

PROGRÈS ET LIMITES DANS LA GESTION DES RISQUES FINANCIERS ?

MICHEL CASTEL*

A la suite de la crise financière d'août 2007 qui s'est considérablement aggravée après la chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et dès le 14 novembre, le G20, à Washington puis le 2 avril 2009 à Londres, a énoncé un vaste plan d'action pour réformer le fonctionnement d'ensemble du système financier en vue d'en restaurer d'urgence la robustesse.

Le communiqué de Londres ne cachait pas la gravité de la situation. Il est bon d'en rappeler le contenu : « Nous faisons face au plus grand défi de l'économie mondiale des temps modernes : une crise qui s'est accentuée depuis notre dernière rencontre (Washington, 14 novembre 2008), qui affecte la vie des femmes, des hommes et des enfants dans chaque pays et qui oblige tous les pays à se regrouper pour trouver une solution. Parce qu'une crise globale nécessite une solution globale (...). Nous nous sommes engagés aujourd'hui à mettre en œuvre tout ce qui est nécessaire pour : restaurer la confiance, la croissance et les emplois ; réparer le système financier afin de restaurer le crédit ; renforcer la réglementation financière pour restaurer la confiance ; refonder et réformer nos institutions financières internationales avec pour objectif de renverser le cours de cette crise et de prévenir les crises futures ; promouvoir le commerce mondial et l'investissement tout en rejetant le protectionnisme, soutenir la prospérité ; construire une approche écologique globale permettant un redressement économique durable. En agissant ensemble dans le respect de ces engagements, nous sortirons l'économie mondiale de la récession et serons en mesure de prévenir la reproduction d'une telle crise à l'avenir. Ensemble, avec les mesures que nous avons prises chacun au plan national, cela constitue un plan global de redressement économique d'une ampleur sans précédent. »

* Ancien chargé de cours en Master 2 banque, finance, assurance, université Paris Ouest Nanterre La Défense ; ancien directeur, Banque de France.

Le G20 de Londres a considéré que les dysfonctionnements du système financier ont été l'une des causes majeures du déclenchement et de l'aggravation de la crise. « D'importantes défaillances dans le secteur financier et dans la régulation et la supervision financière ont été les causes fondamentales de la crise. » Celui de Pittsburgh des 24 et 25 septembre 2009 est encore plus explicite et cinglant : « De graves échecs de la régulation et de la supervision, associés aux risques inconscients et irresponsables pris par les banques et d'autres institutions financières, ont engendré de dangereuses fragilités financières qui ont contribué de manière significative à la crise actuelle. Revenir à la prise de risque excessive qui prévalait dans certains pays avant la crise n'est pas envisageable. »

Le renforcement de la réglementation financière et du contrôle du secteur financier a dès lors été un point nodal du plan d'action arrêté à Londres et approfondi à Pittsburgh¹.

Cinq ans après ces sommets, où en sommes-nous de la gestion des risques financiers ? Beaucoup de mesures prudentielles et de mécanismes de révision du fonctionnement des marchés ont été décidés et bon nombre d'entre eux sont déjà appliqués ou le seront progressivement entre 2015 et 2019. Si l'on a donc amélioré le cadre prudentiel de la gestion des risques financiers (partie 1), la question se pose néanmoins de savoir si l'on a vraiment amélioré (partie 2) la gestion des risques financiers.

UN NOUVEAU CADRE POUR LA GESTION DES RISQUES FINANCIERS

Dès la fin de septembre 2009, le G20 de Pittsburgh écrivait : « Nous avons pris des mesures (en avril) pour mettre en état le système de régulation et nous avons commencé à mettre en œuvre des réformes radicales afin de réduire le risque que des excès financiers ne déstabilisent à nouveau l'économie mondiale. » Sans être exhaustif, on examinera rapidement et forcément de façon schématique (sinon il faudrait un rapport entier) la traduction dans la réglementation des principaux dispositifs instaurant ces « réformes radicales » et leurs mises en œuvre.

Créer un Comité de stabilité financière (CSF)

Le G20 a considéré qu'il était nécessaire de renforcer significativement les capacités de diagnostics précoces des pays membres sur les évolutions macro-économiques et financières potentiellement dangereuses. Il a donc créé le CSF, qui se substitue au Forum de stabilité financière sans réels pouvoirs.

En novembre 2011, le CSF a publié des orientations visant à prévenir la défaillance des banques d'importance systémique. À la même époque, il a aussi

élaboré des recommandations pour améliorer la réglementation et la surveillance applicables au système bancaire parallèle régulièrement dénommé « *shadow banking* » qui, dans la définition qu'il a retenue, recouvre non seulement des acteurs financiers non bancaires², mais aussi des activités comme la titrisation, les prêts de titres et les opérations de pension. Ainsi, très actif sur les questions touchant le fonctionnement du système financier, il a, par contre, été plus que discret sur les grandes évolutions et les grands enjeux macroéconomiques en cours. On ne peut pas dire en effet qu'il se soit montré particulièrement percutant dans son rôle de vigile et de lanceur d'alerte « *to provide early warning of macroeconomic and financial risks and the actions needed to address them* ». Qu'en est-il en matière du mix redressement des comptes publics de la plupart des États et du soutien à la croissance et à l'emploi ? Qu'en est-il des déséquilibres de balance des paiements et des parités ? Qu'en est-il de la place respective des marchés et de l'intermédiation bancaire dans le financement des économies ? Le FMI (Fonds monétaire international) avec lequel il est censé travailler est beaucoup plus présent et actif dans ses analyses et ses préconisations.

**Remodeler les systèmes de réglementation
afin que les autorités soient en mesure d'identifier
et de prendre en compte les risques macroprudentiels,
étendre la réglementation et la supervision
de toutes les institutions financières d'importance systémique
à tous les instruments financiers et à tous les marchés ;
pour la première fois, elles porteront sur les fonds spéculatifs
d'importance systémique**

« Identifier et prendre en compte les risques macroprudentiels ». Cette responsabilité dévolue au CSF (cf. *supra*) ne peut vraiment être effective que s'il peut bénéficier d'une veille rapprochée des autorités monétaires et financières des différents pays. À ce titre, l'Union européenne, comme les États-Unis, s'est dotée d'un Comité européen du risque systémique (CERS) dont la présidence et le fonctionnement ont été confiés à la BCE (Banque centrale européenne) (règlement du 17 novembre 2010).

S'agissant des acteurs du *shadow banking*, au fur et à mesure que se faisaient sentir les effets de la crise financière, les *hedge funds*, ou fonds alternatifs, ont très vite fait l'objet d'une attention toute particulière. Dès avril 2009, la Commission européenne a élaboré une proposition de directive visant à réglementer les gestionnaires de fonds alternatifs opérant en Europe (projet AIFM³ – *Alternative Investment Fund Managers*). Adoptée le 8 juin 2011, entrée en vigueur le 22 juillet 2013, cette directive prévoit des conditions d'agrément plus strictes, des exigences plus élevées en matière de contrôle interne, de *reportings*, de fonds propres (pour couvrir les risques en termes de responsabilité professionnelle), des systèmes

plus exigeants de gestion de liquidités et de risques (effet de levier), ainsi qu'une valorisation indépendante des actifs et une obligation d'évaluation régulière de leur robustesse. Un dispositif aux effets à peu près équivalents a été pris par les États-Unis pour les structures les plus importantes obligées de se faire enregistrer auprès des autorités de marché et, depuis octobre 2013, de leur transmettre des *reportings*.

S'agissant des instruments de marché, la crise a également révélé l'importance du marché des dérivés de gré à gré dans son aggravation en raison de leur montant colossal et de leur opacité. Lors du G20 de Pittsburgh, des orientations ont été prises pour supprimer cette opacité en améliorant le fonctionnement des structures de marché et en demandant de réfléchir aux limites de leur champ et/ou de leurs modalités ainsi qu'au plafonnement de l'exposition des acteurs sur ces types d'instruments. Le G20 de Séoul de novembre 2010 a insisté à son tour sur la nécessité de prévenir les risques du système bancaire parallèle pour l'économie et pour en renforcer la régulation. L'objectif était l'entrée en vigueur d'une réglementation internationale harmonisée pour la fin de 2012. Or bien qu'il y ait convergence sur l'essentiel des réformes (passage par les chambres de compensation, standardisation des contrats, recensement centralisé des opérations, pénalisation des opérations restant traitées de gré à gré), les États-Unis (loi Dodd-Frank le 21 juillet 2010, titre VII) et l'Union européenne (directive EMIR – *European Market Infrastructure Regulation* – en décembre 2012), qui tous deux représentent près de 80 % du marché mondial, ne sont pas allés au même rythme et n'ont pas retenu ni le même champ et les mêmes caractéristiques des contrats, ni les mêmes exigences en termes de garanties ou de fonds propres. Des doutes ont été exprimés sur la volonté réelle des uns et des autres d'engager une vraie réforme et des problèmes de superposition de réglementations non harmonisées pour les opérations transatlantiques sont apparus. Aussi, le CSF a-t-il demandé aux Américains à l'automne 2013 d'accepter la reconnaissance mutuelle des règles sur les produits dérivés. L'autorité européenne des marchés, l'ESMA (European Securities and Markets Authority), a fixé le milieu de 2014 pour que ces textes rentrent pleinement en vigueur⁴. L'Europe, très touchée par la crise de nombreuses dettes souveraines, a pris un règlement (entré en vigueur le 1^{er} novembre 2012) qui renforce et harmonise notamment le régime applicable aux positions sur dettes souveraines et interdit les achats de CDS (*credit default swaps*) souverains à nu. Londres avait toutefois formé un recours devant la Cour de justice européenne déniait à l'ESMA le pouvoir d'imposer partout en Europe une telle interdiction. Dans un arrêt du 22 janvier 2014, la Cour a rejeté cette requête.

S'agissant toujours des instruments de marché, le G20 souhaitait aussi que « les originateurs et les sponsors de titrisation conservent une partie du risque des actifs sous-jacents, ce qui doit les encourager à agir prudemment. En outre, nous sommes convenus d'améliorer la régulation, le fonctionnement et la transparence des marchés financiers et physiques de matières premières afin de remédier à la volatilité excessive des prix des matières premières ». L'obligation de conserver

5 % du risque des dettes titrisées répond (très partiellement) au premier souhait. Quant aux marchés financiers dérivés et physiques de matières premières, sauf quelques exceptions sur quelques places⁵, les mesures ont été tardives et sont limitées. Elles ont souvent été prises en réaction d'abus de marché d'opérateurs provoquant volontairement des délais de livraison et/ou des spéculations sur stocks. C'est ainsi que le London Metal Exchange (LME) a décidé pendant l'été 2013 de normaliser les conditions de livraison des métaux, mais des recours contre ces mesures ont été engagés. C'est ainsi que la Federal Reserve (Fed) a déclaré vouloir revoir les règles qui autorisent les banques à intervenir sur les matières premières physiques, mais elles restent suspendues à des décisions de justice à la suite des recours. Le projet de directive MIF II (marchés d'instruments financiers) (actualisation de la directive sur les marchés d'instruments financiers en place depuis 2007) prévoit, comme finalement aux États-Unis, des limites de position sur les (seuls) dérivés de matières premières, hors électricité et gaz déjà régulés. Cependant, les places asiatiques, l'Australie, etc. n'ont pris aucune mesure de ce type et le désengagement total ou partiel de certaines banques occidentales dans ces domaines est compensé par une montée en puissance de fonds d'investissement, de courtiers en matières premières et de compagnies pétrolières ou minières.

S'agissant de la faillite de banques systémiques, confirmant sa position de novembre 2008 à Washington, le G20 de Pittsburgh a également déclaré : « Toutes les entreprises dont la faillite pourrait représenter un risque pour la stabilité financière doivent être assujetties à une supervision et une régulation cohérentes et consolidées avec des normes strictes. »

En novembre 2011, le CSF a publié une première liste de vingt-neuf banques d'importance systémique. Elle est revue annuellement et pourra inclure des établissements financiers non-banques, dont des sociétés d'assurances. Pour le moment, l'impact en est très limité si ce n'est un petit surcroît d'exigences de fonds propres pour ces banques et l'obligation d'élaborer des plans de survie ou de cessions à mettre en place en cas de quasi-faillite.

Depuis ces sommets, que ce soit aux États-Unis (*Volcker rule*)⁶, au Royaume-Uni (rapport Vickers) et au niveau européen (rapport Liikanen), des préconisations visant à limiter ou cantonner les risques de marché et plus particulièrement les opérations pour compte propre dans les bilans des banques commerciales sont déjà applicables, comme en France (loi de juillet 2013), en Allemagne, ou le seront en 2015, voire seulement en 2019 (Royaume-Uni).

Au-delà du cantonnement des activités de marché les plus risquées, plusieurs pays (États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni, France notamment) ont renforcé les pouvoirs des autorités bancaires pour traiter les banques en difficulté. Pour l'Union européenne, cela se traduit d'abord par la mise en place avant la fin de 2014 d'un superviseur européen unique adossé à la BCE chargé d'assurer la supervision prudentielle de l'ensemble des établissements de crédit de l'Eurosystème, le MSU (Mécanisme de surveillance unique), ensuite par l'adoption d'une

directive sur le redressement et la résolution des banques en difficulté dite « directive Résolution ». Des négociations difficiles se sont poursuivies toute l'année 2013 pour aboutir le 18 décembre. Au terme de cet accord, un nouveau traité européen devra être ratifié pour en permettre la mise en œuvre en 2015, mais avec une pleine réalisation qui ne sera acquise que d'ici à 2024 avec l'achèvement d'un fonds de résolution vraiment unique.

Mettre en œuvre les nouveaux principes rigoureux que le CSF élaborera en matière de rémunérations et bonus et de responsabilité sociale des entreprises

Cette question a été et est toujours très médiatique. Bien que ses enjeux financiers directs soient limités, elle couvre des pratiques, voire des politiques, qui ne sont pas sans effets pervers sur les stratégies de prises de risque. Elle a donc très vite fait l'objet d'annonces de réglementation. Depuis 2011, les banques européennes (directive CRD III – *Capital Requirements Directive*) devaient verser 50 % des bonus en actions et de 40 % à 60 % de façon différée. Depuis mars 2013, la directive CRD IV plafonne cette part variable : les bonus ne pourront pas être plus d'une fois supérieurs au salaire fixe, sauf accord des actionnaires. Applicable aux banques européennes et étrangères installées en Europe, cette réglementation l'est également aux filiales non européennes des banques européennes tandis que leurs concurrents américains, asiatiques ou suisses n'y sont pas soumis. La gestion alternative n'a pas été oubliée. La directive AIFM précitée demande dans son article 13 d'« avoir des rémunérations compatibles avec une gestion saine et efficace des risques et qui n'encourage pas une prise de risque incompatible avec le profil de risque de leur fonds ». Pour déterminer leur politique de rémunération, leurs dirigeants doivent respecter un cahier des charges (annexe II de ladite directive) qui fixe notamment les conditions d'attribution de la composante variable des rémunérations en introduisant un étalement du paiement sur trois à cinq ans de 40 % de celle-ci. Les États-Unis, quant à eux, ont toujours été réservés quant à une ingérence des autorités dans les politiques de rémunération. La loi Dodd-Frank a néanmoins repris et confirmé le principe de l'interdiction de rémunérations encourageant des prises de risque inappropriées et a retenu le principe de transparence des politiques de rémunération vis-à-vis des actionnaires. La SEC (Securities and Exchange Commission) devait en décliner des dispositions précises. En septembre 2013, elle n'en était encore qu'à publier un projet – soumis à commentaires jusqu'au 2 décembre – concernant les informations visant les politiques de rémunération à publier dans les rapports annuels. La FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) avait adopté en février 2011 une proposition qui obligeait la vingtaine de plus grandes institutions financières du pays (plus de 50 Md\$ d'actifs) à avoir au moins 50 % des rémunérations relatives aux performances « étalées sur trois ans au minimum pour des cadres explicitement désignés ». Cette proposition sup-

posait l'accord des trois ou quatre autres autorités financières américaines pour prendre force de loi. À notre connaissance, un tel accord n'a pas eu lieu. Enfin, si la Commission européenne vient d'arrêter les critères quantitatifs et qualitatifs pour déterminer le profil du « preneur de risque », ailleurs celui-ci reste de la compétence des États, c'est-à-dire que l'harmonisation est loin d'être acquise en matière de bonus.

**Prendre des mesures une fois que la reprise sera assurée,
pour améliorer la qualité, la quantité et la cohérence internationale
des capitaux dans le système bancaire ;
à l'avenir, la réglementation doit éviter un endettement excessif
et exiger des réserves de ressources devant être mises en place
dans les bons moments**

C'est dans ce domaine que les plus importants progrès peuvent être constatés. De façon schématique et pour ne pas diluer ce texte par trop de données assez bien connues des lecteurs, nous dirons que c'est tout le dispositif de Bâle III caractérisé par un très important effort de renforcement de « vrais » fonds propres exigés sur une assiette élargie aux opérations de marché en fonction de leur degré de risque. Il est applicable depuis janvier 2014, de façon progressive jusqu'au 1^{er} janvier 2019 dans l'Union européenne⁷. Les États-Unis, après avoir longtemps repoussé sa date de mise en place, ont décidé en juillet 2013 de l'appliquer à partir de janvier 2014 pour les banques systémiques et janvier 2015 pour les autres. Bâle III a été complété par une mesure déjà existante aux États-Unis consistant en une limitation globale de l'effet de levier : le total des risques bruts⁸ d'une banque ne pourra plus dépasser 33 fois ses fonds propres à l'horizon de janvier 2018. Les États-Unis viennent de réduire encore plus fortement ce levier de fonds propres en le plafonnant à 20 fois les fonds propres pour les huit plus grands groupes à partir de janvier 2018⁹ ; la Suisse a pris des mesures semblables.

Ces exigences prudentielles ont été imposées alors même que la crise était toujours très présente au risque de réduire encore un peu plus l'offre de crédit. Il faut dire que les dirigeants et plus encore les marchés ont également *de facto* élevé fortement les exigences de fonds propres à respecter pour conserver une signature satisfaisante sur les marchés de capitaux. Malgré cela, la confiance n'est pas encore totalement revenue : pour preuve, la persistance de difficultés sur les marchés interbancaires et l'importance des réserves libres constituées auprès de la BCE. Enfin, Bâle III innove aussi en demandant pour la première fois de respecter deux ratios de liquidité, l'un à un mois, l'autre à un an. Le second ne sera toutefois à respecter qu'à partir de 2018.

L'ère du secret bancaire est révolue

Formule fracassante qui, bien sûr, ne pouvait pas devenir réalité aussi immédiatement. Cependant, de très importants résultats sont déjà acquis. Il est vrai que c'est pour l'essentiel le fait des États-Unis avec l'application de plus en plus insistante auprès des banques étrangères du *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA) de 2010 les obligeant à transmettre des informations sur leurs clients imposables aux États-Unis. Passer de l'échange d'informations sur demande à une transmission automatique est un réel progrès, mais il ne supprime pas les contournements de cette mesure par la mise en place d'entités écrans, ni une optimisation fiscale parfois limite de la part des groupes à implantations transnationales. On notera par ailleurs que si l'évasion fiscale est un réel problème pour le budget des États, elle n'a pas été repérée comme une cause significative de la crise systémique déclenchée en 2007-2008.

Étendre la surveillance réglementaire et l'enregistrement des agences de notation de crédit pour s'assurer qu'elles respectent le code international de bonne pratique, en particulier pour prévenir les conflits d'intérêts inacceptables

Très médiatisée, cette question s'est vue traitée par des dispositions *a minima* au niveau global : enregistrement auprès des autorités de marché, recommandations de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) pour éviter les cas les plus flagrants de conflit d'intérêts et, en juillet 2013, mise en place des collèges de supervision pour les agences actives au niveau international. Par une directive applicable depuis le 20 juin 2013, l'Europe est allée plus loin en rendant les agences plus responsables de leurs actes, en limitant le nombre annuel de notations non sollicitées des dettes souveraines et en privant l'interdiction de toute référence aux notations à des fins réglementaires pour... 2020.

Faire appel aux normalisateurs comptables pour travailler d'urgence avec les superviseurs et les régulateurs afin d'améliorer les normes en matière d'évaluation et de provisionnement et de réaliser un ensemble unique de normes comptables mondiales de grande qualité

Dès novembre 2008, le G20 avait demandé une convergence des normes comptables pour le milieu de 2011. C'est dire l'importance qu'il attachait à cette question. Pourtant, celle-ci n'a pas avancé et, de plus, à l'automne dernier, le

normalisateur américain vient de l'ajourner et d'une façon qui laisse entendre que c'est pour longtemps. Or cette demande du G20 ne traite pourtant pas de la question du champ de la valeur de marché (*fair value*) qui, *de facto*, s'étend pour aller vers une *full fair value* aux implications économiques et systémiques majeures.

Au total, beaucoup de règles prudentielles ont été instituées ou renforcées. Sont-elles en mesure de contenir toutes les poussées et dérives financières ? Même en supposant leur application à 100 %, et ce, dans les meilleurs délais et dans tous les pays¹⁰, celles-ci laissent en question d'autres sources de risques majeurs, tous de nature à provoquer des crises systémiques, et ce, d'autant plus qu'elles peuvent s'additionner.

A-T-ON VRAIMENT PROGRESSÉ DANS LA GESTION DES RISQUES FINANCIERS ?

Au moins quatre questions à dimension systémique font penser que les mesures prises ne permettent pas de dire que l'on a vraiment progressé dans la maîtrise des risques véhiculés par la sphère financière.

Les politiques des banques centrales peuvent-elles combattre de façon ciblée les emballements financiers ?

Si l'on doit saluer la réactivité des banques centrales dans le traitement des différentes crises qui ont eu lieu depuis août 2007 n'hésitant pas à prendre des mesures non conventionnelles de très grande ampleur, la question est maintenant de savoir comment elles résorberont les énormes excédents de liquidité qu'elles ont émise sans dégrader la conjoncture et comment elles agiront pour briser les tensions inflationnistes qui réapparaîtront nécessairement dans les prochaines années. Jusqu'à présent, quand la question a été évoquée – en 2013, c'était l'horizon 2015 qui était souvent avancé –, les banques centrales ont toujours parlé d'une remontée de leurs taux d'intérêt. Ainsi, elles semblent persister à ne vouloir utiliser que l'arme des taux alors qu'elle pourrait être utilement articulée avec celle des réserves obligatoires sur les crédits et les opérations de marché quand ceux-ci manifestement s'emballent.

Il est en effet indispensable que les taux d'intérêt restent durablement très bas en raison du surendettement général des acteurs privés et publics dans le monde, de la très faible croissance dans les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) et des inquiétudes récentes sur celle des pays émergents, voire de la Chine. Une remontée des taux risque de rendre définitivement insolvable la plupart des États et de très nombreux acteurs privés

et de provoquer de colossales moins-values sur les obligations et autres titres de dettes négociables (dont le total avoisine deux fois le PIB mondial). Les hausses de taux impactent très vite tous les financements, sans distinction, alors que les réserves obligatoires pourraient permettre de cibler précisément les crédits et les activités de marché (*via* l'analyse des positions) qui s'emballent, sans pénaliser le reste des financements. À taux progressif – en fonction de l'importance des dérapages –, de telles réserves obligatoires devraient devenir un instrument permanent de la politique monétaire car elles permettent de piloter finement et efficacement les divers agrégats de financements et de produits de marché aussi bien en période de taux bas qu'en période de taux élevés. À ce propos, ignorer cet instrument et recourir à un renforcement des fonds propres des banques pour des raisons conjoncturelles comme c'est prévu dans Bâle III est hautement regrettable car cela substitue une mesure structurelle (le renforcement des fonds propres) à une mesure conjoncturelle (les réserves obligatoires) (Castel, 2010).

Le traitement des banques en difficulté et plus spécialement celui des banques systémiques sont-ils suffisants ?

D'abord, la filialisation des activités de marché retenue en Europe censée sanctuariser la partie banque commerciale des groupes bancaires n'empêchera pas une éventuelle extension de la défaillance à l'ensemble du groupe, ne serait-ce que sous l'action des créanciers de la filiale en faillite. On peut faire confiance à leur capacité de mobiliser les meilleurs juristes pour plaider cette mesure sans parler de l'action de fonds ultraminoritaires, mais activistes, voire de fonds dits « vautour » qui pourraient s'inviter dans le dossier. De plus, et de façon tout à fait surprenante et contradictoire avec cette sanctuarisation, la directive Résolution prévoit de prendre en compte l'existence de soutiens intragroupes !

Mais même en supposant que cette directive soit mise en place dans les meilleurs délais et conditions, il semble qu'elle soit notablement insuffisante pour les cas les plus graves, c'est-à-dire pour la trentaine de groupes vraiment systémiques. C'est d'ailleurs ce qui a poussé la Commission européenne au début de 2014 à vouloir obtenir rapidement la filialisation des activités de marché les plus risquées – à laquelle je ne crois pas (cf. *supra*) – et à transposer la règle Volcker sur le compte propre des trente plus grosses banques européennes. De plus, rien ne dit que les États-Unis, le Brésil, la Russie, le Japon ou la Chine, etc. ne laisseront pas certaines de leurs plus grandes banques, encore plus grosses qu'avant la crise, faire faillite avec des répercussions majeures sur plusieurs grands groupes européens, et ce, d'autant plus qu'il n'existe pas de loi sur la faillite internationale. Et l'on ne parlera pas des *hedge funds* de toute origine qui peuvent être porteurs de risques au moins aussi graves. Dans tous les cas, le dispositif de « résolution » européen devra mobiliser des sommes sans commune mesure

avec les réserves des fonds nationaux en gestation même augmentées pendant leur montée en puissance des 60 M\$ du MES (Mécanisme européen de stabilité) – ce qui n'est d'ailleurs pas complètement acquis – pour des risques dont la plus grosse part sera d'origine extraeuropéenne. Ni les États membres, ni la zone euro ne seront réellement protégés d'une crise majeure de ce type. Celle-ci peut arriver à tout moment compte tenu des déséquilibres économiques et financiers accumulés depuis près de quinze ans et qui, de surcroît, sont valorisés et négociés en temps réel sur les marchés.

Ainsi, le risque de défaillances des banques systémiques de dimension mondiale n'est pas vraiment circonscrit, ni en Europe, ni sur les autres grandes places, même s'il est dit que tout sera fait pour protéger les contribuables. En cas de survenance d'un ou de plusieurs nouveaux Lehman Brothers au même moment dans une combinatoire de risques difficilement prévisibles et inextricablement complexes, on s'apercevra que les dispositifs mis en œuvre n'étaient que de fausses sécurités¹¹.

Les chambres de compensation future : nouveau maillon faible dans la chaîne des risques ?

La demande du G20 que les 600 000 Md\$ de contrats de gré à gré portant sur des produits dérivés soient pour l'essentiel compensés par des chambres de compensation est un grand pas dans la bonne direction pour renforcer la sécurité des marchés financiers¹². Cependant, même si cela était acquis, une telle concentration de risques sur ces chambres – qui doivent assurer la bonne fin des opérations qu'elles compensent – peut produire à son tour un risque systémique majeur. Tout d'abord, les chambres de compensation sont nombreuses et de ce fait soumises à une forte concurrence ; en cas de crise, elles pourraient ne pas pouvoir ajuster leurs exigences aux risques en raison de concurrents moins-disants. Ensuite, ces chambres, sans actionnaires significatifs, sans *affectio societatis* entre eux et souvent présents dans plusieurs chambres concurrentes, ne pourront pas faire appel à eux en cas de crise majeure. Les enjeux pour les banques centrales et/ou les États des zones concernées seraient au moins aussi colossaux que ceux que l'on a connus en 2009 pour Fannie Mae et Freddie Mac qui jouaient un rôle assez voisin de celui des chambres de compensation pour le marché hypothécaire américain. Pour ne pas avoir un jour à procéder à leur sauvetage sur fonds publics, il faut instituer une solidarité très forte entre elles, soit par la mise en place d'un dispositif de réassurance obligatoire (solution de marché, le ou les réassureurs demandant des primes à hauteur du risque exorbitant encouru), soit par la création d'un fonds mutuel de garantie obligatoire. Dispositif qui dépasse de beaucoup les conditions de calcul des ratios de fonds propres prenant en compte les contributions au fonds de défaillances telles que définies par le règlement du 19 décembre 2012 sur les exigences de capital applicables aux contreparties

centrales, règlement qui, de surcroît, ne couvre que les seules chambres de compensation européennes.

L'option réaffirmée pour les financements de marché

Il y a bien eu la mise en place d'une réglementation pour le *shadow banking*, mais celle-ci s'avère assez peu contraignante, qu'il s'agisse des fonds propres exigés, de l'usage de l'effet de levier¹³ ou des politiques de rémunération (cf. *supra*). En effet, pour le CSF, comme pour la Commission européenne et la BCE notamment, ces acteurs doivent certes être réglementés pour participer à la sécurité globale du système financier, mais doivent aussi permettre de diversifier les sources de financement des économies dans la mesure où les banques sont davantage contraintes dans la distribution du crédit par le durcissement de la réglementation¹⁴. L'architecture financière qu'élaborent les diverses autorités, y compris la Commission européenne (cf. son *Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne* de mars 2013), est faite pour pallier la faiblesse actuelle de l'offre bancaire que l'on considère comme structurellement durable. De ce fait, non seulement on entérine, mais aussi on renforce la dérive des banques engagée depuis le début de ce millénaire vers une activité de plus en plus de simples prestataires de services se transformant en opérateurs *originate to distribute*, rémunérés par des commissions. Cette transformation se faisant au détriment de leur rôle fondamental de mutualisation des risques par leur conservation dans leurs bilans, *originate to hold*. Dérive dont on a pourtant déjà vu les effets depuis 2007 et qu'une bonne partie des nouveaux dispositifs pruden-tiels se voulant pourtant correcteurs renforcent indirectement, volontairement ou non. Ainsi, par exemple, la titrisation qui est redevenue un objectif stratégique pour tous, acteurs comme régulateurs. Or celle-ci renforce le modèle *originate to distribute* et se traduit par une généralisation de fait de la *full fair value* critiquée à juste titre depuis longtemps par Michel Pébereau notamment. La poursuite accélérée de la désintermédiation en Europe, à l'instar du système américain, n'est pas forcément le meilleur choix. Ce modèle de financement, aux cycles économiques très contrastés, gérable quand il était limité aux pays anglo-saxons, le sera beaucoup moins quand il aura été généralisé. Sur une longue période, banques et marchés sont à égalité dans la pertinence de l'analyse du risque microéconomique. Par contre, la maîtrise du risque macroéconomique est moindre quand les marchés assurent l'essentiel des financements et des risques. L'atomisation des risques, leur couverture et le succès apparemment durable anesthésient longtemps les acteurs et les observateurs... jusqu'à leur réveil. Et là, c'est une déferlante, en temps réel, face à laquelle on ne sait pas faire face, pas plus demain qu'hier, malgré les dispositifs pruden-tiels récemment mis en place. Soyons clairs, le « tout crédit » est aussi inefficace et aussi dangereux que le « tout marché ». Ce qui compte, c'est de rechercher un équilibre subtil,

forcément évolutif, entre le crédit et les marchés, avec le capital-risque comme passerelle pour dynamiser ces deux segments de financement. Et, sauf démonstration contraire, que je ne connais pas, il n'apparaît pas que sur une longue période, les résultats économiques et sociaux des pays à financement prépondérant par le crédit soient inférieurs à ceux des pays dans lesquels ce sont les financements de marché qui le sont. Certes, sur des horizons courts – cinq à sept ans au maximum –, la prépondérance des marchés semble plus efficiente que celle de l'intermédiation bancaire, mais cette dernière n'ajoute pas la volatilité et l'instantanéité des marchés aux risques intrinsèques à tout financement et qui finissent par la survenance de crises quasiment non maîtrisables comme en 2007 et 2008. C'est une donnée essentielle qu'il faudrait intégrer avant de préconiser comme cela est actuellement fait le fort développement des financements de marché.

En effet, quand on aura très fortement « marchéisé » les financements, on aura presque assurément et de façon largement imprévisible et instantanée :

- plus de volatilités et d'ampleur dans les chocs économiques et financiers ;
- une très forte démutualisation des signatures des emprunteurs. Les PME et les TPE, les artisans et les professions libérales qui n'ont pas accès au marché dépendront de banques asséchées des bonnes signatures, et ce n'est pas le *crowdfunding* qui permettra d'y pallier car il restera assez anecdotique par rapport aux montants des capitaux nécessaires à tous ces agents économiques ;

- une déformation des circuits de l'épargne au profit de produits de marché. Les épargnants supporteront directement les risques de défaillances et les risques de taux alors que l'épargne intermédiée bénéficie de la protection du nominal. Les effets de richesse, jusque-là essentiellement ressentis aux États-Unis – à la hausse¹⁵ comme à la baisse –, seront également ressentis par des ménages européens, pas ou peu préparés à de tels chocs : les conséquences sur les cycles économiques pourront en être redoutables ;

- des banques centrales obligées d'intervenir sur les marchés au-delà de leur périmètre normal d'intervention pour des montants qui seront supérieurs à ceux mobilisés en 2007 et 2008, sous la forme de refinancements, d'achats fermes et/ou de garanties et, au total, avec des risques de monétisation considérables et une déresponsabilisation presque généralisée des institutions bancaires et financières.

CONCLUSION

Au total, beaucoup de règles prudentielles ont été instituées ou renforcées. On a ainsi renforcé une ligne de défense financière, mais en même temps, on laisse, voire on risque d'encourager *de facto* son contournement. Aussi, même

en supposant l'application à 100 % de toutes ces mesures dans les meilleurs délais et dans tous les pays, celles-ci laissent en question d'autres sources ou types de risques majeurs, qu'il s'agisse de la faiblesse persistante des instruments de politique monétaire, du traitement des défaillances des banques systémiques et des conséquences quasi inéluctables de la préférence réaffirmée de la désintermédiation financière qui reporte les risques sur les acteurs financiers les moins réglementés, mais plus encore, *in fine*, sur les entreprises et les ménages. On peut bien sûr ne pas partager cette analyse. Seul le temps, à cinq-dix ans, permettra de dire si elle était ou non par trop pessimiste.

NOTES

1. Nous ne traiterons que cet aspect du plan d'action à l'exclusion des cinq autres thèmes mentionnés qui, chacun, a également fait l'objet de préconisations.
2. Concept qui inclut le secteur des assurances alors que celui-ci qui est réglementé depuis très longtemps pour les activités d'assurance proprement dites, mais ne l'est pas pour ses incursions – parfois massives – sur les dérivés (AIG en étant le paroxysme) et maintenant sur le crédit. Il inclut également les OPCVM ou leurs équivalents qui sont réglementés depuis la fin des années 1990.
3. Une très bonne présentation de la problématique des risques de *shadow banking* et de l'état de la réglementation peut être trouvée dans l'article de Danièle Nouy (2013).
4. Les dérivés négociés sur les marchés organisés ne représenteraient encore qu'un peu plus de 10 % des 690 000 Md\$ d'encours notionnels total des dérivés (au milieu de 2013) du fait de ces retards et du fait que les dérivés sur les changes demeurent exclus de ces dispositifs.
5. Dès août 2009, la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) avait supprimé les exemptions de limites de position sur les marchés dérivés accordées antérieurement à deux très gros opérateurs. Ses pouvoirs ont été accrus en décembre 2009 pour pouvoir imposer de telles limites ; en 2011, elle avait listé des limites de position sur vingt-huit produits (pétrole, métaux, produits agricoles), mais en octobre 2012, un juge américain a bloqué sa mise en œuvre en arguant le fait qu'elle avait dépassé son mandat.
6. Incluse dans la loi Dodd-Frank. La version finale de la partie traitant de cette règle Volcker n'a été adoptée par les cinq instances de régulation américaine que le 10 décembre 2013. Effective le 1^{er} avril 2014, elle ne sera applicable qu'à partir du 21 juillet 2015.
7. Les dispositions résultent de la directive CRD IV et du règlement CRR publié le 26 juin 2013. On notera que les principaux établissements français ont indiqué qu'ils respecteront le ratio de solvabilité exigé par Bâle III au plus tard le 31 décembre 2013.
8. C'est-à-dire sans pondération par les risques sous-jacents.
9. Les banques européennes s'étant plaintes que le projet d'accord était trop sévère et les obligeait à comptabiliser les dérivés sur la base des positions brutes pourront utiliser les positions nettes, comme cela est déjà le cas aux États-Unis.
10. Ce qui est loin d'être acquis. Ainsi, le gouvernement de David Cameron qui a introduit un recours en septembre 2013 devant la Cour de justice européenne pour excès de pouvoir de la part de la Commission européenne concernant les bonus ou les diverses mesures de contournement sur le point d'être mises en place par divers établissements pour ces mêmes bonus. Ainsi, également, les autres recours mentionnés dans le texte concernant les matières premières, sans parler des assouplissements récents de certaines dispositions prudentielles.

11. Pour la faisabilité et l'esquisse d'un dispositif plus solide, parce que mondialisé avec l'appui du FMI notamment, se reporter à notre article : Diogène (2011).
12. On peut toutefois craindre que la suppression des risques de contrepartie sur ces opérations n'encourage en fait les acteurs à augmenter leur nombre et leur montant unitaire.
13. Article 24 de la directive : « Un gestionnaire recourant à l'effet de levier de manière substantielle met à la disposition des autorités des informations sur le niveau général de levier utilisé par chaque fonds d'investissement alternatif qu'il gère, une ventilation de l'effet de levier selon qu'il résulte de l'emprunt de liquidités ou de valeurs mobilières, d'une part, ou d'instruments financiers dérivés, d'autre part. » Article 25 : « Il prouve que les limites à l'effet de levier fixées pour chaque fonds qu'il gère sont raisonnables et qu'il respecte à tout moment ces limites. (...). Les autorités compétentes, l'État membre d'origine du gestionnaire, après notification à l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers) et au CERS, qui peuvent émettre un avis, et aux autorités compétentes du fonds concerné, imposent des limites au niveau de levier auquel un gestionnaire est habilité à recourir ou d'autres restrictions à la gestion des fonds qu'il gère. »
14. En 2013, le *shadow banking* gérait 70 000 Md\$ d'actifs, soit l'équivalent de la moitié des fonds collectés par les banques (FSB, 2013).
15. Il faut se rappeler le début des années 2000 où les plus-values (virtuelles) des titres ont permis à des fonds de retraite de ne pas faire d'appels de fonds sur plusieurs trimestres.

BIBLIOGRAPHIE

- CASTEL M. (2010), « Quand Bâle III se substitue aux banques centrales », *Le Cercle-Les Échos*, 6 décembre.
- DIOGÈNE (2011), « Il est encore temps d'éviter un nouveau Lehman Brothers », septembre, www.slate.fr/story/43267/nouveau-lehman-brother-eviter.
- FSB (Financial Stability Board) (2013), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, novembre.
- NOUY D. (2013), « Les risques du *shadow banking* en Europe : le point de vue du superviseur bancaire », *Revue d'économie financière*, n° 109.

