rendement plus élevé, lesquels sont devenus l'épicentre de la crise financière actuelle. Cette évolution était entièrement logique d'un point de vue micro-prudentiel et n'aurait pas, comme cela s'est passé, fait froncer les sourcils de trop de superviseurs ; seule une approche holistique au niveau macro-prudentiel aurait pu indiquer que certaines forces très puissantes et déplaisantes étaient à l'œuvre.

Le CRS aurait le droit de formuler des recommandations pour prévenir, limiter ou redresser les risques macro-prudentiels. Ces recommandations pourraient être formulées vis-à-vis de la BNB, de la CBFA ou du gouvernement fédéral. Elles pourraient prendre la forme de directives micro-prudentielles générales, telles que l'introduction de coussins de capital ou d'exigences de provisionnement. En fait, dans le contexte de ces recommandations macro-prudentielles, le CRS pourrait bientôt devoir faire face à deux questions pressantes. La première est la formulation d'un ratio de levier maximum pour les institutions financières, un sujet qui pour des raisons de compétitivité relative devrait être traité au niveau européen. La seconde est celle de savoir si, dans l'attente d'un accord européen sur le partage du fardeau dans le cas de sauvetage de banques, il serait approprié ou non d'imposer des limites à la taille des institutions financières ou au moins à certaines de leurs activités, ces limites étant déterminées par la capacité des gouvernements nationaux à opérer un sauvetage si une crise devait refaire surface. En effet, on a eu l'impression qu'à un certain moment depuis le début de la crise financière actuel l'adage « trop important pour faire faillite » tombait sous la menace d'être transformé en « trop important pour être sauvé ».

Les recommandations du CRS pourraient porter sur le comportement d'institutions, marchés ou instruments spécifiques, jugés de nature à créer des risques inacceptables pour la stabilité financière. Plus généralement, tous les facteurs affectant directement les banques et les institutions financières et qui pourraient avoir des conséquences systémiques devraient être incluses dans le mandat du CRS, tels que certains aspects du système de taxation ou de la législation financière sur la protection du consommateur, au cas où certaines dispositions spécifiques – ou l'absence de telles dispositions – devraient générer des risques systémiques considérables.

3.2.2.2. Cadre de politique micro-prudentielle

Puisque, d'une manière ou d'une autre, la CBFA doit superviser plus de 200 institutions financières, il existe un risque que les contrôles et vérifications s'effectuent de manière limitée, selon un mode « cocher les cases ». En conséquence, la supervision doit s'orienter sur les questions essentielles et les risques d'importance systémique. De manière plus spécifique, le Comité de haut Niveau estime que le fonctionnement quotidien de la CBFA pourrait être amélioré dans les domaines suivants² :

- il devrait y avoir un système de désignation du comité de direction, plus transparent et compétitif, pour garantir l'expertise technique requise ; il serait souhaitable que les membres du Comité de Direction soient désignés pour un seul terme de huit ans, non renouvelable ;**
- les pouvoirs du conseil de surveillance devraient être renforcés, et la composition de ses membres devrait refléter le besoin d'expertise technique des superviseurs financiers ;**
- le statut des membres de la CBFA devrait être modifié en vue de promouvoir, le plus légalement possible, une plus grande mobilité à l'intérieur de l'organisation entre la BNB et la CBFA, et entre ces institutions et le secteur privé ;**

² Outre ces remarques générales, une question spécifique – la protection des consommateurs – est analysée dans la section suivante.

- étant donné sa formation, le personnel actuel adopte une approche essentiellement juridique, ce qui implique parfois un manque de familiarisation avec les nouveaux produits et les nouveaux risques ; il convient de recruter suffisamment de personnel ayant une bonne connaissance du marché ; contrairement à la pratique actuelle, le personnel ne devrait pas être recruté pour un emploi à vie, et il devrait avoir la possibilité d'actualiser sa formation dans le secteur financier ; il devrait avoir davantage d'exposition internationale et de préférence avoir été employé au préalable par l'une des plus grandes institutions internationales, des firmes d'audit internationales ou des agences de notation ;

On peut aussi se demander s'il ne faudrait pas libérer le conseil de surveillance des nombreux dossiers qui sont soit de routine soit d'importance mineure et qui, moyennant une délégation de pouvoirs, pourraient être confiées aux « chambres » à l'intérieur de la CBFA.

3.2.2.3. Intégrité de marché et cadre de protection du consommateur

Outre la supervision prudentielle, la CBFA a également un rôle important à jouer dans le domaine de l'intégrité de marché et de la protection du consommateur. A cet égard, le Comité est d'avis que le rôle de la CBFA dans le domaine de la protection du consommateur est susceptible d'être renforcé de manière significative. La crise financière a démontré que les aspects juridiques de la protection de l'investisseur sont extrêmement importants, et le Comité invite ardemment le gouvernement à fournir une base légale solide pour asseoir le rôle de la CBFA en matière de protection du consommateur.

La seconde explication du caractère inadéquat de la protection du consommateur est que le double rôle de la CBFA (c'est-à-dire supervision micro-prudentielle, d'une part, et intégrité des marchés et protection des consommateurs, d'autre part) peut conduire à des conflits d'intérêt à l'intérieur de l'organisation elle-même. Un cas typique serait celui dans lequel une information spécifique et perturbante relative à

une banque est d'un intérêt direct pour la protection des consommateurs ou l'intégrité des marchés et où le fait de rendre publique une telle information (ou d'agir sur base de cette information) pourrait affaiblir la banque encore davantage.

La structure actuelle de la CBFA ne permet pas l'identification effective de tels conflits d'intérêt ou une communication adéquate des questions pertinentes à la haute direction. Le Comité estime que, quand des conflits surgissent entre la supervision micro-prudentielle et la protection des consommateurs, les modalités organisationnelles de la CBFA conduisent à biaiser la décision finale en faveur du premier objectif. Dès lors, le Comité est d'avis que l'organisation de la CBFA devrait être réformée de manière à réaliser une parfaite égalité de traitement entre les préoccupations de supervision micro-prudentielles et celles concernant la protection des consommateurs. Ceci devrait contribuer à une meilleure articulation des conflits d'intérêt et à une communication plus claire des problèmes potentiels à la direction, qui pourrait alors procéder à l'arbitrage requis.

3.2.3. Le Comité du Risque Systémique : modalités opérationnelles

Il doit être bien clair que le CRS, contrairement au CSF, ne doit pas être un tigre de papier mais bien un qui puisse mordre. En effet, comme indiqué ci-avant, le CRS aura :

- le pouvoir de recueillir de l'information confidentielle ;
- le pouvoir de prendre des décisions ;
- le pouvoir d'imposer des actions aux deux piliers du cadre de supervision, à savoir la BNB ou la CBFA.

Les paragraphes qui suivent explicitent ces pouvoirs. En effet, une fois le principe d'un Comité du Risque Systémique accepté, le Comité a examiné comment ce CRS devrait ou pourrait travailler en pratique. Bien que le Comité se soit volontairement abstenu d'entrer dans les moindres détails du fonctionnement au jour le jour du CRS, il était néanmoins conscient du fait que les détails opérationnels détermineraient finalement dans une large mesure le succès ou l'échec du CRS.

3.2.3.1. Pouvoirs juridiques du CRS

❖ Mandat

Comme indiqué ci-avant, l'ordre de mission du CRS se résume à ces mots : prévenir la crise. Dès lors, son mandat légal doit refléter cet ordre de mission. La mission devra être traduite en une liste légale de tâches que le CRS doit accomplir. Alors que le Comité de Haut Niveau estime qu'il outrepasserait son mandat en dressant une liste détaillée, il est clair que la liste devrait découler des principes à la base même du CRS, tels que présentés ci-avant. En d'autres termes, le mandat légal devrait être basé sur trois pouvoirs fondamentaux :

- le pouvoir de recueillir, traiter et analyser de l'information (souvent confidentielle).

Des exemples comprendraient :

- une évaluation de la solidité des institutions financières dont la précarité financière peut créer des perturbations dans le système financier belge ou européen, ou dans l'économie ;
- la recherche et l'analyse des évolutions, en Belgique et à l'étranger, qui peuvent avoir un impact significatif sur la stabilité financière en Belgique et en Europe ;
- l'analyse des propositions de réglementation susceptibles d'affecter la stabilité financière ou d'avoir un impact sur le risque systémique ;
- l'acheminement de l'information vers le Conseil Européen de Risque Systémique ainsi que l'analyse et le suivi des recommandations de ce dernier ;

- la coordination de la préparation de la lutte contre la crise et de sa gestion ;
- le pouvoir, sur la base de ces analyses, de prendre des décisions concernant les mesures de politique jugées nécessaires.
- le pouvoir, sur base de décisions, d'imposer des actions aux deux autres piliers du cadre de supervision, à savoir la BNB et la CBFA, et de préconiser des actions dans d'autres instances.

A noter qu'en raison du mandat confié au CRS en matière de prévention et de gestion du risque systémique, c'est à ce même CRS qu'il appartient de juger de ce qui constitue un risque systémique.

❖ *Statut légal*

Comme indiqué précédemment, le CRS devrait être opérationnellement indépendant mais avoir des liens étroits avec la Banque Nationale. La prise en considération des pouvoirs attribués au CRS (voir ci-avant) soulève la question de savoir s'il devrait ou pourrait disposer de la personnalité juridique. La réponse à cette question nécessitera davantage d'investigations.

❖ *Processus de décision*

En ce qui concerne le processus de décision, le CRS ne devrait pas être une instance où les décisions se prennent par consensus. Ceci entraînerait un risque trop important, à savoir que les décisions soient prises sur base du plus petit commun dénominateur des positions exprimées au sein du Comité ou qu'un membre tienne le reste du Comité en otage. Dès lors, un vote devrait être explicitement envisagé, avec une voix déterminante pour le Président.

❖ *Décisions*

Comme indiqué ci-avant dans le rapport, le CRS agirait par le truchement de recommandations, le statut juridique de ce terme restant délibérément vague et, dès lors, quelque peu trompeur. Il s'indique dès lors de fournir une description plus précise du statut juridique des décisions du CRS.

Pour que le CRS soit efficace, ses délibérations doivent être réellement « mordantes », et, en même temps, ses actions doivent rester pragmatiques et flexibles. Ces considérations devraient être reflétées dans les implications juridiques des décisions du CRS. Il sera opportun à cet égard, et en fait inévitable, de prévoir une certaine gradation dans le statut juridique de ses décisions. Cette forme de gradation dépendra à la fois du type de résultat auquel le CRS souhaite aboutir et du type d'acteurs économiques auxquelles les décisions s'appliquent.

En effet, dans un certain nombre de cas, les décisions du CRS prendront la forme de recommandations sensu stricto, qui seront de nature non-contraignante. Cela sera inévitable quand ces recommandations sont adressées aux entités publiques sur lesquelles le CRS n'a pas autorité, telles que le gouvernement fédéral belge, les gouvernements régionaux, la Commission Européenne ou le CERS.

Dans ce cas, le CRS aurait recours uniquement à la persuasion morale au niveau de ses recommandations ; on peut néanmoins s'attendre à ce que les entités concernées se sentent obligées à prendre les recommandations au sérieux.

Quand il s'adresse aux entités incluses dans le périmètre de son action directe, (c'est-à-dire la BNB, la CBFA ou les institutions supervisées par ces dernières), le CRS peut émettre des recommandations au sens strict dans les cas où il estime qu'il devrait encourager des actions, sans pour autant être trop sévère. Dans ce cas, les recommandations devraient être émises sur la base « se conformer ou expliquer ».

Dans d'autres cas, toutefois, le CRS devra prendre des décisions de nature contraignante. On pourrait appeler ces décisions « directives », étant donné qu'elles ne seraient pas imposées aux institutions financières par le CRS. Ces

directives seraient plutôt adressées à la CBFA et/ou à la BNB. Elles seraient juridiquement contraignantes pour les deux institutions mais seraient mises en œuvre par ces dernières en utilisant la gamme des pouvoirs juridiques à leur disposition. Le CRS émettrait des directives générales ou spécifiques selon que ces directives seraient destinées à un groupe d'institutions ou à des institutions individuelles.

En cas de carence au niveau de l'action à prendre par l'institution chargée de la mise en œuvre, le CRS aurait autorité pour imposer un règlement directement applicable juridiquement.

L'octroi au CRS des pouvoirs juridiques décrits ci-avant nécessitera une série d'amendements à la législation actuelle. En particulier, une nouvelle formulation du rôle et de la position du CSF actuel s'imposera, de même que l'insertion dans la loi sur le système bancaire et les statuts de la BNB, de dispositions permettant de prendre des mesures vis-à-vis des institutions de nature systémique.

❖ *Processus de suivi*

Finalement, il faut mettre en place un ferme processus de suivi. Cet objectif pourrait être renforcé par l'exigence pour le CRS d'adresser un rapport trimestriel au Ministre des Finances et celle pour le président du CRS de présenter un rapport annuel au Conseil des Ministres. A cet égard, la présence d'un membre extérieur du CRS, bénéficiant d'une description de rôle spécifique, devrait contribuer utilement à cet objectif.

3.2.3.2. Accords de collaboration entre le CRS, la CBFA et la BNB

Etant donné que le secrétariat du CRS fonctionnerait de manière indépendante, tout en travaillant sous les auspices de la BNB, il serait souhaitable d'établir un protocole entre ces deux entités pour délimiter leurs attributions respectives en matière de responsabilités, pouvoirs, représentation externe, personnel et

logistique. Un protocole pourrait aussi être signé entre le secrétariat et la CBFA, notamment pour éviter un double reportage par les banques et institutions financières supervisées.

Il faut souligner que, bien que la mise en place du secrétariat du CRS nécessitera inévitablement plusieurs recrutements externes, la majorité du personnel de ce secrétariat devrait venir d'un glissement du personnel travaillant actuellement à la BNB et à la CBFA. A cet égard, il sera crucial que les différences dans le statut du personnel des deux institutions ne constituent pas un obstacle au recrutement des agents les plus brillants.

Annexe 1: Rapport intérimaire



COMITE DE HAUT NIVEAU POUR UNE NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE

RAPPORT INTERIMAIRE

Traduction officielle

23 FEVRIER 2009

LIST OF THE MEMBERS OF THE HIGH LEVEL COMMITTEE ON A NEW FINANCIAL ARCHITECTURE

Mr LAMFALUSSY Alexandre, Chairman

Mr CATS Jean-François

Mr GROS Daniel

Mr KIEKENS Willy

Mr LEFEBVRE Olivier

Mr NOELS Geert

Mr PRAET Peter

Mr WYMEERSCH Eddy

Secretariat

Mr KORTLEVEN Jozef, secretary

Mr GUIOT Bruno, deputy secretary

Ms DIDDEREN Delphine

Ms MITCHELL Janet

CONTENU

INTRODUCTION	5
1. MODELE « CREATION ET DISTRIBUTION »	7
1.1. Analyse	7
1.2. Recommandations de politique	9
2. MARCHE DES DERIVES DE CREDIT	10
2.1. Analyse	10
2.2. Recommandations de politique	13
3. AGENCES DE NOTATION	14
3.1. Analyse	14
3.2. Recommandations de politique	16
4. GESTION DU RISQUE	18
4.1. Analyse	18
4.2. Recommandations de politique	21
5. SYSTEME DE REMUNERATION	22
5.1. Analyse	22
5.2. Recommandations de politique	25
6. PROCYCLICALITE	27
6.1. Analyse	27
6.2. Recommandations de politique	31
CONCLUSION	33
ANNEXE I : MANDAT DU COMITE A HAUT NIVEAU POUR UNE NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE.....	38
ANNEXE II : LISTE DES ABREVIATIONS	40

INTRODUCTION

Le mandat du Comité est défini comme suit : « Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière fournira des conseils au gouvernement belge au sujet des propositions de renforcement du système financier en vue de prévenir l'occurrence de problèmes futurs de même nature que ceux liés à la crise financière internationale de 2008. Il donnera des avis pour l'amélioration de la gouvernance du système financier à trois niveaux : le niveau belge, le niveau européen et le niveau international. Le Comité préparera un rapport intérimaire pour février 2009 et présentera son rapport final au gouvernement belge avant la mi-2009 ». (Pour le texte complet des termes de référence, voir l'annexe 1).

L'objectif de ce rapport intérimaire est de fournir un avis au Gouvernement belge sur certaines initiatives de réforme, spécifiques mais nécessairement partielles, qui sont déjà à un stade de discussion plus ou moins avancé au niveau européen et au niveau international plus large. Le gouvernement belge aura à prendre position sur ces initiatives dans le courant des prochains mois. Dans le présent rapport intérimaire, le Comité soumet son avis au gouvernement belge sur les sujets suivants :

- 1. Modèle « création et distribution »**
- 2. Marché des dérivés de crédit**
- 3. Agences de notation**
- 4. Gestion du risque**
- 5. Modèles de rémunération**
- 6. Procyclicalité**

Les propositions de réforme sur ces sujets, tout utiles et nécessaires qu'elles soient, n'apporteront toutefois probablement pas une contribution décisive pour prévenir la répétition d'une crise avec des implications systémiques potentielles. Une telle contribution nécessite de traiter certains problèmes fondamentaux liés au manque d'efficience des dispositions concernant la prévention des crises à chacun des trois niveaux mentionnés ci-avant, ce qui devra déboucher sur de profonds changements institutionnels. La discussion sur ces sujets est toujours dans un état de fluidité et cette situation conduit le Comité à envisager son travail futur en deux étapes.

Le point de départ est la reconnaissance qu'il n'est pas possible de soumettre des propositions raisonnables ou réalistes pour l'amélioration de la gouvernance et de la supervision du système financier belge sans prendre en compte les propositions de réforme et les décisions potentielles aux niveaux européen et international. Dès lors, le Comité se propose de fournir un avis au gouvernement belge dans les prochains mois sur le type de réformes institutionnelles qu'il devrait soutenir durant les discussions en cours à ces deux niveaux (en fonction des progrès réalisés à l'occasion des discussions, ceci pourrait conduire à un deuxième rapport intérimaire formel).

Dans une deuxième étape, le Comité envisagera la question de la réforme institutionnelle en Belgique. Ses conclusions sur le sujet feront partie de son rapport final.

Etant donné l'importance et la sensibilité politique des questions institutionnelles aux niveaux européen et international, le Comité a décidé de déjà mentionner la nature de ses préoccupations dans la partie conclusive du présent rapport intérimaire.

1. Modèle « création et distribution »

1.1. Analyse

La titrisation et le modèle y associé, « création et distribution » (C&D), offre des opportunités pour améliorer la diversification du risque et abaisser le coût de financement des institutions financières. Il permet aussi une meilleure correspondance entre les caractéristiques de risque des actifs et la préférence de risque des investisseurs, y compris la duration, ce qui est important pour le financement de prêts hypothécaires à long terme.

Comparé au modèle d'intermédiation bancaire traditionnel, la titrisation et le modèle C&D dissocie les diverses fonctions à réaliser, créant une chaîne de participants incluant (entre autres) les créateurs, distributeurs, assembleurs, agences de notation et investisseurs. L'impact du processus de titrisation et du modèle C&D sur la stabilité financière dépend de manière cruciale de la question de savoir si les relations entre les participants tout au long de la chaîne de titrisation préservent la discipline et maintiennent des flux d'information adéquats. Durant la dernière décennie, le processus de titrisation aux Etats-Unis et au Royaume Uni a créé des produits structurés de plus en plus complexes, à travers une restructuration multiple des mêmes ensembles sous-jacents des prêts titrisés et un mixage avec des dérivés de crédit. Cette complexité des produits a accru l'opacité et réduit la responsabilisation des participants.

Les créateurs (originators) de prêts hypothécaires de deuxième catégorie (subprime) qui souhaitaient titriser tout ou partie de leurs prêts avaient de faibles incitants à

appliquer des standards de souscription stricts. Leur modèle d'affaires favorise le volume plutôt que la qualité des actifs créés.

Les assembleurs (arrangers) – les banques d'investissement ou les intermédiaires qui rassemblent les actifs dans des ensembles, structurent les flux financiers en tranches et vendent les tranches aux investisseurs – semblent avoir rencontré des pressions similaires en provenance de modèles d'affaires ou de rémunération axés sur le volume et sur l'obtention de profit rapide, indépendamment du risque ultime ou de la performance à long terme des transactions. Ces forces se sont traduites par un affaiblissement des incitants pour les assembleurs à procéder à des opérations de vérification vis-à-vis des créateurs ou à collecter et à diffuser l'information aux investisseurs à propos du risque lié aux actifs sous-jacents.

Produits. La restructuration séquentielle des risques titrisés, par laquelle les tranches intermédiaires des titrisations basées sur des crédits hypothécaires de deuxième rang ont souvent été recyclées en nouveaux produits structurés, a en outre contribué à dissimuler le vrai risque du crédit sous-jacent.

Les avantages de la titrisation suggèrent que le modèle C&D peut être préservé. La structuration et meilleure correspondance du risque est utile, en particulier, pour faciliter le financement de prêts à long terme à taux fixe, y compris les prêts hypothécaires. Toutefois, des changements structurels sont nécessaires pour relancer l'activité tout en supprimant le risque de nouvelle instabilité. Ces changements devraient être guidés par une réglementation basée sur des principes, qui soit complétée par des standards de marché.

1.2. Recommandations de politique

- a) ***Il faut appliquer des standards de marché stricts et, le cas échéant, des restrictions réglementaires pour obtenir :***
- (1) une simplification radicale des produits, y compris un accroissement de l'homogénéité des actifs, pour faciliter l'évaluation du risque et l'interdiction de restructurations séquentielles d'actifs déjà structurés ;***
- (2) une information meilleure et plus rapide, portant à la fois sur la nature du risque associé aux ensembles d'actifs sous-jacents et sur leur performance temporelle, de même qu'une communication standardisée de cette information¹.***
- b) ***La responsabilité de tous les participants à la chaîne de titrisation devrait être renforcée. En particulier, les créateurs et assembleurs devraient être obligés de rester suffisamment exposés au risque de crédit, de manière à promouvoir l'efficacité des opérations d'évaluation du crédit, de leur suivi et de la gestion des risques y associés.***

¹ Des exemples de tentatives d'amélioration des flux d'informations incluent le projet RESTART de l'American Securitization Forum, qui vise à développer des lignes directrices pour standardiser la diffusion d'information et les rapports de performance en ce qui concerne les titres liés au crédit hypothécaire résidentiel.

2. Marché des dérivés de crédit

2.1. Analyse

Le marché des dérivés de crédit (DC) – des contrats de type assurance par lesquels une partie paie une indemnité périodique (le « spread ») à une autre partie en contrepartie d'un paiement en cas d'occurrence de défaut sur un instrument financier de référence – a joué un rôle significatif durant certains épisodes cruciaux de la crise actuelle. Le marché non-réglementé, bilatéral et hors bourse (over-the-counter) des DC est utilisé comme un des principaux canaux de transmission du risque de crédit à travers le système financier. Le risque de contrepartie du marché des DC est devenu une source de préoccupation majeure suite à la chute de Lehman Brothers et au sauvetage d'AIG, deux de ses principaux participants. En outre, la volatilité des « spreads » sur les DC bancaires a joué un rôle déterminant dans la (non) capacité des banques à se refinancer elles-mêmes, phénomène posant des questions plus fondamentales concernant l'instrument lui-même. De plus, c'est l'explosion du marché des DC qui a rendu possible le développement exponentiel du marché des obligations adossées à des actifs (OAA ou « collateralized debt obligations »). Le fait que les exigences de marges sur les OAA sont relativement basses a encore accentué ces évolutions.

Afin de réduire le risque systémique, les contrats DC entre contreparties devraient être consolidés. A cette fin, il existe maintenant un soutien général en faveur de la création d'une contrepartie centrale de règlement (CPC), car celle-ci réduirait considérablement le risque de contrepartie et améliorerait le contrôle du risque ainsi que les opérations relatives aux marges. A travers une procédure de confirmation

des contrats automatisée, la CPC réduirait également le risque opérationnel et le nombre d'échecs dans les transactions, lequel est devenu une source de préoccupation dans un marché en expansion. Finalement, une CPC fournirait un modèle d'"échange" pour la transparence et la divulgation, même si ce ne serait pas nécessairement le cas pour la recherche du prix. Il y a des bases légales solides pour défendre l'idée selon laquelle la standardisation des contrats DC et la création d'une ou plusieurs CPC, avec le registre sous-jacent ou « entrepôt », devraient être organisées sur base de la législation de l'UE.

Cependant, la création d'une CPC ne répond pas aux questions plus fondamentales posées par les marchés des marchés des dérivés de crédit DC). Le problème n'est pas les transactions sur indices DC, qui représentent environ 70 % du marché. La question principale est davantage liée aux DC individualisés (single-name), qui fournissent un instrument utile pour dissocier le financement d'un émetteur spécifique du risque de défaut de l'émetteur. Toutefois, l'évolution de ce marché a fait en sorte que les DC peuvent être signés et achetés par des contreparties qui ne sont pas exposées au risque de défaut sous-jacent. En effet, la combinaison d'un règlement en cash avec de faibles exigences pour les marges a contribué à faire des DC un instrument bon marché et spéculatif, ce qui permet de comprendre plus facilement pourquoi la valeur totale des contrats des DC sur une firme déterminée est souvent un multiple de la valeur totale des obligations en cours émanant de cette firme.

L'écart (spread) du DC, ou prime, est normalement lié à la probabilité d'un événement binaire : le défaut de l'émetteur sous-jacent. En effet, le spread du DC est utilisé par les participants de marché (y compris les agences de notation) comme un indicateur de solvabilité d'une firme, influençant par là fortement les conditions de

refinancement de celle-ci. Dans des conditions normales de marché, on ne devrait pas s'attendre à ce que les marchés de DC génèrent des problèmes extraordinaires. Toutefois, dans des conditions tendues et avec une information hautement asymétrique, les marchés de DC, qui sont exposés à la manipulation, peuvent par effet en retour être une source de destruction de valeur, qui s'auto génère.

Comme pour tous les contrats d'assurance, en période normale les primes des DC seront d'autant plus élevées que la probabilité d'occurrence du dommage (défaut dans ce cas) est elle-même élevée. En période de crise, quand le marché devient davantage unilatéral, le sens de la causalité entre la prime d'assurance et la probabilité de dommage peut-être renversé, une prime DC élevée empêchant le refinancement de l'emprunteur concerné et provoquant son défaut. Ceci est un effet très curieux pour un contrat d'assurance.

Le renversement de la causalité peut être exploité pour des raisons de manipulation de marché, au détriment de la firme concernée et de ses actionnaires. Cela peut être réalisé, par exemple, en combinant une position courte sur les actions de la firme avec une demande pour une protection pour défaut à travers des contrats DC, poussant par ce fait les primes DC à la hausse, et en réalisant cette opération idéalement juste avant une période de refinancement. Les investigations des régulateurs portant sur des manipulations possibles par le biais de telles positions combinées sont rendues difficiles en l'absence de données centralisées sur les expositions en DC et en raison du fait que les DC tombent en dehors du champ d'application de la directive sur l'abus de marché.

Le marché des DC soulève d'autres sources de préoccupation qui ont porté certains observateurs à mettre en question son bénéfice économique général. Par exemple,

la corrélation élevée du risque de défaut en cas de récession en fait un instrument avec un beta élevé, offrant peu de possibilité de diversification. La comptabilisation des DC hors bilan, comme pour tous les swaps, réduit également la faculté d'évaluation des expositions en crédit des vendeurs de protection de crédit (default) à travers les DC.

2.2. Recommandations de politique

Le Comité recommande les actions suivantes en vue d'atténuer les effets déstabilisants des marchés des DC.

a) Les contrats de DC devraient faire l'objet d'un règlement dans le cadre d'une CPC. Le Comité accueille favorablement l'initiative de la Commission Européenne visant à soutenir l'organisation d'un dépositaire central et d'une contrepartie centrale pour les DC dans le cadre de la législation européenne.

b) Bien que la création d'une CPC doive réduire le risque systémique créé par le marché DC et améliorer la transparence et le reporting des expositions, il ne remédie pas aux défauts intrinsèques de ce marché.

Le Comité recommande dès lors une réglementation des marchés DC de manière à limiter l'achat de la protection de crédit à la couverture de l'exposition effective au risque de crédit. Cela pourrait être accompli en exigeant le règlement physique sur de nouveaux DC nominatifs (single-name).

c) La réglementation des marchés financiers devrait être modifiée pour inclure le marché DC dans le cadre de la directive sur l'abus de marché.

d) L'expérience passée conduit à penser qu'une règle visant à renforcer les exigences en matière de marges semble justifiée.

e) Les expositions en DC devraient être mieux divulguées, y compris sur une base nominative pour des expositions importantes.

3. Agences de notation

3.1. Analyse

Les agences de notation (AN) ont traditionnellement joué un rôle important dans le fonctionnement des marchés financiers. Ce rôle a été reconnu officiellement et renforcé au fil du temps par l'incorporation de références aux notations dans la réglementation relative aux marchés et aux banques et, plus récemment, dans la réglementation des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Les notations ont été considérées comme des évaluations fiables de la qualité du crédit.

Durant la dernière décennie, le rôle des agences de notation a encore été renforcé par le développement de produits structurés. Ces produits consistent en différentes classes de valeurs mobilières, représentant les flux financiers « tranchés » d'un ensemble d'actifs sous-jacents et un objectif fondamental à la base de leur création est d'obtenir au moins une catégorie de valeurs mobilières dont la notation soit supérieure à la notation moyenne de l'ensemble des actifs sous-jacents. L'acceptation de produits structurés par les participants de marché dépendait donc de l'octroi d'une notation pour ces produits. Les revenus provenant des notations des produits structurés ont finalement dépassé ceux générés par les notations d'obligations traditionnelles.

Les problèmes liés à la performance et à la notation de produits structurés liés aux crédits hypothécaires de moindre qualité et les perturbations qui s'en sont suivies dans les marchés financiers sont des phénomènes maintenant bien connus. Les

notations de nombreux produits structurés ont été systématiquement abaissées, ce qui a provoqué de vastes pertes dans les comptes de beaucoup d'institutions financières.

En conséquence, les AN ont été sévèrement critiquées. Les critiques les plus fréquentes comprennent :

- l'échec dans l'appréciation de l'impact de la baisse des standards de souscription relatifs aux crédits hypothécaires américains de moindre qualité, ce qui a conduit à des adaptations à la baisse des notations de manière abrupte et massive, à un stade très tardif
- l'utilisation de méthodes de notation déficientes et le manque de transparence dans le processus de notation
- l'absence de maintien de personnel et de ressources adéquates pour maîtriser la croissance des marchés des produits structurés
- le manque de gestion appropriée des conflits d'intérêt potentiels.

En novembre 2008, la Commission européenne a émis une proposition pour réglementer les AN, laquelle est actuellement discutée entre les Etats membres.

Cette proposition a quatre objectifs principaux :

- éviter les conflits d'intérêt ;
- améliorer la qualité des méthodologies de notation et les notations elles-mêmes ;
- assurer un enregistrement efficient (point d'entrée unique) et un cadre de surveillance, en évitant le « forum shopping » et l'arbitrage réglementaire entre juridictions de l'UE.

La proposition de règlement vise en général à garantir une meilleure protection des investisseurs. A cette fin, elle inclut l'obligation pour les AN de déclarer les conflits

d'intérêt, et traite également des dispositions en matière de rémunération des employés des AN. L'exigence de dévoiler les méthodologies, modèles et hypothèses de base utilisés pour les notations et l'obligation d'utiliser une catégorie de notation pour les produits structurés qui soit différente de celle appliquée aux notations des obligations traditionnelles, ont une importance particulière. Le point d'entrée unique proposé pour l'enregistrement devrait aussi faciliter le suivi du processus. Dès lors, si les dispositions de base du règlement proposé sont approuvées et mises en œuvre, la qualité du processus de notation sera probablement améliorée. C'est pourquoi le Comité accueille favorablement l'initiative de la Commission.

Dans le même temps, le Comité souhaite exprimer sa préoccupation quant à la possibilité que le statut réglementé des agences de notation ne puisse encourager davantage les investisseurs et les gestionnaires d'actifs à s'appuyer de manière excessive et encore davantage que dans le passé sur les notations, pour leurs décisions d'investissement. Ceci pourrait avoir des effets indésirables même pour les instruments de dette standards : une notation représente une évaluation unique, ce qui par définition implique un certain degré d'arbitraire et elle doit dès lors être complétée par la propre évaluation de l'investisseur. Ceci est particulièrement important étant donné que la nature oligopolistique du marché des notations pourrait ne pas conduire à une amélioration de la qualité des notations via une concurrence accrue. Finalement, l'évaluation de produits hautement complexes est elle-même complexe et sujette à un sérieux nombre de limitations.

3.2. Recommandations de politique

Le Comité recommande de soutenir la proposition de la Commission européenne visant à réglementer les agences de notation, pour autant que des mesures additionnelles soient prises :

- a) ***L'utilisation d'un indicateur synthétique unique est insuffisant pour fournir une évaluation adéquate du risque lié à un actif financier, et spécialement à un produit structuré. La réglementation financière devrait souligner la responsabilité pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs professionnels d'entreprendre leur propre évaluation et de ne pas se défaire de la gestion du risque au profit des agences de notation. Pour cette raison, il y aurait lieu de revoir la réglementation financière avec pour objectif d'éliminer les références prescriptives aux notations.***
- b) ***Le développement d'instruments alternatifs d'évaluation des risques devrait être encouragé. Il y aurait lieu de promouvoir la concurrence entre les agences de notation et de réduire les barrières d'entrée dans le marché pour les notations.***

4. Gestion du risque

4.1. Analyse

Le risque est intrinsèquement difficile à mesurer et à contrôler. En effet, la crise a démontré que la gestion du risque dans beaucoup d'institutions financières est terriblement inadéquate. La gestion du risque n'a pas permis, dans la période de pré-crise, d'empêcher les institutions financières d'accumuler des positions de levier et des risques excessifs ainsi que des expositions concentrées sur des actifs complexes et surévalués. Une fois que la crise a frappé, les gestionnaires de risque de diverses institutions n'ont pas été en mesure d'arrêter une chute intervenant à une vitesse élevée et de manière non anticipée.

Une partie de l'explication de l'inadéquation de la gestion du risque dans beaucoup d'institutions est liée à un recours excessif à des modèles de risque quantitatifs, lesquels souffrent de nombreuses déficiences. En outre, le recours à des modèles peut avoir été exacerbé par une communication insuffisante entre les constructeurs de modèles de risque et la haute direction, à propos des limitations de ces modèles. Toutefois, d'autres déficiences sont aussi apparues dans des institutions sévèrement affectées par la crise. Elles concernent, entre autres, le statut peu élevé des gestionnaires et/ou contrôleurs de risque, comparé aux preneurs de risque, ainsi que le manque de communication et d'agrégation des risques entre lignes d'activité ou fonctions, reflétant une mentalité de « silo ». Tous ces facteurs ont probablement contribué à la création d'une situation dans laquelle les hauts dirigeants n'ont pas été capables d'identifier complètement et de comprendre les risques émergents pour l'institution ou de prendre les mesures appropriées pour atténuer les risques une fois ceux-ci matérialisés. Dans le même temps, les gestionnaires de certaines institutions

peuvent avoir autorisé l'expansion de certaines nouvelles activités ou initiatives sans avoir accordé une attention correspondante à la capacité pour l'infrastructure de contrôle de suivre le rythme des évolutions.

Une gestion efficace du risque nécessite l'adoption d'une perspective globale au niveau de l'entreprise, avec des flux d'information horizontaux et verticaux. Elle exige également une compréhension totale des limites de toute méthode de mesure de risque et requiert l'utilisation d'une variété de mesures du risque ainsi qu'un équilibre approprié entre l'analyse quantitative et qualitative.

Au cours de la dernière décennie, les avancées dans la puissance de calcul, les techniques statistiques et la disponibilité des données ont favorisé le développement de modèles mathématiques pour mesurer le risque de portefeuille. Ces modèles, dont le plus fréquemment utilisé est la valeur au risque (Value at Risk ou « Var »), ont été de plus en plus adoptés aussi bien par les institutions financières que par les régulateurs.

Alors que de tels modèles possèdent des avantages – tel que celui d'offrir des mesures objectives de certains aspects du risque et de faciliter la comparaison du risque entre des portefeuilles différents – ils sont aussi sujets à de sérieuses limitations qui doivent être reconnues et prises en compte dans la gestion du risque des institutions. Les faiblesses potentielles peuvent être classées en cinq catégories.

Risque de modèle : les hypothèses sous-jacentes aux modèles peuvent être irréalistes et les résultats des modèles sont souvent sensibles aux changements d'hypothèses. En outre, les modèles sont souvent orientés vers le passé, reposant sur des données récentes ou historiques qui ne saisissent pas toute variation future potentielle excédant le niveau historique observé.

Risque de liquidité : la plupart des modèles n'intègrent pas le risque de liquidité, ce qui conduit à sous-estimer les corrélations, les mesures de volatilité et la VaR. Le fait de ne pas prendre en compte le risque de liquidité a été un facteur déterminant qui a conduit aux pertes des institutions financières dans la crise actuelle.

Dynamique d'auto-réalisation : si de nombreuses institutions financières utilisent les mêmes modèles de risque, fondés sur des hypothèses similaires (potentiellement erronées), ces institutions recevront les mêmes signaux en termes d'effet de levier ou de contraction. Cela peut créer de fortes dynamiques d'auto-réalisation, conduisant à une non-liquidité soudaine dans certains segments de marché et à une spirale à la baisse des prix.

Ignorance du risque systémique : les modèles de risque manquent de focalisation sur les risques systémiques potentiels. Bien que de nombreux modèles s'appuient sur des analyses qui sont elles-mêmes fondées sur des milliers de scénarii hypothétiques, ces scénarii ne prennent pas en compte les risques systémiques possibles créés par l'institution elle-même.

Faux sentiment de sécurité : la sophistication mathématique des modèles de risque peut conduire à un faux sentiment de sécurité. Des évaluations favorables émanant d'un modèle peuvent créer l'illusion de stabilité, ce qui est peut être particulièrement dangereux si le modèle est utilisé de façon mécanique.

L'illusion de stabilité peut aussi avoir été renforcée par l'incorporation des modèles de VaR dans la réglementation financière. Durant des années, la VaR pour le risque de marché a servi de base au calcul des exigences en capital réglementaire pour les portefeuilles de négociation des banques. Au fil du temps toutefois, l'inclusion dans

le portefeuille de négociation d'actifs tels que les produits structurés avec une illiquidité marquée et des risques de crédit significatifs a rendu inadéquat le seul risque de marché VaR. VaR est aussi maintenant utilisé dans le cadre de Bâle II pour déterminer les exigences en capital réglementaire pour le portefeuille d'investissement. Cette réglementation n'était toutefois pas encore en vigueur quand la crise a éclaté.

4.2. *Recommandations de politique*

- a) *Les banques devraient utiliser un large éventail de mesures de risque, de nature à la fois quantitative et qualitative, qui fournissent des visions différentes du risque. Les banques devraient éviter de s'appuyer exclusivement ou mécaniquement sur n'importe quel type de mesure, telle que la VaR.*
- b) *Le risque de liquidité devrait devenir partie intégrante des modèles de risque et de supervision.*
- c) *Les régulateurs et les banques devraient sérieusement envisager de compléter les outils sophistiqués par des mesures simples, facilement compréhensibles, telles que des ratios de levier ou des limites nominales.*
- d) *La réglementation devrait promouvoir une réforme en conséquence de la gestion du risque au niveau des banques. Les personnes en charge de la gestion du risque devraient avoir un statut revalorisé qui protégerait leur indépendance ainsi qu'un pouvoir de décision qui devrait également être reflété en termes de rémunération. Les doutes émis par les gestionnaires de risque en période favorable devraient être pris particulièrement en considération.*

5. Système de rémunération

5.1. Analyse

La crise actuelle a révélé que la rémunération de la direction dans certaines firmes n'était pas toujours en ligne avec la valeur ajoutée des prestations de ses membres. Le public a été surpris par les niveaux élevés de rémunération octroyés aux dirigeants d'institutions financières, et un mouvement de protestation a suivi la révélation de la rémunération élevée liée à la rupture des contrats (indemnités de départ), spécialement quand elle est octroyée aux gestionnaires de firmes ayant failli. Certains observateurs ont critiqué le manière dont la rémunération est déterminée, alors que d'autres considèrent que le montant même de la rémunération est inacceptable.

La question des niveaux élevés de rémunération a une dimension internationale et ne se limite pas au secteur bancaire. Toutefois, alors que la rémunération des hauts dirigeants d'une institution financière peut être divulguée publiquement, ceux-ci ne sont pas nécessairement les personnes les mieux payées de l'organisation : les traders reçoivent souvent une rémunération supérieure ou considèrent que leur rémunération est le produit de leurs compétences supérieures ou de leur perspicacité, dont la banque peut par ailleurs retenir une partie. Les problèmes des risques créés par les traders dont les bonus dépendent des profits à court terme ont été identifiés depuis de nombreuses années. Des recommandations ont été émises à propos de la supervision adéquate de leurs activités . Toutefois, malgré ces efforts, un nombre de cas à haut profil ont récemment fait surface.

La question fondamentale liée à la rémunération est essentiellement celle des incitants. La plupart des difficultés proviennent de la partie variable des paquets de rémunération et dérivent essentiellement de la focalisation des modèles de rémunération sur le court terme. Si la récompense pour le risque pris est trop élevée, les dirigeants peuvent être amenés à relâcher les contrôles dans l'organisation et à prendre des risques excessifs. En liaison avec la question des incitants, il faut mentionner le problème des conflits d'intérêt : les dirigeants, traders et autres employés peuvent agir pour améliorer leur rémunération personnelle indépendamment de la prise en compte des intérêts de l'institution. Un des objectifs des modèles de rémunération devrait être d'aligner les incitants des employés sur les intérêts de l'institution.

Les conflits d'intérêt potentiels se manifestent à travers l'ensemble de l'organisation : l'employé offrant des produits d'investissement au consommateur est souvent motivé moins par l'intérêt de son client que par la commission qu'il recevra par la vente du produit. Le trader prend des risques additionnels en vue d'augmenter son bonus, même si la faillite de la stratégie de trading peut ruiner la banque. Et finalement, la haute direction peut se focaliser sur l'amélioration des résultats comptables trimestriels, étant donné que les bonus seront calculés sur cette base. L'approche à court terme bien connue et souvent mentionnée est certainement à la base de l'augmentation excessive de la taille du secteur financier par rapport à l'ensemble de l'économie. Ceci peut aussi aider à comprendre l'absence d'objections vis-à-vis de la valorisation des actifs sur base du marché (mark to market) avant la crise. Cette technique comptable a produit des résultats très favorables au cours de la période de hausse qui a précédé la crise, alors que l'inverse s'est produit dans la période baissière qui a suivi.

Beaucoup de gens estiment que la structure de rémunération des hauts dirigeants des institutions financières a contribué à une prise de risque excessive et à un comportement procyclique. Ceci est dû au fait que les systèmes de rémunération impliquent une récompense à la hausse et une pénalisation insuffisante à la baisse, créant par là des asymétries au niveau des incitants. Cet arguments s'appliquent non seulement au système bancaire (et avant tout aux banques d'investissement) mais est probablement encore davantage pertinent au niveau des hedge funds, dont les dirigeants reçoivent généralement un pourcentage élevé de l'augmentation annuelle de la valeur du fonds (d'habitude 20 % mais dans certains cas jusque 50 %).

En principe, ce sont les comités de rémunération au sein des conseils d'administration des firmes qui fixent la rémunération de la direction et, en particulier, la partie variable. La sagesse dominante ,reflétée dans les codes de gouvernance des entreprises, est qu'une majorité des membres du comité de rémunération doit être composée d'administrateurs indépendants, de manière à éviter les conflits d'intérêts dans l'élaboration des systèmes de rémunération. En outre, il est souvent spécifié que le comité de rémunération doit faire appel à des experts extérieurs, de manière à s'assurer que les systèmes de rémunération soient déterminés de manière objective.

Ces règles n'ont pas produit les résultats souhaités. Souvent les administrateurs indépendants sont eux-mêmes dirigeants d'autres entreprises et dès lors traitent le cas qui leur est soumis comme un exemple de leur propre rémunération. Le recours à des experts en rémunération a indubitablement aussi contribué à l'inflation de la taille des paquets de rémunération, puisque les experts sont d'habitude désignés sur base d'une proposition de la direction de la firme et qu'ils peuvent ne pas avoir intérêt à adopter une attitude conservatrice à l'égard des modèles de rémunération

proposés. Enfin, les modèles de rémunération ont souvent été mal conçus, liant la rémunération à des facteurs qui échappent au contrôle de la direction (par exemple le prix du marché pour les stock options).

Différentes enceintes de réflexion se penchent actuellement sur la question de la rémunération au niveau international, à la suite d'un exercice rigoureux de recherche de données par le Forum de Stabilité Financière. Différentes propositions ont déjà été émises, par exemple celle de changer la base de calcul de la rémunération ou d'exiger que la rémunération fondée sur les résultats prenne en compte une période suffisamment longue pour s'assurer que les bénéfices de l'activité aient été fermement établis. D'autres propositions consistent à faire varier la rémunération, à la fois à la hausse et à la baisse, ce qui implique une obligation de remboursement dans certaines circonstances. Ces discussions sont toujours en cours et il serait utile d'analyser les avantages et les inconvénients de chacune des solutions avancées.

5.2. *Recommandations de politique*

Le principal objectif devrait être d'identifier les éléments des systèmes de rémunération qui génèrent des risques systémiques et poussent les institutions financières à des comportements pro-cycliques, et ensuite de les éliminer.

A cette fin, il convient :

- a) *De s'assurer que les gestionnaires de risque évaluent soigneusement les modèles de rémunération au niveau de leurs effets incitatifs pour les différents niveaux de gestion et, le cas échéant, transmettent cette évaluation aux régulateurs comme partie intégrante de la discussion sur les facteurs de risque.*

- b) De mettre en place des comités de rémunération et de s'assurer de leur fonctionnement correct, en particulier par rapport à leur composition et leur indépendance.***

- c) D'envisager l'introduction d'instruments spécifiques tels que des dispositions de récupération (claw-back) ou d'enfermement (lock-up), en plus des limitations aux parachutes dorés, de manière à éviter des incitants inappropriés à la prise de risque.***

6. Procyclicalité

6.1. Analyse

Le comportement des participants aux marchés financiers a, pour différentes raisons, tendance à fluctuer avec la conjoncture. Dans les périodes de croissance, la perception du risque est faible, les valeurs des garanties élevées, les banques relâchent leurs standards de prêt et les institutions financières gonflent leurs bilans. En revanche, en période baissière, les banques doivent encaisser des pertes sur leurs prêts, elles resserrent leurs standards de crédit et le bilan des institutions financières a tendance à se contracter. Ce type de réponse du système financier à la conjoncture amène en fait à amplifier les fluctuations conjoncturelles dans l'économie. Ce phénomène est connu sous le nom de « procyclicalité ».

Les conséquences potentiellement sévères de la procyclicalité sur l'économie ont soulevé la question de savoir dans quelle mesure la réglementation financière elle-même pourrait générer la procyclicalité ou y contribuer. Les deux principaux domaines de préoccupation concernent les exigences prudentielles et les standards comptables. Par exemple, dans la mesure où les exigences en capital réglementaire augmentent en basse conjoncture, les banques peuvent être confrontées à des contraintes dans leur capacité de prêt. De la même manière, dans la mesure où la valeur des actifs diminue en basse conjoncture, ces institutions peuvent être amenées à se défaire davantage d'actifs, de manière à répondre aux exigences auxquelles elles sont confrontées, telles que les règles en matière de marges.

Réglementation prudentielle

Plusieurs techniques différentes ont été soit appliquées soit proposées afin de limiter l'impact pro-cyclique des exigences prudentielles sur le comportement des banques. Le raisonnement sous-jacent pour toutes les techniques est de réduire la tendance à l'expansion dans les périodes haussières, en constituant par exemple des coussins en capital ou des réserves pour prêts auxquels on peut faire appel si nécessaire en période de retournement de la conjoncture.

L'augmentation de la sensibilité au risque des exigences en capital réglementaire dans le cadre de Bâle II a soulevé des préoccupations particulières au sujet de la procyclicalité. Bien qu'un certain nombre de caractéristiques aient été introduites dans le cadre de Bâle II pour atténuer les effets procycliques potentiels (par exemple la méthode de détermination des probabilités de défaut (PD) des débiteurs, les tests de stress, etc), la crise a conduit à envisager la nécessité de mettre en œuvre des mesures additionnelles.

Les propositions actuelles incluent l'utilisation du processus de révision de supervision du deuxième pilier pour créer des coussins en capital variant au fil du temps, au-delà des niveaux minima déterminés via les formules du premier pilier. Cela pourrait être accompli, par exemple, en multipliant les exigences en capital du pilier 1 ou les estimations par les banques des probabilités de défaut (PD) de leurs débiteurs par un facteur de graduation dont la valeur varierait en fonction de la situation conjoncturelle.

Une autre technique possible pour réduire la procyclicalité est celle du « provisionnement dynamique » pour les prêts, qui a été utilisée en Espagne depuis 1991. Cette technique consiste à mettre de côté des réserves pour prêts sur base

d'une estimation des pertes à long terme attendues sur ces prêts, plutôt que sur base des pertes actuelles constatées, lesquelles peuvent ne se manifester que plusieurs années après. Cette réserve est « dynamique » dans le sens qu'elle augmente quand les pertes attendues dépassent les pertes réelles (par exemple : dans les phases haussières) et peut être réduite quand les pertes actuelles approchent le niveau des pertes attendues.

Enfin, dans le passé, certains gouvernements ont tenté de peser directement sur la disponibilité du crédit en modulant les exigences, telles que le montant maximum du prêt exprimé en pourcentage de la valeur de la garantie (par exemple dans l'immobilier). Ces types d'interventions gouvernementales discrétionnaires n'ont toutefois pas eu la cote au cours des dernières années.

Standards comptables

De nombreuses observateurs ont émis l'avis que l'imposition des standards comptables de « fair value » avaient exacerbé les difficultés des institutions financières durant la période de crise financière actuelle. Selon les normes internationales d'information financières (NIIF), les actifs doivent être évalués à la « fair value », ce qui implique le recours à des prix de marché quand des marchés actifs pour ces valeurs mobilières existent. Quand il n'y a pas de marché actif pour une valeur mobilière, une estimation de la « fair value » doit être faite en utilisant la meilleure information disponible. Comme des marchés actifs n'existent pas pour beaucoup de produits financiers actuels complexes ou non liquides, l'évaluation est souvent basée sur des modèles. Cela peut conduire à une situation dans laquelle différentes institutions octroient des valeurs différentes au même actif financier.

L'utilisation de l'évaluation de marché (ou d'autres techniques fondées sur les prix du marché) conduit à des résultats cycliques : des prix du marché plus bas conduisent à une baisse des évaluations dans toutes les entités détenant les actifs, provoquant des pertes potentielles dans ces firmes et créant une pression à la vente d'actifs afin de générer de la liquidité. Il peut en résulter une spirale à la baisse des prix des actifs, avec des effets au niveau de l'ensemble du système financier.

Comme cela a été largement reconnu, la comptabilisation en « fair value » est un système comptable assez rigide qui laisse peu de place aux institutions pour opérer des ajustements aux évolutions conjoncturelles. Les tentatives d'introduction de coussins en période favorable, telles que le provisionnement dynamique pour les prêts, ont généralement été jugées contraires à la comptabilisation selon la « fair value », en raison du fait que de telles techniques laissent trop de discrétion aux firmes.

Malgré ces préoccupations, il semblerait très difficile de remplacer la « fair value » comme base de standards comptables, car il n'existe pas d'alternative viable. En outre, comme l'introduction de changements fondamentaux dans le système comptable au milieu d'une crise saperait encore davantage la confiance des marchés, la plupart des propositions se sont limitées à revoir le système comptable existant.

Certaines mesures exceptionnelles ont été introduites par le Bureau des standards comptables internationaux (BSCI) au vu de la crise – permettant en particulier aux institutions de reclassifier des actifs, les faisant passer de catégories exigeant la comptabilisation en « fair value » vers des catégories permettant d'autres méthodes d'évaluation. Toutefois, le BSCI est réticent à introduire davantage de flexibilité, malgré les requêtes en ce sens provenant de la Commission Européenne.

Sur le plan politique, des questions ont fait surface quant à la possibilité pour un bureau de standards comptables d'agir indépendamment de l'environnement politique et social dans lequel il fonctionne. Le responsable de la détermination des standards doit-il être totalement indépendant et, dans l'affirmative, comment cette indépendance peut-elle être garantie ? Faut-il établir une enceinte avec pouvoir de contrôle sur le BSCI ?

L'Europe devrait avoir une voix importante dans le fonctionnement du BSCI. La Commission Européenne plaide actuellement pour une implication plus forte dans la gouvernance du BSCI, tout en préconisant l'indépendance en matière de fixation des standards.

6.2. Recommandations de politique

La procyclicalité est une caractéristique importante du système financier actuel. Il faut se focaliser sur la mise en œuvre de mécanismes pour atténuer cette procyclicalité.

- a) *Par rapport à la réglementation prudentielle, le cadre de Bâle II devrait être complété par des instruments visant à réduire son impact pro-cyclique. Un système de provisionnement dynamique des prêts serait aussi un instrument utile, de même qu'une utilisation plus active de mesures anti-cycliques traditionnelles, telles que certains ratios financiers ou des instruments réduisant les effets de levier.*
- b) *Les tensions entre systèmes prudeniels et comptables par rapport à l'utilisation d'instruments tels que le provisionnement dynamique, devraient être résolues, de manière à éviter l'existence de deux systèmes parallèles créant la confusion et générant la méfiance.*

- c) *Par rapport aux standards comptables, le concept de « fair value » devrait être maintenu, étant donné l'absence d'alternatives et la nécessité d'éviter d'exacerber l'instabilité actuelle dans les marchés. Les règles relatives à sa mise en œuvre devraient toutefois être clarifiées et affinées, de manière à limiter leur probabilité d'accentuation du cycle économique. Ceci est particulièrement important en ce qui concerne les actifs pour lesquels il n'y a pas de marchés liquides.*
- d) *Le Comité soutient les initiatives européennes relatives à l'amélioration de la gouvernance du BSCI.*

CONCLUSION

La responsabilité de cette crise financière mondiale repose sur l'ensemble des acteurs du marché financier des deux côtés de l'atlantique et au-delà. Les courtiers en hypothèques, les banques octroyant les prêts hypothécaires, les banques ayant adopté le modèle d'activité « créer et distribuer », les émetteurs d'obligations adossées à des actifs, les intermédiaires financiers non bancaires, les agences de notation, les régulateurs et superviseurs, les gouvernements et les banques centrales, les économistes, les investisseurs professionnels – tous ont leur part de responsabilité. Il leur appartient maintenant de participer à un effort collectif pour surmonter cette situation difficile et coopérer à la mise en œuvre de réformes de nature à réduire la probabilité d'occurrence d'une future crise d'une telle sévérité.

Les sujets spécifiques de réforme énumérés dans ce rapport ont tous une caractéristique commune : ils suggèrent des remèdes aux déficiences identifiées dans le comportement passé de notre système financier – déficiences qui ont chacune contribué à la gravité de la crise actuelle et à sa généralisation. Dans la mesure où ces propositions de réforme – ainsi que d'autres non incluses dans ce rapport - seront effectivement mise en œuvre, on peut espérer que le système aura gagné en résistance.

Mais qu'en est-il du futur ? Notre système financier globalisé, interdépendant, compétitif et hautement innovateur n'est pas statique. Il produit des changements continus : de nouveaux intermédiaires financiers voient le jour, le modèle d'activité de ceux en place subit des altérations graduelles ou abruptes ; de nouvelles interconnexions apparaissent entre divers segments de l'industrie financière ; et,

plus fondamentalement, le flux d'innovation continue à un rythme ininterrompu. Pour évaluer l'impact potentiel de telles évolutions sur la survenance de crises, les personnes en charge de la prévention des crises systémiques ne peuvent pas se satisfaire d'avoir identifié des déficiences spécifiques du passé.

Ils doivent avoir une approche orientée vers l'avenir, sans quoi qu'ils courent le risque de se préparer à combattre la dernière guerre. Afin de réaliser cet exercice très exigeant, deux voies simultanées d'action doivent être envisagées. D'une part, en termes d'analyse, nous devons examiner certains problèmes fondamentaux centraux qui vont au-delà des questions spécifiques énumérées dans ce rapport préliminaire. D'autre part, nous devons envisager l'élaboration de réformes fondamentales dans la réglementation et la supervision financière, de même que dans la prise d'action rapide pour la prévention de crise, d'une manière qui apporte un soutien institutionnel à l'approche prospective. Ayant ces préoccupations générales à l'esprit, le Comité entend faire des propositions dans cinq domaines - au plus tard dans son rapport final.

Tout d'abord, aussi bien l'expérience récente que les expériences historiques précédentes confirment que l'euphorie financière, associée à la disparition de la perception du risque, génère des crises ; et la gravité de la crise est, en général, positivement corrélée à l'intensité et au degré de généralisation de l'euphorie. Il est aussi apparu qu'une liquidité abondante, combinée avec la croyance que les participants de marché seront sauvés par les autorités – directement ou indirectement – contribue fortement à la formation de bulles en matière de prix des actifs, à la disparition de la perception des risques et à un endettement inconsidéré. C'est donc le devoir des autorités d'empêcher le développement d'une liquidité trop abondante et de s'abstenir d'encourager les participants de marché dans leur croyance qu'ils seront toujours en mesure de compter sur un sauvetage rapide. Mais

ceci est plus vite dit que fait. Quelles actions peuvent – et doivent - être prises en termes de politique pour empêcher le développement d'une expansion excessive du crédit ? Peut-on identifier des bulles liées aux prix des actifs ou des effets de levier généralisés, comme autant de signes de danger ? Et comment réduire au maximum l'aléa moral ?

Deuxièmement, la structure et le contenu de la réglementation doivent prendre en compte les préoccupations macro- prudentielles. La supervision micro prudentielle des intermédiaires financiers en général, et des banques en particulier, est une source potentielle d'information très appréciable pour ceux ayant une responsabilité importante en matière de supervision macro prudentielle : à savoir, essayer de détecter, bien avant les signes visibles d'une crise financière imminente, l'émergence d'un danger systémique. Pour que cette source potentielle d'information devienne effective, plusieurs conditions devront être satisfaites. Les faits et chiffres récoltés par les superviseurs des institutions à portée systémique doivent être agrégés ; il doit y avoir un flux d'information entre les superviseurs bancaires et les superviseurs en charge à la fois des autres intermédiaires financiers et des marchés des valeurs mobilières ; et, ceci est d'une importance fondamentale, les autorités en charge de la responsabilité macro prudentielle – principalement les banques centrales – devraient être associées à la collecte et l'analyse de l'information ainsi qu'à l'évaluation des implications macro prudentielles. Les superviseurs n'ont pas été formés ni mandatés pour évaluer la signification systémique de leurs résultats. Le Comité considère que la mise en place au niveau européen d'un système associant de manière étroite la supervision micro et macro prudentielle doit être un des objectifs majeurs des initiatives de réforme institutionnelle.

Troisièmement, il faut reconsidérer le périmètre de la réglementation et de la supervision. Le périmètre doit-il être défini sur des bases fonctionnelles – c'est-à-dire, par exemple, en réglementant et supervisant des intermédiaires non pas parce qu'ils ont l'appellation de banques, mais parce qu'ils font ce que les banques font ? Quels critères utiliser pour déterminer le périmètre ? Et, fondamentalement, que faire dans le cas où une supervision macro prudentielle prospective découvre qu'il y a un développement significatif d'intermédiaires financiers non réglementés qui ont acquis une importance systémique, tout en pratiquant une politique d'effets de levier excessifs ? Ou qu'un groupe d'intermédiaires financiers non réglementés commence à jouer un rôle systémique déstabilisateur ? Quels sont les moyens de redéfinir rapidement le périmètre de la réglementation pour garantir un niveau adéquat de supervision ? Et quelles seraient les conséquences institutionnelles de la redéfinition de la portée de la supervision ? Est-il possible de mettre en oeuvre au niveau européen une législation d'"habilitation" qui permettrait aux autorités d'élargir la réglementation et la supervision à toute institution ou tout groupe d'institutions d'importance systémique ?

Quatrièmement, puisque la crise actuelle a révélé des faiblesses dans des institutions à caractère global et couvrant une large étendue de services financiers, un nombre de participants importants aux marchés financiers semblent redécouvrir les mérites de la spécialisation.

Ce processus de restructuration doit-il être laissé entièrement aux mains du marché, ou y a-t-il des arguments en faveur d'une spécialisation obligatoire, spécialement mais non exclusivement sous l'angle d'une prévention efficace des crises ? Et comment éviter la contagion d'institutions qui peuvent continuer à couvrir un champ d'activité plus large ou différent ?

Cinquièmement, nous sommes conscients du fait que le mandat de notre comité est de donner des conseils sur la prévention des crises et non sur la gestion de la crise actuelle.

Mais nous ne pouvons ignorer le fait qu'alors qu'il faut reconnaître aux autorités, à la fois en Europe et dans le reste du monde, le mérite d'avoir jusqu'à présent empêché qu'une crise sévère au niveau des banques et du crédit ne se transforme en crise systémique de grande ampleur, ces autorités commencent à céder à la tentation d'utiliser des méthodes d'intervention qui accumulent des difficultés pour l'avenir. Ces méthodes mettent en péril le fonctionnement du marché intérieur en Europe et soulèvent le spectre du protectionnisme au niveau mondial. L'histoire des années 30 nous donne une leçon indiscutable : elle montre qu'une telle tendance retombera sur le dos de l'économie « réelle » et ,dès lors, aura pour effet d'aggraver et de prolonger la crise actuelle, plutôt que de l'atténuer. Quelle dommage si une longue période de gestion de crise que l'on peut considérer comme efficace devait se terminer en lamentable échec.

Nous nous sentons obligés de conclure ce rapport en exprimant notre profonde inquiétude.

Annexe I : Mandat du Comité de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière

Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière fournira des conseils au gouvernement belge au sujet des propositions de renforcement du système financier en vue de prévenir l'occurrence de problèmes futurs de même nature que ceux liés à la crise financière internationale de 2008.

Il donnera des avis pour l'amélioration de la gouvernance du système financier à trois niveaux : le niveau belge, le niveau européen et le niveau international.

Pour ce qui est des propositions relatives à l'amélioration de la gouvernance du système financier belge, le Comité réfléchira sur le fonctionnement du Comité de Stabilité Financière et du Conseil de Surveillance de l'Autorité des Services Financiers, établis par la loi de 2002, leur organisation, fonctionnement et performance, et sur l'amélioration des flux d'information en provenance des institutions financières privées vers les superviseurs ainsi que sur d'autres aspects qu'il estimerait nécessaire pour améliorer la gestion micro prudentielle (effectuée par la CBFA) et la supervision macro prudentielle (responsabilité de la BNB).

Au niveau européen, le Comité réfléchira aux solutions pour combler le fossé entre, d'une part, le marché financier unique européen et l'importance croissante des transactions transfrontalières par les institutions financières et, d'autre part, les instances gouvernementales nationales encore insuffisamment coordonnées, en charge du bon fonctionnement des marchés financiers. La distinction entre le niveau

européen et celui de la zone euro est importante à cet égard, au vu du lien entre l'octroi de liquidité et la solvabilité.

Le Comité apportera aussi son soutien au gouvernement belge au niveau international en soumettant des propositions visant à améliorer l'architecture financière au niveau mondial.

Il peut y avoir des recommandations communes aux trois niveaux.

Elles peuvent avoir trait, entre autres, à la nécessité d'aligner le modèle d'activité actuel des institutions financières sur les principes à la base d'un système de libre marché fonctionnant harmonieusement.

Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière préparera un rapport intérimaire pour février 2009 et présentera un rapport final au gouvernement belge avant la mi 2009.

Le Comité peut consulter d'autres experts et des représentants d'institutions financières publiques ou privées pertinentes.

Le Service Public Fédéral Finances assurera le secrétariat du Comité et fournira les moyens financiers et logistiques requis.

Annexe 2 : Liste des abréviations

AN	Agences de notations	CRA	Credit Rating Agencies
BNB	Banque Nationale de Belgique	NBB	National Bank of Belgium
BSCI	Bureau des Standards Comptables Internationaux	IASB	International Accounting Standards Board
CBFA	Commission Bancaire, Financière et des Assurances	CBFA	Banking, Finance and Insurance Commission
CPC	Contre partie centrale	CCP	Central Counterparty
C&D	Création et Distribution	O&D	Originate and Distribute
DC	Dérivés de crédit	CDS	Credit Default Swaps
HB	Hors bourse	OTC	Over the Counter
NIIF	Normes Internationales d'information Financières	IFRS	International Financial Reporting Standards
OAA	Obligation adossée à des actifs	CDO	Collateralized Debt Obligation
PD	Probabilité de défaut	PD	Probability of Default
UE	Union Européenne	EU	European Union
VaR	Valeur au risque	VaR	Value at Risk

Dépôt légal D/2009/1418/24