

10 ans après...

Bilan des réformes bancaires et financières depuis 2008 : avancées, limites, propositions

Synthèse

Vincent Bignon,
*économiste affilié au
Center for Economic
Policy Research*

Jézabel Couppey-
Soubeyran,
*maître de conférences
à l'université Paris 1
Panthéon-Sorbonne*

Laurence Scialom,
*professeure à
l'université Paris Ouest
Nanterre La Défense,
coordonnatrice du
pôle régulation
financière de Terra
Nova*

3 septembre 2018

Dix ans après la faillite de Lehman Brothers et le dramatique automne 2008 où le système bancaire et financier mondial fut véritablement au bord du précipice, l'heure du bilan des réformes engagées est arrivée. C'est l'objet de ce rapport. En toile de fond de ce travail se posent des questions cruciales pour les autorités publiques : nos économies sont-elles désormais immunisées contre les risques d'une crise financière majeure ? A-t-on tiré les leçons de la crise dans la structuration des instruments de régulation financière et bancaire ? Les annonces très ambitieuses des sommets du G20 de Washington DC en 2008, de Londres et Pittsburg en 2009 ont-elles été suivies d'effets ?

Afin de répondre au mieux à ces interrogations, nous présentons dans une première partie un panorama des réglementations bancaires post-crise. Il s'agit de présenter en détail les réformes engagées en matière de capitalisation de banques et de ratios de liquidité bancaire (Bâle III), de dispositifs de résolution (en particulier le *bail-in*), mais également de réforme des infrastructures de marché (chambres de compensation). Pour chacune d'elles, nous dressons un bilan équilibré soulignant les avancées qu'elles constituent relativement à la période pré-crise mais aussi leurs insuffisances.

Une critique plus globale de l'inspiration et de la philosophie de ces changements réglementaires mérite cependant d'être énoncée. Dans la seconde partie de ce rapport, nous questionnons la philosophie même des réglementations prudentielles

post-crise. Nous pointons le fait qu'elles n'ont pas suffisamment rompu avec les conceptions de la finance qui prévalaient avant la crise et que cela constitue une source majeure de fragilité.

C'est particulièrement vrai sur trois aspects cruciaux, que nous développons.

– Le régulateur n'a pas infléchi la course à la complexité tant dans le domaine des activités et des produits financiers que dans la structure des groupes financiers eux-mêmes. Or la complexité excessive est une source d'inefficacité dans la réglementation, la supervision et la gestion interne des établissements, mais également un facteur de capture très marqué qui désarme les autorités publiques face à la finance.

– Les réformes manquent d'ambition dans leur dimension macroprudentielle. La prise de conscience de la nécessité de gérer les risques globaux dans leurs deux dimensions, à savoir atténuer le cycle financier au cours du temps et maîtriser les risques portés par les banques systémiques, est indéniable. Mais la traduction « *policy* » de cet impératif est très en deçà de ce qu'il faudrait mettre en œuvre pour réduire la probabilité d'occurrence d'une crise systémique et en maîtriser, si celle-ci se produit, les effets néfastes.

– En dépit de nombreux travaux de recherche infirmant l'impact favorable du développement excessif de la finance sur la croissance et mettant en exergue son impact négatif sur les inégalités, le regard des autorités publiques sur la finance continue d'être biaisé. En conséquence, nos économies souffrent toujours d'un excès de dette privée, et la taille des établissements continue d'être perçue comme un facteur de compétitivité. Deux caractéristiques pourtant sources d'instabilité financière.

SOMMAIRE

Synthèse des propositions	4
Introduction	5
1. Panorama des réglementations bancaires post-crise	10
1.1. Le capital réglementaire	10
1.2. Le levier	15
1.3. Les ratios de liquidité	17
1.4. Les instruments de <i>bail-in</i>	23
1.5. Les chambres de compensation, nouveaux acteurs systémiques de la finance globale	26
2. Quelques réflexions critiques sur l'inspiration et la philosophie de la régulation financière post-crise	32
2.1. La course à la complexité réglementaire : une erreur majeure.....	33
2.2. Une approche insuffisamment globale : les balbutiements de la régulation macroprudentielle	39
2.3. Un état d'esprit qui reste à changer.....	44
Conclusion	48

SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

Proposition n° 1 : Mener des politiques publiques visant à réduire la complexité dans la finance (produits, pratiques et structures) de sorte de mieux la contrôler et de réduire la capture par la complexité.

Proposition n° 2 : Faire du ratio de levier le pivot de la réglementation en capital des banques.

Proposition n° 3 : Réduire la complexité de la structure des groupes bancaires – une réponse au « *too big to fail* » (facilite la supervision et renforce la crédibilité des dispositifs de résolution) et au « *too big to manage* » qui crée un environnement de déresponsabilisation individuel des managers et dirigeants bancaires.

Proposition n° 4 : Renforcer les dispositifs macroprudentiels, notamment par une utilisation coordonnée des instruments visant les prêteurs et les emprunteurs de sorte d’agir plus précocement et efficacement sur la constitution de déséquilibre financiers.

Proposition n° 5 : Clarifier le design institutionnel et la répartition des compétences en matière de politique macroprudentielle au niveau européen et autonomiser l’usage des dispositifs macroprudentiels relativement aux actions microprudentielles.

Proposition n° 6 : Progressivement désintoxiquer nos économies du financement par la dette en menant des politiques publiques favorisant le financement sur fonds propres plutôt que le financement par la dette.

Proposition n° 7 : Changer le regard des autorités publiques sur la finance en reconnaissant que son hypertrophie (dette/PIB, taille excessive des établissements) pèse sur la croissance tout en exposant l’économie à l’instabilité financière. Infléchir les politiques publiques en conséquence.

INTRODUCTION

L'heure d'un premier bilan a sonné. Dix ans après le déclenchement de la plus grave crise financière depuis la Grande Dépression des années 1930, les avancées réglementaires et prudentielles ont-elles été à la hauteur du cataclysme financier et économique que nous avons vécu ? Avons-nous suffisamment renforcé la résilience de nos systèmes financiers et bancaires ? Les autorités publiques auraient-elles les moyens de gérer une nouvelle crise ?

Ces questions ont d'autant plus d'importance que plusieurs des facteurs qui ont été à l'origine de la crise de 2007-2008 sont toujours présents : l'endettement du secteur privé ne s'est pas résorbé (au contraire, il reste élevé et s'est accru dans les pays émergents) ; le *shadow banking*, ensemble d'entités très proches des banques dans leurs activités mais beaucoup moins réglementées, a poursuivi son expansion¹, sans que l'on cherche à défaire ses connexions très fortes avec les banques ; crise oblige, les politiques monétaires ont été très accommodantes, et les liquidités déversées par les banques centrales pourraient bien, comme au début des années 2000, avoir contribué à la formation de bulles sur les prix de certains actifs et avoir aussi rendu le marché obligataire très sensible à une remontée des taux d'intérêt². Très clairement, cela signifie qu'une crise financière majeure pourrait à nouveau survenir et que ses conséquences pourraient se révéler tout aussi lourdes si les réformes entreprises depuis 2007-2008 n'ont ni élevé les digues suffisamment haut, ni changé les structures et les comportements.

Les autorités publiques des différents pays n'ont pourtant pas chômé. Les sommets du G20 de Washington DC en 2008, Londres et Pittsburg en 2009 ont demandé des changements majeurs pour renforcer la gouvernance du système financier international, prévenir la prise de risques financiers excessifs et améliorer la résilience des intermédiaires financiers. Ces chantiers réglementaires ont transformé le paysage de la finance, modifiant la géographie des risques.

¹ Pour une analyse de ce qu'est le *shadow banking*, des risques qu'il porte et de ses liens pernicieux qu'il entretient avec les banques systémiques, voir la note Terra Nova par Laurence Scialom et Yamina Tadjeddine, 2014, « Banques hybrides et réglementation des banques de l'ombre », 17/11/2014, <http://tnova.fr/etudes/banques-hybrides-et-reglementation-des-banques-de-l-ombre-012df127-aed8-45c1-864f-ca43d5f59a94>

² La variation du cours des obligations suite à une variation des taux d'intérêt est d'autant plus forte que les taux d'intérêt sont bas. Cela signifie que, pour une hausse du taux d'intérêt de 1 %, le cours des obligations à taux fixe baisse beaucoup plus quand le niveau de départ des taux d'intérêt est bas. Or nous sommes aujourd'hui dans une période où les taux sont exceptionnellement bas et ne peuvent qu'augmenter.

Nous ne prétendons évidemment pas, dans ce rapport, dresser un tableau exhaustif des nouvelles réglementations et des orientations de la politique prudentielle post-crise. D'une part, nous ne porterons un éclairage que sur les initiatives et avancées qui nous semblent les plus importantes avec un biais assumé vers les réglementations touchant l'industrie bancaire et, d'autre part, nous pointerons les insuffisances et les failles qui font craindre une nouvelle crise financière et surtout qui incitent à penser que nous ne sommes pas correctement préparés à un nouvel épisode de crise systémique.

Si l'on fait un inventaire à la Prévert de toutes les initiatives réglementaires qui ont été prises ou engagées au cours des dix dernières années, le sentiment est celui d'un foisonnement de règles et contraintes diverses imposées à l'industrie bancaire. C'est d'ailleurs sur cet aspect quantitatif que le lobby bancaire prend appui pour défendre l'idée d'un matraquage réglementaire qui nuirait au financement de l'économie et à la compétitivité de l'industrie. Pourtant, comme nous le verrons, malgré ce foisonnement réglementaire, les systèmes financiers restent fragiles et certains principes structurant les réglementations post-crise sont source d'inefficacité.

La dernière décennie est revenue sur la croyance selon laquelle le fonctionnement spontané des marchés ou des organisations créait les cordes de rappel pour corriger les déséquilibres financiers. La crise a montré que les prix ne jouaient le rôle de signaux permettant de corriger les dérives qu'au bord du précipice, au moment où il était trop tard pour les laisser agir. L'idée que les contrats incitatifs permettaient de régler le problème de coordination au sein des banques a également pris du plomb dans l'aile. Les contrats « incitatifs » qui cherchent à aligner l'intérêt des actionnaires et des cadres dirigeants³ – sous la forme de distribution gratuite d'actions de l'entreprise (les « stock-options ») ou la distribution de bonus indexés sur la performance, n'ont aucunement rendu vertueux les traders et les cadres dirigeants des grandes sociétés, pas plus qu'ils ne les ont conduits à redoubler de vigilance dans la conduite de leur organisation. Dans les faits, les incitations en question ont même contribué à créer un horizon extrêmement court, à rebours des

³ À partir des années 1970, la théorie de l'agence a étudié les relations entre un principal (mandataire) et un agent (le mandant) et a montré que même si le mandant avait une information supérieure au principal, il était possible de faire agir le mandant dans l'intérêt du principal en lui donnant une récompense indexée sur les revenus du mandataire ; voir par exemple l'article fondateur de Michael Jensen et William Meckling, « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure », paru en 1976 dans le *Journal of Financial Economics* (p. 305–360).

objectifs poursuivis : personne ne cherchait à assumer les conséquences de ses actes, et chacun encaissait ses gains. Jusqu'à la crise...

Trois mots-clés expliquent la violence de la crise de 2008 et ont structuré les changements réglementaires que les autorités ont apportés pour réduire la force des crises futures. Le premier est *la fragilité des agents financiers*. Au cours de la crise, des banques séculaires se sont effondrées en quelques heures, sans qu'aucun mécanisme de marché ne vienne tempérer les conséquences néfastes pour les autres acteurs. Les banques et les autres intermédiaires financiers systémiques ont manqué de capital pour éponger les pertes subies lors de spéculations hasardeuses ou lorsqu'elles manquaient de mécanismes de contrôle interne suffisamment forts pour prévenir les dérives. Les banques les plus touchées ont été celles qui étaient les moins capitalisées et possédaient le moins d'actifs liquides, qu'elles auraient pu revendre au plus vite pour faire face au reflux des financements de marché⁴. En l'absence de chef d'orchestre, les marchés ont connu un problème de tempo. La discipline du marché n'a pas fonctionné préalablement à la crise en récompensant les comportements prudents, mais a plutôt facilité la prise de risque. À l'inverse, une fois les dynamiques de crise enclenchées, quand la liquidité des marchés s'est évaporée, la discipline de marché a été extrêmement violente, faisant disparaître les marchés du financement de l'économie et conduisant de nombreuses banques au bord du défaut.

Le deuxième mot-clé est *la contagion*, causée par l'interconnexion des intermédiaires financiers et des différents compartiments des marchés. La crise a été puissante car un petit nombre d'acteurs se sont révélés extrêmement connectés entre eux, alors même qu'ils jouaient un rôle crucial dans le financement de l'économie, que ce soit par la fourniture de prêts bancaires aux entreprises ou aux ménages ou par la mise sur le marché d'obligations d'entreprises ou d'instruments de financements de court terme comme les effets de commerce (*commercial papers*). Ces acteurs systémiques avaient également un rôle clé sur le marché des produits dérivés, qui avait connu un grand boom dans les années 2000⁵. Ces produits dérivés sont potentiellement très toxiques en termes de solvabilité des banques. En effet, comme tout contrat d'assurance, leur bonne gestion repose sur

⁴ Voir à ce sujet l'article d'Acharya et Steffen « The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks » publié dans le numéro 2 du volume 215 du *Journal of Financial Economics* en 2015 (p. 215-236).

⁵ Les produits dérivés sont en fait des contrats d'assurance contre le risque financier (par exemple le risque de change, de crédit ou de taux d'intérêt) qui sont vendus par un intermédiaire financier pour protéger leurs contreparties des variations du risque financier.

l'indépendance des probabilités de défaut. Or la crise a révélé que ces produits pouvaient coûter extrêmement cher à l'intermédiaire qui les avait vendus alors même qu'un défaut sur ces contrats pouvait avoir des conséquences néfastes sur d'autres intermédiaires. Ainsi, en septembre 2008, les autorités ont eu le choix entre assumer les centaines de milliards de pertes de l'assureur américain AIG (très actif sur le marché des assurances contre les pertes sur les produits dérivés *subprime*) ou laisser l'assureur faire défaut avec le risque d'entraîner le défaut de plusieurs banques systémiques, américaines ou européennes.

Le troisième mot-clé est *l'opacité des transactions*. L'opacité existait à la fois entre intermédiaires – personne n'avait de vision d'ensemble des expositions de chacun aux pertes. Ainsi personne ne s'était rendu compte que la plupart des assurances contre le défaut des produits dérivés de prêts immobiliers *subprimes* (les *Mortgage Backed Securities* ou MBS) étaient en fait vendues par l'assureur AIG. Mais l'opacité existait aussi au sein de chaque banque et a été extrêmement coûteuse au moment où le marché s'est effondré car personne, à l'intérieur des plus grosses banques, ne savait à quoi la banque était exposée. Comme l'a raconté Grégory Zuckerman dans son livre *The Greatest Trade Ever*⁶, l'opacité était telle que, sur le marché de New York, une banque allemande comme Deutsche Bank active à New York dans la structuration des MBS gardait une partie significative de ces MBS au bilan étant donné la faible liquidité de ces actifs en 2006-2007. Dans le même temps, et sans coordination ou information avec les autres divisions de la banque ou des dirigeants, un autre département de la banque proposait aux fonds de couvertures (*hedge funds*) des assurances contre le défaut de ces MBS sous la forme de *Credit Default Swaps* (CDS) et certains traders de la banque spéculaient à la baisse sur ces MBS ! La banque était sûre de perdre sur les deux tableaux en cas de retournement de marché : si le défaut des MBS augmentait, elle subirait des pertes sur ses MBS tandis qu'elle devrait faire face aux échéances causées par le déclenchement des clauses d'assurance des CDS. Beaucoup de banques étaient ainsi impliquées des deux côtés du marché, encaissant les commissions de structuration des produits dérivés quand les marchés montaient en se souciant peu de la possibilité d'un retournement de marché.

Les coûts de la récession de 2008-2009 ont été gigantesques, conduisant à réhabiliter les politiques de relance keynésienne tout en modifiant radicalement la manière dont la

⁶ Gregory Zuckerman, *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*, New York, Broadway books, 2009.

politique monétaire est conduite, puisque, au mandat de stabilité des prix, toutes les banques centrales ont maintenant ajouté un mandat de préservation de la stabilité financière. La cause de cette crise macro-économique avait été l'interconnexion étroite d'intermédiaires peu résilients échangeant entre eux par transactions de gré à gré. L'intervention des autorités publiques a donc consisté à tenter de rendre les banques plus résilientes et plus liquides, de surveiller les interconnexions des agents et des marchés, et de réduire l'opacité.

Le diagnostic posé était que le système financier manquait singulièrement de gouvernance. D'une gouvernance des marchés financiers, mais aussi d'une gouvernance appropriée des banques. Il fallait donc renforcer la gouvernance du système et des intermédiaires. Les autorités s'y sont attelées à la fois en renforçant la résilience des banques et en essayant de créer une « écologie » des échanges passant par un rôle plus prononcé assignée aux chambres de compensation, ces intermédiaires assurant l'exécution des contrats en limitant le risque de contagion.

Nous détaillons les principales réformes engagées dans la prochaine partie en présentant pour chacune d'elles une sorte de bilan équilibré mettant en exergue d'un côté les avancées qu'elles constituent, de l'autre les carences. Dans la seconde partie de ce rapport, nous questionnons la philosophie même des réglementations prudentielles post-crise. Nous pointons le fait qu'elles n'ont pas suffisamment rompu avec les conceptions de la finance qui prévalaient avant la crise. C'est particulièrement vrai sur trois aspects cruciaux :

- le régulateur n'a pas infléchi la course à la complexité qui, pourtant, est une source d'inefficacité dans la réglementation et la supervision, ainsi qu'un inquiétant facteur de capture⁷ ;
- les réformes prudentielles manquent d'ambition dans l'inflexion macroprudentielle et la gestion des risques globaux (atténuation du cycle financier et maîtrise des risques portés par les banques systémiques) ;
- les autorités publiques continuent à voir dans le développement de la finance une source de croissance, ce qui a pour conséquence que nos économies souffrent toujours d'un

⁷ La capture désigne les processus par lesquels l'industrie régulée influence les autorités en charge de sa réglementation et de sa supervision dans un sens favorisant ses propres intérêts au détriment de l'intérêt général.

excès de dette privée, qui est à la fois une source d'instabilité financière et un facteur pesant sur la croissance.

1. PANORAMA DES RÉGLEMENTATIONS BANCAIRES POST-CRISE

Dès 2010, une série de réformes prudentielles ont été engagées concernant le ratio de capitalisation des banques, les ratios de liquidité et des surcharges en capital pour les banques internationales considérées comme systémiques. Cet ensemble de mesures est connu sous le nom de Bâle III. D'autres initiatives ont été prises visant également à promouvoir la stabilité financière. Sans souci d'exhaustivité, il s'agit de nouveaux dispositifs de résolution bancaire, notamment les instruments de renflouement interne (*bail-in*), de l'amorçage d'une politique prudentielle prenant davantage en compte la stabilisation du système financier global (macroprudentiel) et ne se cantonnant plus à assurer la robustesse des institutions financières individuelles (microprudentiel), et du basculement de nombre de transactions financières jusque-là nouées de gré à gré vers des chambres de compensation.

1.1. LE CAPITAL RÉGLEMENTAIRE

Un objectif essentiel de la réglementation des fonds propres est de renforcer la capacité d'absorption des pertes et de garantir la pérennité des établissements. La crise financière et bancaire a montré que les contraintes réglementaires en capital des banques étaient très insuffisantes puisque nombre d'États ont dû recapitaliser leurs banques, les nationaliser et/ou garantir les créances interbancaires au plus fort de la crise. La réforme du ratio de capital des banques était donc un chantier absolument prioritaire.

Le passage de Bâle II à Bâle III a relevé le niveau de capital requis, en renforçant qualitativement la définition des fonds propres, c'est-à-dire en se centrant sur les actions ordinaires (numérateur du ratio), en augmentant les pondérations applicables au *trading book* (dénominateur du ratio) – mais on parlait d'une sous-évaluation massive des risques –, en prenant en compte de nouveaux risques, comme par exemple le risque de contrepartie sur les opérations sur dérivés de gré à gré, en introduisant une composante contracyclique, en ajoutant un ratio de levier sans pondération en complément du ratio pondéré par les risques. Tout cela constitue une avancée indéniable. Pour autant, le

dispositif n'a pas rompu avec la logique prévalant pour le calcul du dénominateur du ratio avec l'usage par les plus grandes banques de leurs modèles internes. Il y a toujours clairement une distorsion de traitement prudentiel entre les plus grand acteurs – également les plus engagés dans des activités de marché – et les plus petits acteurs, même si la finalisation de Bâle III, fin 2017, tente de réduire un peu les possibilités de manipulation du dénominateur du ratio de capitalisation réglementaire par les plus grandes banques. Les niveaux de capitalisation actuels des plus grandes banques restent, pour nombre d'entre elles, très inférieurs au niveau des pertes qu'elles ont enregistrées lors de la crise de 2008. En d'autres termes, si une crise de même ampleur se produisait aujourd'hui, elles devraient de nouveau être renflouées alors même que le niveau d'endettement public, du fait de la gestion des conséquences de la crise précédente, est bien plus élevé qu'en 2007-08.

Soyons un peu plus précis. Les exigences minimales en fonds propres se décomposent en trois éléments.

- Le numérateur : la mesure des fonds propres.
- Le dénominateur : les actifs pondérés par les risques en regard desquels des fonds propres sont constitués pour absorber les pertes.
- Le seuil du ratio.

Le comité de Bâle a renforcé chacun de ces trois éléments. Les nouveaux seuils réglementaires sont équivalents au moins à un triplement des exigences entre Bâle II et Bâle III en raison des redéfinitions du numérateur et du dénominateur. Il s'agit indiscutablement d'une amélioration. Pour autant, ces chiffres ne doivent pas faire illusion car on partait d'une situation de sous-capitalisation massive.

Avant la crise, de nombreuses banques ne respectaient pas un ratio de capital sur actif pondéré par les risques de 8 % si l'on donne au terme de capital le sens de « vrai » capital, c'est-à-dire essentiellement des fonds propres de base ou actions ordinaires. La définition du capital avait été largement galvaudée par l'intégration de titres hybrides et diverses possibilités dites d'ajustements réglementaires. De ce fait, la majorité des banques avaient un ratio de capital « dur » sur actif pondéré de l'ordre de 2 % et cela pouvait même être inférieur en mobilisant les ajustements réglementaires. Sous cet angle, un triplement des exigences en capital relativise l'effort consenti par l'industrie bancaire.

Dans la phase initiale de la crise, la majorité des pertes ont été liées au portefeuille de négoce (*trading book*). Les règles de capitalisation qui s'y appliquaient ne capturaient pas tous les risques, et toutes les expositions liées aux activités de négoce, aux opérations de titrisation complexes et aux expositions sur les véhicules hors-bilan étaient réglementairement très sous capitalisées. La crise a fait apparaître de forts écarts entre les taux de pertes subis sur certaines classes d'actifs et les pondérations qui leur étaient affectées dans le calcul des exigences en capital. Le comité de Bâle, dès 2009, a donc renforcé et révisé les exigences de telle sorte que le cadre révisé appliqué au *trading book* exige en moyenne des banques qu'elles détiennent entre trois et quatre fois plus de capital que ce n'était le cas antérieurement sur les expositions du portefeuille de négoce. Cependant, compte tenu du niveau dramatiquement sous-capitalisé de ce type d'activité sous Bâle II, de la structure de bilan des plus grandes banques systémiques déformée au profit du *trading* et de leur exposition massive aux marchés dérivés, le réajustement des pondérations sur ce type d'activité reste très insuffisant. Pour autant, il convient de reconnaître une innovation importante de Bâle III *stricto sensu*, qui concerne le renforcement des exigences relatives aux risques de contreparties liés notamment aux activités sur dérivés. L'objectif est de mieux couvrir en capital ces expositions et d'accroître les incitations à passer de contrats dérivés de gré à gré à des marchés régulés avec contreparties centrales. Les pertes en valeur de marché découlant d'une hausse de la probabilité de défaut de la contrepartie, ignorées par Bâle II et massives durant la crise, sont désormais intégrées dans le cadre de Bâle III. C'est ce que l'on appelle les « *Credit Valuation Adjustments* ».

Une évaluation objective du ratio de capitalisation implique de reconnaître ces avancées. Néanmoins, cela n'interdit pas de souligner les faiblesses et défauts de conception qui demeurent, en particulier les possibilités de manipulation de l'actif pondéré par les risques par les plus grandes banques. Conscients de cette faille et de la distorsion de concurrence ainsi créée entre les petites et les grandes banques, les régulateurs ont tenté de les combler lors du processus dit de finalisation de Bâle III, en décembre 2017. Sans entrer dans des détails trop techniques, les superviseurs se sont mis d'accord pour renforcer les méthodes standard et davantage encadrer et restreindre l'usage des modèles internes pour le calcul de l'actif pondéré par les risques. L'objectif est de réduire les opportunités de manipulation du dénominateur du ratio. Il a ainsi été décidé de définir un niveau plancher – *floor* – en dessous duquel les actifs pondérés par les risques ne peuvent pas descendre

quand ils sont calculés à partir des modèles internes. Plus précisément, les actifs pondérés par les risques (APR) calculés par les banques sur la base de leurs modèles internes ne peuvent pas, au total, être inférieur à 72,5 % des APR calculés à l'aide des approches standard. Dit autrement, l'avantage qu'une banque peut tirer de l'utilisation de ses propres modèles est limité à 27,5 %.

Il est à noter que le lobby bancaire français s'est opposé avec vigueur à cette volonté de limiter l'écart maximal entre l'évaluation interne d'une banque et l'évaluation par la méthode standard, règle appliquée à tous. Les banques systémiques ont un intérêt bien compris à préserver la complexité et l'opacité de calcul de leur APR. Nous y reviendrons.

Le seuil (niveau minimal des fonds propres constitués d'actions ordinaires) sera, en outre, relevé de 2 % à 7 %.

Plus précisément, le Tier 1 action ordinaire⁸ passe de 2 % à 4,5 % des actifs pondérés par les risques plus un volant de fonds propres dit « de conservation » de 2,5 % d'ici 2018. Il s'agit d'un capital de précaution : si, dans une période de difficulté financière, le niveau de capitalisation de la banque est rogné et que la banque puise dans le volant de conservation, elle sera soumise à des restrictions en termes de distribution de dividendes et de bonus qui seront d'autant plus contraignantes qu'elle se rapprochera du minimum requis de 4,5 %. On a donc : Common equity tier 1 minimum (4,5 %) + capital de précaution (2,5 %) = 7 %. Si l'on ajoute les contraintes additionnelles portant notamment sur le capital Tier 2, on arrive à un capital total (Tier 1 + Tier 2) qui doit être d'au moins 8 % des actifs pondérés par les risques plus 2,5 % de coussin de conservation. Cela signifie que le seuil plancher devient donc : 8 % + 2,5 % = 10,5 % (voir tableau récapitulatif ci-après).

Deux autres éléments viennent ajuster le ratio microprudentiel, l'un au cycle financier (coussin dit « contracyclique »), l'autre aux banques systémiques (surcharge systémique), introduisant ce faisant dans Bâle III une dimension macroprudentielle.

Le coussin de capital « contracyclique », variant de 0 % à 2,5 %, s'ajoute au capital réglementaire. Ce volant contracyclique est imposé aux banques quand, selon l'évaluation des autorités prudentielles locales, une bulle de crédit est jugée porteuse d'un risque systémique. Ce volant contracyclique s'ajoute donc au volant de conservation dans les périodes de croissance excessive du crédit. À l'inverse, ce volant peut être supprimé dans

⁸ Tier 1 est la partie stable des fonds propres des banques. Le Tier 1 inclut les actions ordinaires (le capital social), les réserves non affectées, les certificats d'investissement, et les intérêts minoritaires.

les périodes basses du cycle financier. Cette contrainte additionnelle reste à la discrétion des autorités de régulation nationales.

Le coussin pour le risque systémique ou surcharge systémique ne concerne que les plus grandes banques systémiques internationales (*Global Systemically Important Bank, G-SIB*). La méthodologie applicable aux banques systémiques mondiales a été élaborée conjointement par le Financial Stability Board et le Comité de Bâle, adoptée lors du G20 de Cannes en 2011 et ajustée en 2013. Il s'agit d'évaluer le degré de systémicité des banques. Chaque G-SIB se voit attribuer un score sur la base d'un ensemble d'indicateurs quantitatifs, et aux différents scores sont associées des exigences additionnelles en fonds propres durs : plus le score est élevé plus le montant de fonds propres exigé en pourcentage de l'APR est fort. Il existe cinq tranches allant de 1 % de surcharge à 3,5 %. La dernière tranche est volontairement vide. L'idée est de dissuader les banques d'accroître leur caractère systémique en renforçant la stigmatisation liée au fait d'être seule dans cette dernière tranche. Il est ainsi prévu que si une banque passe dans cette tranche supérieure, une nouvelle tranche à 4 % sera créée mais avec alors un surcroît de capital de 1 % et non juste de 0,5 %.

Les scores sont basés sur l'identification et la quantification des facteurs qui conditionnent l'importance systémique des intermédiaires financiers à savoir :

- leur taille,
- leur degré d'interconnexion avec d'autres institutions financières,
- le degré de substituabilité des services qu'elles fournissent,
- leur degré d'internationalisation *via* leurs activités transfrontières,
- leur complexité, ce qui recouvre plusieurs dimensions notamment la complexité de la structure du groupe et la complexité des opérations réalisées (comme, par exemple, des dérivés négociés sur les marchés de gré à gré avec beaucoup d'actifs valorisés *marked-to-model*). Plus une banque est complexe, plus sa résolution est elle-même complexe et coûteuse.

Comme les travaux académiques montrent que plus les banques sont grosses et systémiques, plus elles manipulent leur APR, il serait sans doute judicieux que les coussins

additionnels pour les G-SIB soient calculés en fonction de l'actif non pondéré par les risques, c'est-à-dire dans une logique de levier⁹.

Tableau synthétique sur les exigences de fonds propres d'ici 2019

En pourcentage des actifs pondérés par les risques	Core Tier 1	Tier 1 supplémentaires	Tier 2	Total fonds propres
Minimum	4,5	1,5	2	8
Coussin de conservation	2,5	–	–	2,5
Total minimum	7	1,5	2	10,5
Coussin contracyclique	–	0 à 2,5	–	0 à 2,5
Surcharge systémique	–	0 à 3,5	–	0 à 3,5
Total global	7	1,5 à 7,5	2	10,5 à 16,5

1.2. LE LEVIER

En complément du ratio de solvabilité, un ratio de levier, rapportant les fonds propres à un dénominateur constitué du total de bilan et d'éléments de hors-bilan, est intégré au pilier 1 à compter du 1^{er} janvier 2018. Ce ratio de levier agit sur la structure du passif et vise à limiter un financement excessif par la dette. Ce ratio de levier minimum est fixé à 3 % : les actifs + hors-bilan des banques ne doivent pas dépasser 33 fois leur capital Tier 1. Par comparaison, le régulateur canadien avant-crise imposait un ratio de 5 % à ses banques,

⁹ Voir le rapport de J. Couppey-Soubeyran & S. Dehmej pour le Parlement européen (Direction générale des politiques internes & Unité d'assistance à la gouvernance économique) publié en mai 2017 : « Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro », http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU%282017%29602073

soit une limite des actifs plus certains postes du hors-bilan fixée à 20 fois le capital. Les banques canadiennes ont été parmi les moins touchées par la crise financière....

La principale justification théorique du ratio de levier réside dans les lacunes du ratio pondéré par les risques, qui ne permet pas d'écarter une sous-évaluation de certains risques au sein du dénominateur. L'avantage informationnel dont les banques disposent sur le régulateur peut les inciter à sous-estimer leurs risques réglementaires afin d'économiser des fonds propres. Le ratio de levier est donc un instrument pour limiter les prises de risque excessives et contrecarrer les incitations perverses générées par la responsabilité limitée des actionnaires. En effet, plus le montant exigé de capitaux propres est élevé, plus les actionnaires sont susceptibles d'assumer des pertes importantes et plus l'incitation à la prise de risque se réduit. C'est un instrument qui a donc pour objectif de pallier les imperfections de mesure du risque. Des travaux récents ont d'ailleurs montré que ce ratio est un meilleur prédicteur des pertes bancaires qu'un ratio de capital sur actifs pondérés par les risques¹⁰.

Un ratio de levier simple présente l'avantage d'être facile à mesurer, publiquement vérifiable et difficile à manipuler. Il agit indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibrage et réduit donc le risque de capture¹¹ du régulateur et d'arbitrage de régulation.

Par ailleurs, puisqu'il ne fait pas intervenir des pondérations de risques qui tendent à varier avec le cycle (le risque est perçu comme plus faible en phase ascendante, et plus élevé en phase descendante), le ratio de levier est un peu plus mordant qu'un ratio pondéré en période d'euphorie financière. Il n'en demeure pas moins que si l'actif de la banque est, pour une part substantielle, constitué d'actifs négociables, alors ceux-ci voient leur valeur de marché enregistrée au bilan augmenter en période d'euphorie financière. Il s'ensuit une augmentation mécanique du ratio de capital qui rend la contrainte réglementaire moins mordante. La seule manière de contraindre les banques à lever plus de capital ou à limiter la croissance de leur bilan en période d'euphorie est d'adjoindre à l'exigence de fonds propres un coussin contracyclique dans une perspective macroprudentielle.

¹⁰ Blundell Wignall et Atkinson, 2010, « Thinking beyond Basel III: necessary solutions for capital and liquidity », *OECD Journal: Financial Market Trends*.

¹¹ Le concept de capture désigne les différents canaux par lesquels l'industrie – ici les banques et plus généralement la finance – influence le régulateur et les décideurs publics dans un sens favorisant leur intérêt sous-entendu au détriment de l'intérêt général.

Il peut y avoir un écart considérable entre des mesures de levier simple et les mesures de capital pondéré. Ainsi, le montant des actifs totaux (non pondérés par le risque) a progressé beaucoup plus vite que les actifs pondérés. La valeur des actifs des dix plus grandes banques mondiales a doublé dans les cinq années qui ont précédé la crise pour atteindre près de 15 000 milliards de dollars, tandis que le montant de leurs actifs pondérés a crû bien plus modérément atteignant un montant trois fois moindre (Global Financial Stability Report, avril 2008). Cela s'explique par des contournements et arbitrages de réglementation : en particulier, la titrisation a permis de transformer des crédits en actifs considérés comme peu risqués et supportant donc des charges en capital plus faibles. Ce faisant, le ratio core Tier 1 sur actifs totaux s'est fortement dégradé dans la période pré-crise.

À titre d'illustration, UBS et Crédit Suisse, qui étaient les deux plus grandes banques suisses parmi les mieux capitalisées des grandes banques internationales selon Bâle II, étaient parmi les moins capitalisées selon un critère de levier simple (total des actifs sur capital Tier 1). UBS, fin 2007, atteignait un levier (actifs rapportés aux fonds propres) de 53, c'est-à-dire bien plus élevé que Lehman Brothers au moment de sa faillite (levier de 30,7, de l'ordre de la limite imposée par Bâle III). De la même manière, Northern Rock, considérée comme très bien capitalisée selon Bâle II et qui avait obtenu fin juin 2007 une dérogation pour utiliser les approches les plus avancées pour la gestion de son risque de crédit et le calcul de son capital réglementaire, affichait au même moment un levier de 58,2.

En 2017, près de la moitié des banques globales systémiques au niveau mondial avaient un ratio de levier inférieur à 5,5 %, ce qui signifie concrètement qu'une baisse de l'ordre de 5,5 % – parfois bien moins – de la valeur de leurs actifs suffirait à épuiser leur capital et donc à les rendre insolubles. Au regard de leurs engagements dans les activités de marché et sur les marchés dérivés, un tel scénario serait, il est vrai, un choc exceptionnel mais pas du tout inimaginable. Lors de la crise financière de 2007-2008, les établissements les plus touchés ont accumulé des pertes allant jusqu'à 10 % de leur bilan... Alors, certes, les banques sont mieux capitalisées mais elles sont encore loin d'être immunisées contre une crise systémique.

1.3. LES RATIOS DE LIQUIDITÉ

Bâle III contrairement à Bâle II ne se cantonne pas au ratio de solvabilité. Il traite aussi de la réglementation de la liquidité. C'est une véritable avancée, mais dont l'ambition est entravée par les résistances de l'industrie bancaire qui a largement réussi à neutraliser les velléités des régulateurs à contraindre fortement les banques dans la gestion de leur liquidité.

La réglementation de la liquidité des banques est aussi importante que la réglementation de leur capital. Des années 1990 à la crise de 2007-2008, les banques ont à la fois réduit le montant des actifs liquides qu'elles détenaient à l'actif et accru la part de leur financement de marché à court, voire à très court terme.

La crise a commencé en août 2007 par une crise de liquidité sur les marchés interbancaires. Ce renversement des conditions de marché a illustré comment la liquidité peut rapidement « s'évaporer » et comment l'illiquidité peut s'installer pour une longue période de temps alors même que les banques centrales inondent les marchés de liquidité. La crise de liquidité n'est pas un manque de liquidité mais une crise de la circulation de celle-ci quand l'incertitude est très forte : les banques ne veulent plus se prêter mutuellement ou elles ne le font que dans des conditions très défavorables (taux élevés et rationnements quantitatifs). La crise financière a illustré, dès 2007, que les banques spontanément ne s'auto-assurent pas contre les crises de liquidité. Elles détiennent trop peu de titres liquides à l'actif et elles sont trop dépendantes de financements de marché à très court terme et donc très réversibles. Cette déformation de la structure de financement des banques les fragilise fortement. Et ce sont les banques les plus grosses qui, de ce point de vue, sont les plus exposées. Bénéficiant *de facto* de la garantie publique, elles se financent moins cher à très court terme sur les marchés de gros de la liquidité que leurs concurrentes plus petites. Cette « subvention implicite » les incite à adopter une structure de financement caractérisée par un fort déséquilibre de maturités (*maturity mismatch*). Elles sont donc plus vulnérables à un retournement des conditions de marché. Cette évolution a fortement augmenté le risque de transformation qui y est associé et celui-ci était très sous-estimé dans la période pré-crise.

Les banques sont des intermédiaires financiers structurellement vulnérables au risque de liquidité, c'est-à-dire au risque de ne pouvoir maintenir ou générer des ressources en cash suffisantes pour faire face à leurs obligations contractuelles de paiements ou de n'y parvenir qu'à des conditions très défavorables. Cette vulnérabilité au risque de liquidité est

conditionnée par la structure de bilan des banques : elles ont un passif (essentiellement de la dette) à court, voire très court terme, et un actif beaucoup moins liquide (notamment les prêts). Ce faisant, si les créanciers des banques demandent massivement la conversion de leurs créances en cash et/ou leur transfert vers une autre banque ou s'ils ne renouvellent pas la dette à court terme des banques, celles-ci peuvent se trouver en situation d'illiquidité alors même qu'elles sont solvables. Cette vulnérabilité au risque de liquidité est une menace pour le système financier global, car le risque de liquidité est un risque intrinsèquement systémique du fait des spirales d'illiquidité. Celles-ci désignent les processus par lesquels le tarissement de la liquidité de marché et de la liquidité de financement s'auto-alimentent et s'amplifient mutuellement.

Toute la difficulté, pour le régulateur, tient en effet à ce que la liquidité d'un intermédiaire financier dépend des deux côtés de son bilan. Du côté de l'actif, la liquidité dépend de la possibilité de revendre des titres sans trop de décote quand on en a besoin (liquidité de marché). Du côté du passif, la liquidité dépend de la possibilité de lever rapidement des fonds dans de bonnes conditions (liquidité de financement). Or ces deux formes de liquidité sont interdépendantes. La robustesse des financements, c'est-à-dire la capacité à résister à une période de stress, dépend à la fois de la composition des financements (passif) et de la liquidité, maturité et type d'actifs à financer (actif), c'est-à-dire des deux côtés du bilan. Dans la finance contemporaine, les deux formes de liquidité sont excessivement interdépendantes. Cela s'explique par la prévalence des prêts sur titres dans les financements sur les marchés de gros de la liquidité.

Essayons d'explicitier les ressorts de cette interdépendance entre les deux formes de liquidité. Le *trading* exige du capital. Quand un trader (dealer, *hedge funds* ou banque d'investissement) achète un titre, il peut l'utiliser comme collatéral et emprunter sur cette base, mais il ne peut pas emprunter la valeur totale du collatéral. La différence entre le prix du titre et la valeur du collatéral, à savoir la marge, doit être financée sur le capital du trader. Cela crée une interdépendance entre liquidité de financement (passif) et liquidité de marché (actif). Quand la liquidité de financement est resserrée, les traders deviennent réticents à prendre des positions en particulier consommatrices de capital avec de fortes marges. Cela réduit la liquidité de marché et conduit à un accroissement de la volatilité. Symétriquement, un resserrement de la liquidité de marché augmente les risques de financement du *trading* et donc accroît les marges.

Bref, il est difficile de construire une bonne mesure de la liquidité d'un intermédiaire financier, car la liquidité dépend des deux côtés du bilan.

La défaillance de la réglementation en matière de liquidité ayant été identifiée, deux ratios de liquidité ont été introduits par Bâle III. Il s'agit, avec le ratio de levier, de l'innovation la plus importante de ce nouveau cadre prudentiel.

Les nouvelles normes bâloises associent un ratio de liquidité à court terme et un ratio de liquidité à plus long terme.

Ces ratios répondent à deux objectifs distincts.

- Le *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* a pour objectif de renforcer la résilience des banques à une crise de liquidité sur un horizon d'un mois par la mobilisation d'actifs de bonne qualité, c'est-à-dire restant liquides sur les marchés même en cas de stress et idéalement éligibles à la banque centrale. En d'autres termes, il s'agit d'imposer aux établissements de disposer d'actifs liquides suffisants pour assurer leurs engagements, c'est-à-dire leurs sorties de trésorerie sur un mois dans l'hypothèse d'une crise sur les marchés monétaires. Le LCR a un double objectif : prévenir les chocs de liquidité sur un horizon de court terme et obliger les établissements à s'auto-assurer contre les situations de pénurie de liquidité, afin de limiter le recours exclusif au refinancement auprès de la banque centrale, lequel ne doit en aucune manière être considéré comme une garantie d'accès permanente.

Le LCR se présente comme le rapport entre un stock d'actifs liquides de haute qualité et les sorties nettes prévisionnelles de trésorerie à un mois dans une situation de crise de liquidité globale (c'est-à-dire portant à la fois sur le nom de l'établissement et sur le système du refinancement de marché).

$$\frac{\text{Stock d'actifs liquides de haute qualité}}{\text{Sorties nettes prévisionnelles de trésorerie à un mois}} > 100 \%$$

Il s'agit d'un ratio d'encadrement du risque d'illiquidité à court terme très « classique ».

En dépit des vertus d'auto-assurance du LCR contre les crises de liquidité, le lobby des banques n'a eu de cesse de réclamer un allègement de la contrainte de liquidité. Le Comité de Bâle a répondu à ces pressions par un assouplissement du ratio en publiant, en janvier 2013, la version révisée des textes relatifs au LCR ratio. Cet assouplissement permet, d'une part, d'augmenter le numérateur *via* un élargissement des actifs considérés comme liquides et donc éligibles et par le jeu des décotes qui leur sont appliquées et, d'autre part, de diminuer le dénominateur du LCR, c'est-à-dire les sorties nettes prévisionnelles de trésorerie en réduisant le taux de sortie de certaines opérations bancaires.

- Le *Net Stable Funding Ratio (NSFR)* répond au second objectif qui est de promouvoir la résilience des banques sur un horizon plus long (un an) en créant des incitations pour qu'elles financent leurs activités sur la base de financement plus stables. Il s'agit ici de se prémunir contre un risque de transformation excessif tel qu'illustré par la faillite de Northern Rock. Il doit permettre d'éviter que des banques disposant de liquidités abondantes en période de boom ne fassent une confiance excessive aux possibilités de refinancement à court terme. Il vise à favoriser une meilleure évaluation du risque de liquidité sur l'ensemble des éléments au bilan et hors-bilan. Il calcule un besoin en refinancement stable (c'est-à-dire avec une maturité au-delà d'un an) en fonction de la nature des actifs et engagements de hors-bilan à refinancer et le compare au stock réel de refinancement stable. Plus précisément, la quantité de financement stable exigée est calculée comme la somme de la valeur des actifs détenus et financés par l'institution multipliée par un facteur spécifique de financement stable (*RSF Factor* pour *Required Stable Funding Factor*) exigé et assigné à chaque type d'actif particulier. Le coefficient (RSF) appliqué aux valeurs de chaque actif est la quantité de celui-ci que le superviseur considère comme devant être soutenu par un financement stable. Les actifs qui sont plus liquides et plus rapidement disponibles et mobilisables comme une source de liquidité en période de stress sont ceux à qui l'on associe les plus faibles coefficients RSF, c'est-à-dire qui exigent moins de financements stables, alors que les actifs considérés comme moins liquides en période de stress exigent davantage de financement stable. Le NSFR se présente sous la forme suivante :

Ressources de financements stables disponibles

----- > 100 %

Ressources de financement stables nécessaires

- Sous la pression du lobby bancaire, le NSFR a également fait l'objet d'une « opération rabotage » dans les propositions publiées par le Comité de Bâle en octobre 2014. Bien que ce document ait eu le mérite de fixer une date d'introduction du standard (en janvier 2018), il entérine un assouplissement net des contraintes. Ainsi, plus de ressources ont obtenu de pouvoir figurer parmi les ressources stables, gonflant ainsi le numérateur du ratio, tandis que la liquidité d'un grand nombre d'actifs a été revue à la hausse réduisant ainsi le dénominateur. Ces concessions ont été obtenues par un lobbying intense des banques auprès du Comité de Bâle et d'une communication auprès des médias et des parlementaires visant à contester le bien-fondé de ce ratio qui allait les empêcher de pratiquer la transformation des ressources nécessaire à l'activité de crédit¹². En France, par exemple, en 2011 devant la Commission des affaires économiques de l'Assemblée Nationale, la Fédération bancaire française avait ainsi jugé le ratio NSFR « extraordinairement rédhibitoire pour l'activité de transformation des banques ».

Un autre argument mobilisé par les banques pour contrer les exigences de liquidité a consisté à faire valoir, comme pour d'autres exigences, que plus les banques seraient réglementées, plus elles chercheraient à desserrer cette contrainte en transférant leurs risques dans le *shadow banking*. Selon un effet de vases communicants, les risques que les banques ne pourraient plus prendre seraient pris par d'autres. Bref, le *shadow banking* grossirait à mesure que la réglementation serait renforcée. Pour éviter qu'il en soit ainsi, le lobby bancaire, tout à coup sensible aux risques que cette croissance du *shadow banking* fait peser sur la stabilité financière, proposait... de défaire la réglementation ! Le lobby bancaire est en revanche moins loquace sur les liens qu'entretiennent les banques et les *shadow* banques. La réduction de ces liens, bien plus que le relâchement de la réglementation, constituerait pourtant une piste prometteuse pour freiner l'essor du *shadow banking*.

¹² Le désajustement des maturités est l'une des spécificités des bilans bancaires : l'actif est à plus long terme que le passif, ce qui crée une vulnérabilité au risque de liquidité en cas de contraction du passif (ruée des déposants ou difficulté des banques à renouveler leur dette à court terme).

1.4. LES INSTRUMENTS DE BAIL-IN

Au-delà des accords de Bâle III, la réglementation bancaire s'est enrichie sur le plan des procédures et instruments de redressement et de résolution bancaire.

C'est de la volonté d'éviter à l'avenir que les États (et donc les contribuables) aient les mains liées et qu'ils soient contraints de renflouer les banques que sont nées les propositions de *bail-in* – renflouement interne – par opposition au *bail-out* – renflouement par l'État. Le *bail-in* fait en effet partie de l'arsenal de mesures visant à maîtriser le problème des banques systémiques.

Ce type d'instrument a également été introduit outre-Atlantique dans le cadre du Dodd Frank Act. En Europe, les mécanismes de *bail-in* ont été introduits dans le cadre de l'Union bancaire qui se subdivise en trois volets : le Mécanisme de supervision unique pour les banques systémiques sous les auspices de la BCE, le Mécanisme de résolution unique et l'Assurance-dépôts européenne.

La Directive sur le redressement et la résolution a donc mis en place les instruments du renflouement interne. Ils permettent au régulateur d'imposer des pertes – décotes – ou une conversion en action sur certains engagements éligibles. En clair, les détenteurs d'obligations, déposants non assurés et d'autres créiteurs peuvent avoir à absorber les pertes de la banque. Ce dispositif est conçu comme devant protéger les contribuables d'avoir à renflouer les banques : *bail out* (renflouement externe). Le MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) est le standard européen fondé sur la Directive pour le redressement et la résolution. Il doit s'appliquer à toutes les banques domiciliées dans l'UE (pas seulement les banques globales systémiques)¹³. Nous avons, en avril 2016, dans une note de Terra Nova, explicité la logique sous-jacente à ces instruments de *bail-in* et esquissé une analyse de leur fragilité et manque de crédibilité¹⁴. La Directive européenne de résolution des banques et sa principale novation, le renflouement interne, sont entrées pleinement en vigueur en 2016. Or la contestation de leur crédibilité est allée croissant tout au long de cette même année. L'Italie a été parmi les premiers pays de l'Union européenne à activer cette directive et les instruments de *bail-in* dès novembre

¹³ Le TLAC (Total Loss Absorbing Capacity) est le standard d'instrument de « *bail-in* » promu par le Financial Stability Board (FSB) pour les 30 banques mondiales les plus systémiques (dont 13 groupes bancaires européens).

¹⁴ Laurence Scialom, « Union bancaire inachevée : danger ! », avril 2016, <http://tnova.fr/notes/union-bancaire-inachevee-danger>

2015 pour quatre petites banques¹⁵. Il en est résulté des pertes pour les porteurs d'obligations subordonnées, qui ont ensuite été partiellement indemnisés. Cet épisode très médiatisé a contribué à rendre très impopulaire le renflouement interne en Italie et, surtout, a interrogé sa crédibilité pour les plus grosses banques. Il n'a pas fallu attendre longtemps pour que le caractère opérationnel du *bail-in* appliqué à des banques plus grosses – y compris si elles ne sont systémiques qu'à l'échelle nationale – ne soit testé grandeur nature.

Le cas de Monte Dei Paschi di Siena a constitué l'épreuve du feu quant à la crédibilité des instruments de *bail-in*. Monte dei Paschi di Siena (MPS) est la troisième banque italienne par les dépôts, une banque systémique à l'échelle domestique. Lors du test de résistance dont les résultats ont été publiés à l'été 2016 par l'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority) et la BCE, MPS a très mal passé le test du scénario dégradé en affichant un ratio de fonds propres durs qui serait ramené de 12,07 % à la fin 2015 à - 2,44 % en 2018 – fin de la période de trois ans sur laquelle s'étend le scénario noir de l'EBA. En conséquence, MPS a commencé par essayer de lever 5 milliards d'euros de capitaux privés sur le marché, mais a finalement annoncé, en décembre 2016, que cette tentative avait échoué. Les autorités italiennes ont alors décidé de solliciter l'autorisation de fournir une aide d'État pour procéder à une recapitalisation préventive. Ce n'est que début juin 2017 – au terme de plus d'un an de négociations – que l'Italie et la Commission européenne se sont accordées sur le renflouement de MPS. L'Italie pourra donc mettre en œuvre une « recapitalisation préventive », prévue par l'article 32.4.d de la Directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances, qui permet l'utilisation de fonds publics à la condition que la banque soit rentable à long terme. La directive prévoit ce type de recapitalisation temporaire – conçue comme une aide d'État et non comme une résolution – dans des conditions ne conférant pas un avantage à la banque renflouée et pour un montant normalement limité au déficit en capital détecté par les tests de stress. L'accord avec la Commission européenne s'appuie donc sur une exception dans la réglementation en matière de liquidation des banques européennes qui permet d'injecter des fonds publics dans des banques en difficulté, à condition qu'elles soient viables et que les actionnaires et certains créanciers encaissent quelques pertes. En

¹⁵ Banca Marche, Banca dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Chieti et Cassa di Risparmio di Ferrara, voir l'article de Bruno Parigi « Les régulateurs bancaires nationaux et supranationaux, entre interventions tardives et incohérence temporelle » paru dans la *Revue de la stabilité financière* en 2017, p. 94 à 105.

contrepartie de cette nationalisation temporaire, la Commission exige une restructuration drastique de la banque qui devrait notamment conduire à la suppression de 5 000 emplois. Le sauvetage de MPS s'est élevé en 2017 à 8,1 milliards d'euros *via* une injection de fonds propres de 3,9 milliards de l'État, le reste ayant été apporté par ses actionnaires. S'ajoutent à cela environ 2 milliards d'euros pour compenser les pertes des investisseurs individuels.

Ainsi, l'épargne des 42 000 particuliers détenant des obligations sera garantie. On estimait, fin 2016, que 30 % des obligations bancaires italiennes étaient détenues par des particuliers et, dans le cas de MPS, pas moins de 65 % des dettes subordonnées ont été initialement vendues à des clients particuliers. Et c'est bien là le cœur du dysfonctionnement du *bail-in* dans le cas des banques italiennes. Il n'est pas possible de le faire fonctionner quand les détenteurs des titres mobilisables sont les particuliers, que la puissance publique a pour objectif de protéger. À l'issue de l'opération de recapitalisation préventive, l'État italien, début 2018, est devenu actionnaire à hauteur de 68,2 % du capital de MPS, le reste revenant à des investisseurs institutionnels *via* la conversion des obligations subordonnées – activation ciblée du *bail-in*. Début 2018, la situation de MPS continuait à se dégrader en affichant une perte nette de 3,5 milliards en 2017 contre 3,24 milliards en 2016. Début mars 2018, sa capitalisation boursière est tombée à 3,66 milliards d'euros. Notons que MPS, dont la fragilité avait été détectée lors des derniers tests de stress de l'Autorité bancaire européenne, ne fait pas partie des 48 banques qui seront de nouveau soumises à l'exercice en 2018...

Cet épisode plaide pour une interdiction de la détention directe des titres de dette éligibles au *bail-in* par des investisseurs individuels même s'ils peuvent rester exposés à de telles dettes dans le cadre d'investissement dans des fonds mutuels. Pour autant, même si une telle interdiction devenait effective, elle ne garantirait pas l'efficacité des instruments de *bail-in*. En effet, si ce type de dette est détenu par des investisseurs institutionnels, ceux-ci peuvent alors devenir de puissants vecteurs de contagion, provoquer des prophéties auto-réalisatrices et imposer des pertes massives aux acteurs du système financier. Les gros investisseurs en titres de dette bancaire étant les fonds de pension, assureurs et les gestionnaires d'actifs, ils seront les premiers touchés en cas de panique sur les titres éligibles au *bail-in*. Même si ce sont des acteurs moins vulnérables aux chocs de liquidité de court terme, leur exposition potentiellement massive sur la dette éligible au *bail-in* du secteur bancaire et les ventes en détresse qu'ils pourraient avoir à effectuer en cas

d'activation d'une procédure de renflouement interne sur une ou plusieurs grosses contreparties, peuvent être source de panique. En outre, ces investisseurs institutionnels ont une expertise leur permettant de percevoir les signes avant-coureurs du déclenchement de la procédure de *bail-in*. Dès lors, ils risqueraient de vendre massivement leurs titres et les grandes entreprises de retirer leurs dépôts dès la moindre crainte concernant la solvabilité de la banque émettrice. La propagation de la crise peut donc se produire en amont d'un éventuel renflouement selon les dynamiques bien connues des prophéties auto-réalisatrices. La crainte d'une contagion, quels qu'en soient les ressorts, obère fortement la mise en œuvre du *bail-in* en cas de crise bancaire systémique, c'est-à-dire impliquant une très grosse banque ou plusieurs banques simultanément, comme ce fut le cas en septembre-octobre 2008. L'évaluation des risques qu'une telle dynamique déstabilisante s'enclenche ainsi que l'appréciation du partage des pertes nécessitent que la BCE dans le Mécanisme de supervision unique établisse une base de données très régulièrement actualisée identifiant les détenteurs des dettes éligibles au *bail-in*.

En résumé, le *bail-in* censé renforcer la discipline de marché et protéger les contribuables contre le risque d'avoir à injecter des fonds publics peut se révéler être un facteur d'activation du risque systémique. Ce constat confirme qu'aucune disposition prudentielle – aussi ingénieuse soit-elle – ne peut véritablement se substituer efficacement à l'accroissement du capital des banques systémiques comme facteur de stabilité financière. Aucun élément de passif ne présente une capacité d'absorption des pertes non anticipées comparable au capital.

1.5. LES CHAMBRES DE COMPENSATION, NOUVEAUX ACTEURS SYSTÉMIQUES DE LA FINANCE GLOBALE

La violence de la crise s'explique en partie par la méconnaissance des engagements respectifs des uns et des autres sur le marché des produits dérivés. Pour une banque qui vend ces produits, l'impact peut être particulièrement toxique car ces produits bénéficient d'un fort effet de levier dans la mesure où ils n'entraînent un paiement que lorsque le risque associé au sous-jacent se matérialise. En matière de produits dérivés, pour la plupart des produits d'assurance contre les risques de marchés, il existe un arbitrage entre la standardisation du contrat d'assurance – qui permet de le rendre facilement négociable sur des marchés organisés – et la capacité de l'adapter aux besoins de chacun.

Avant la crise de 2007, la plupart des produits dérivés étaient vendus sur le marché de New York de gré à gré, permettant ainsi d'adapter les contrats à chaque contrepartie. Mais, du même coup, personne n'avait une vision globale de l'exposition de chacun au risque porté par chaque portefeuille de dérivés. Pendant la crise, cette méconnaissance a complètement gelé les marchés : le risque de perte en cas de défaut de la contrepartie était bien trop fort pour prendre le risque de prêter à une banque pour laquelle on ne connaît pas le risque de pertes sur les dérivés. Ce mécanisme d'asymétrie d'information, similaire à celui décrit par George Akerloff en 1970, explique le gel de fonctionnement des marchés à partir de l'hiver 2007 et jusqu'au moment où les risques portés par chacun ont pu être localisés.

L'opacité sur les positions de chacun explique donc la contagion et *in fine* l'amplification de la violence de la crise. Dès septembre 2009, lors du sommet du G20 de Pittsburgh, les autorités ont demandé à ce que tous les contrats de dérivés suffisamment standardisés soient échangés par l'intermédiaire de chambre de compensation. Les autorités se sont en effet rendu compte que la contagion était beaucoup plus faible en 2007 et 2008 sur les marchés européens que sur le marché de New York, notamment parce que les banques européennes échangent leurs contrats par l'intermédiaire de chambres de compensation.

Les chambres de compensation assurent à leurs cocontractants la bonne fin des transactions en devenant l'acheteur de chaque vendeur et le vendeur de chaque acheteur¹⁶. Ainsi, les chambres de compensation interviennent une fois que chaque participant de marché a décidé quel titre financier ou quel contrat il souhaitait acheter à qui. La chambre s'interpose entre l'acheteur et le vendeur, supprimant ainsi le risque que la transaction soit annulée du fait du défaut d'une des contreparties. En forçant la compensation des contrats les plus standardisés – c'est-à-dire en fait des contrats les plus souvent échangés entre participants – les autorités publiques ont réduit fortement le risque de contagion qui avait joué un rôle si important lors de la crise des *subprimes*.

Les chambres de compensation deviennent les garantes de la bonne fin des contrats. Elles ont donc intérêt à surveiller fortement leurs cocontractants et à limiter leurs expositions aux plus risquées. En effet, en cas de défaut, elles se substituent à la contrepartie en défaut.

¹⁶ Voir sur ce point la note Terra Nova de Vincent Bignon « *European do it better*. L'architecture financière de la zone euro dans l'Europe post-Brexit », mai 2018, <http://tnova.fr/notes/quelle-architecture-financiere-pour-l-europe-post-brexit-droit-financier-et-geographie-de-la-monnaie>

Pour limiter l'activisme de certains intermédiaires sur les marchés, les chambres de compensation sont autorisées à demander plus de garanties aux contreparties qu'elles perçoivent comme plus risquées. Concrètement, les appels de marges des contreparties les plus actives ou perçues comme plus risquées peuvent être fortement augmentés par rapport aux autres contreparties. Elles sont déposées par les contreparties auprès de la chambre qui s'en sert pour payer les pertes éventuelles subies du fait du défaut d'une contrepartie.

Les chambres de compensation pourraient aider à réduire le risque total pris par les intermédiaires financiers sur les produits dérivés car elles portent un jugement sur le modèle de risque de leurs contreparties. Les chambres de compensation les plus prudentes incitent à réduire les risques pris quand elles font payer plus cher aux acteurs les plus risqués la compensation de leurs contrats financiers. L'efficacité des chambres à réduire le risque global repose cependant sur le fait qu'elles discriminent effectivement contre les contreparties les plus risquées, ce qui implique également qu'il est difficile pour les acteurs de faire jouer la concurrence. *A priori*, la multiplication récente du nombre de chambres pourrait être un facteur autorisant une baisse des standards de qualité, ce qui modifierait la répartition des risques mais pas le risque total. Ceci est d'autant plus susceptible d'arriver que les chambres de compensation sont très interchangeables, les coûts pour passer d'une chambre à l'autre étant très faibles. Cependant, il est également possible que la multiplication des chambres – souvent très spécialisées dans un type de contrat – soit liée à la détention d'un savoir et d'une capacité spécifique à juger les risques portés par un type de contrat. Les études empiriques manquent pour juger du degré de substituabilité des chambres de compensation, et donc pour trancher entre ces deux scénarios, qui soulignent cependant l'importance pour les superviseurs de porter une attention particulière aux modèles de gestion des risques des chambres de compensation et à leur gestion du risque de contrepartie.

Le nouveau mandat donné aux chambres de compensation est également porteur de risques nouveaux. La multiplication des chambres porte en germe la difficulté pour chacune des chambres d'avoir une vision globale de l'exposition de leurs contreparties aux différents segments de marché. En effet, chaque chambre n'observe que les contrats passés par une banque avec elle-même, mais elle n'observe pas les contrats compensés par d'autres chambres de compensation. Or les plus grandes banques sont en relation avec plus d'une

centaine de chambres de compensation. Cette nouvelle source d'opacité sur les transactions réalisées par les membres compensateurs crée un risque systémique nouveau : si un membre compensateur – qui a contracté avec différentes chambres pour éviter les surcharges d'appel de marge – vient à faire défaut, il pourra fragiliser simultanément plusieurs chambres de compensation. Cela étant, la solution à ce problème n'est pas de fusionner les chambres de compensation car, en matière de gestion des risques, il n'existe pas de monopole naturel et préserver la diversité des points de vue sur les modèles de gestion du risque est crucial. Il conviendrait plutôt de mettre en place une coordination entre superviseurs des chambres de compensation afin que ce risque soit contrôlé.

Par ailleurs, comme l'a illustré la crise des dettes souveraines de la zone euro, les chambres de compensation peuvent, par leur politique de marge pro-cyclique, augmenter brutalement le risque financier et assécher la liquidité disponible. En effet, les chambres de compensation ne suppriment pas le risque de contrepartie, elles le prennent pour elles-mêmes. Dans les périodes de crise, en cas d'augmentation subite des risques associés à un pays ou à un contrat, les chambres ont intérêt à augmenter fortement les ressources prélevées sur leurs clients afin de faire face à l'augmentation du risque sur ce segment du marché. Ceci est d'autant plus le cas que les chambres sont des intermédiaires peu capitalisés.

Les appels de marge supplémentaires ont des effets systémiques potentiellement importants en cas de stress sur la liquidité. Ils peuvent en effet déclencher des ventes à perte, et donc entretenir les spirales à la baisse des prix. Ce cas d'école s'est déroulé plusieurs fois en 2011 et 2012, notamment sur les segments du marché traitant les actifs italiens ou espagnols. Dans le cas de l'Italie, dans un contexte tendu sur le marché de la dette souveraine, une chambre de compensation basée à Londres a doublé les appels de marges associés à la dette italienne en une journée, contribuant ainsi aux tensions sur les taux d'intérêt italiens.

L'intervention du superviseur est alors la seule solution permettant d'échelonner les augmentations d'appels de marges afin de ne pas mettre en danger la stabilité financière sur le marché financier. La situation de la zone euro appelle sur ce point à une vigilance particulière, dans la mesure où la plupart des chambres de compensation sont localisées à Londres et donc sous supervision britannique, alors même qu'elles compensent des actifs

libellés en euros. Le problème est que le superviseur britannique n'a pas de mandat de préserver la stabilité financière de la zone euro, seulement celui de préserver la stabilité financière du Royaume-Uni¹⁷.

Plus généralement, l'obligation de compensation se heurte à la difficulté supplémentaire d'articuler l'échange des contrats financiers à l'échelle mondiale, en raison de l'interconnexion des marchés, avec la supervision de la finance réalisée à l'échelle locale en l'absence d'une autorité mondiale surveillant l'application de la réglementation et veillant par sa politique de prêt en dernier ressort à la stabilité économique et financière de son pays. Cette tension entre le local et le global est aussi vieille que l'existence de la finance. Avant l'obligation de compensation, les marchés financiers mondiaux étaient constitués de nombreux acteurs, de taille diverse, mais qui formaient un réseau de relations décentralisées relativement résilient car personne ne concentrait les risques. Avec l'obligation de compensation, les échanges de dérivés dans ce réseau de banques et d'intermédiaires financiers se structurent en grande partie autour d'un petit nombre de chambres de compensation de taille mondiale.

Cette réforme a donc renforcé les forces poussant à la centralisation des échanges, mais sans chercher à renforcer la capacité des autorités à avoir une vision globale de l'écosystème formé par les quelques chambres systémiques et sans les doter des outils pour intervenir en cas de stress financier majeur touchant une chambre systémique. Il est à craindre que ces chambres systémiques soient, comme Mervyn King le disait à propos des banques, internationales quand elles vivent et nationales quand elles meurent, mais avec des conséquences majeures pour les non-résidents ayant contracté avec ces chambres. Étant donné les enjeux, il semble difficile de s'en remettre à la seule coordination spontanée des autorités pour régler les problèmes qui naîtraient de la défaillance d'une chambre systémique. Cela conduit à s'interroger sur la nécessité de rendre la finance compensée plus locale, plus proches des autorités dotées des outils d'intervention permettant d'assurer la stabilité financière.

En effet, le risque n'est pas tellement que les chambres de compensation soient renflouées, mais plutôt que leurs créditeurs soient discriminés en fonction de leur pays de résidence.

¹⁷ Voir sur ce point la note Terra Nova de Vincent Bignon « *European do it better*. L'architecture financière de la zone euro dans l'Europe post-Brexit », mai 2018. <http://tnova.fr/notes/quelle-architecture-financiere-pour-l-europe-post-brexit-droit-financier-et-geographie-de-la-monnaie>

Cette discrimination sera probablement mise en œuvre quand les chambres de compensation seront au bord du défaut¹⁸. En effet, en temps normal, le modèle d'affaires d'une chambre de compensation est d'attirer le maximum de contreparties, afin d'offrir la plus grande liquidité, et donc de proposer un modèle d'appel de marges le plus économe possible. Quand la bulle éclate et qu'une partie de ses clients sont proches du défaut, l'attitude de la chambre de compensation a toutes les chances d'être différente car elle joue sa survie si elle réussit par sa politique à éviter le défaut des membres les plus fragiles. L'attitude des superviseurs est alors cruciale car ils ont aussi intérêt à préserver la chambre de compensation à tout prix, surtout si les pertes sont supportées par des membres compensateurs non-résidents. C'est ce qui s'est passé en décembre 1974 lors du défaut de la chambre de compensation parisienne. Les dirigeants de la chambre ont préféré essayer de sauver à tout prix les membres compensateurs proches du défaut au détriment des autres membres¹⁹.

L'émergence de ces nouveaux acteurs de la finance globale devrait très fortement modifier la géographie de la finance mondiale. Il va falloir s'habituer à l'existence d'acteurs très puissants qui pourront avoir un impact majeur sur la stabilité financière alors même que les politiques de lutte contre les crises sont restées locales. Comme le souligne l'ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre Paul Tucker, il est possible que les chambres de compensation soient devenues des concurrentes des banques centrales à la fois par leur capacité à influencer la liquidité des banques mais aussi par leur capacité à influencer la fixation des taux d'intérêt futurs (par l'intermédiaire de la fixation des appels de marge des *swaps* de taux d'intérêt futurs)²⁰. Les banques centrales doivent donc être particulièrement attentives à ces nouveaux acteurs et se demander dans quelle mesure la conduite de leur politique monétaire ne sera pas affectée par l'émergence de ces nouveaux acteurs systémiques.

La situation risque d'être particulièrement critique si l'une de ces institutions systémiques fait face à une cascade de défaut de ses clients. Ce type d'événements – typique des crises financières – pourrait en effet conduire la chambre en question à une situation proche du défaut, et donc à l'activation d'un plan de rétablissement ou de résolution de

¹⁸ Voir sur ce point l'étude de Vincent Bignon et Guillaume Vuillemeys « The failure of a clearinghouse : Empirical evidence », à paraître dans la *Review of Finance*.

¹⁹ Cf. Vincent Bignon et Guillaume Vuillemeys (op. cit.).

²⁰ Voir le discours de Paul Tucker « Are clearinghouses the new central banks? » prononcé au symposium sur les dérivés de gré à gré organisé à Chicago le 11 avril 2014.

l'entité. Cet événement n'est arrivé que trois fois au cours de l'histoire, mais rien n'indique que les risques de défaut des chambres n'aient pas augmenté. Or les chambres de compensation sont mal équipées pour gérer leur propre risque de défaut. En effet, les règles de bonne gestion les forcent à liquider au plus vite, et au maximum en trois jours, les positions défaillantes. Cela signifie qu'elles pourraient avoir à absorber des pertes massives si le défaut se déroulait au cours d'un krach boursier ou d'une crise systémique.

Comme les chambres sont très peu capitalisées au regard de leurs engagements, l'absorption de ces pertes conduiraient nécessairement la chambre en question à chercher des ressources supplémentaires, et donc à appeler plus de marges, au risque d'effet de bords très négatifs sur la liquidité d'autres intermédiaires financiers. Elles pourraient alternativement être amenées à annuler des contrats de dérivés, avec des conséquences potentiellement importantes si aucune alternative ne venait remplacer les positions annulées²¹. Le choix des outils utilisés pour la résolution d'une chambre de compensation et le moment où ils pourraient être activés font l'objet des négociations en cours au niveau international et au sein de l'Union européenne visant à encadrer les procédures de rétablissement ou de résolution des chambres de compensation. Étant donné les risques associés à l'utilisation de l'un ou l'autre des outils de résolution sur la stabilité financière, il est important de veiller à ce que la supervision et la résolution des chambres de compensation ménagent une place particulière aux banques centrales dans leur mandat de lutte contre les crises financières.

2. QUELQUES RÉFLEXIONS CRITIQUES SUR L'INSPIRATION ET LA PHILOSOPHIE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE POST-CRISE

Le rapide bilan des évolutions réglementaires post-crise que nous avons dressé intègre une dimension critique. Mais celle-ci est jusque-là restée parcellaire en ce sens qu'elle s'applique aux différentes mesures prises séparément. Une critique plus globale de l'inspiration et de la philosophie de ces changements réglementaires mérite d'être énoncée.

Le monde de la banque et de la finance est devenu excessivement complexe, et cette complexité est une entrave majeure à sa régulation. Cette complexité touche tant la structure des groupes bancaires systémiques transnationaux que les pratiques des acteurs de la finance notamment en matière de gestion des risques. Loin de chercher à

²¹ Voir l'article « Liquidity and the resolution of central clearing counterparties » par Vincent Bignon, 2018.

contrecarrer cette complexité, la régulation financière post-crise a plutôt tenté de s'y adapter. Or la complexité est un vecteur de capture et un facteur qui nuit à l'efficacité de la réglementation.

2.1. LA COURSE À LA COMPLEXITÉ RÉGLEMENTAIRE : UNE ERREUR MAJEURE

Cette course à la complexité dans la réglementation doit, selon nous, être questionnée. De ce point de vue, le parallèle entre la réglementation prudentielle et la réglementation fiscale interpelle. Les similitudes entre l'évolution de ces deux types de réglementation sont nombreuses, et leur mise en exergue devrait permettre d'éclairer le lecteur sur les effets pervers de la course à la complexité. Tout comme la complexité des dispositions fiscales est devenue un facteur important de l'évasion fiscale et crée des distorsions entre les différents contribuables quant à leur capacité à exploiter à leur profit cette complexité²², la complexité des dispositions de réglementation prudentielle engendre des distorsions du même type entre les plus grandes banques et les plus petites. En d'autres termes, la complexité crée des sortes de distorsions de concurrence. Le « *level playing field* » est mis à mal car les banques systémiques ont les moyens et sont incitées à consacrer davantage de ressources pour tirer parti de cette complexité afin de réduire la pression réglementaire. « L'optimisation » pour ne pas dire la manipulation de leur actif pondéré par les risques en est un très bon exemple. Par ailleurs, plus la réglementation est complexe, plus elle entretient un terrain propice à la « capture corrosive » pour reprendre l'expression de Carpenter et Moss²³. Cette forme insidieuse de capture intervient quand les acteurs régulés parviennent à altérer la robustesse et l'efficacité de la réglementation relativement à ce que le législateur souhaitait au nom de l'intérêt général. Concrètement, la reconnaissance des modèles de contrôle interne des banques pour le calcul de leur capital réglementaire est une forme de capture corrosive. Elle ronge de l'intérieur l'efficacité de la réglementation. S'ajoute à cela que la sophistication de la réglementation influence directement la composition du personnel des agences en charge des réglementations et de la supervision dans un sens favorable à l'industrie. La complexité réglementaire justifie le recrutement d'experts financiers issus de l'industrie régulée. Ceux-ci sont censés mieux comprendre la technicité des réglementations et ses enjeux alors même que, du fait de leur carrière

²² La différence de taux d'imposition effectif entre les PME et des grandes multinationales en est une illustration.

²³ Carpenter D. et Moss D., *Preventing regulatory capture - Special interest influence and how to limit it*, Cambridge University Press, 2014.

antérieure dans l'industrie, ils souffrent souvent d'un biais pro-industrie. Les portes tournantes (*revolving doors*²⁴) sont ainsi le plus souvent justifiées par des arguments en termes de compétences techniques et de connaissance fine du secteur. Cependant, des travaux empiriques récents mettent en exergue le coût de ces portes tournantes en termes de perte d'efficacité de la réglementation et/ou de la supervision. Un premier travail de recherche a été réalisé par des chercheurs de la banque centrale des Pays-Bas²⁵. Dennis Veltrop et Jakob de Haan ancrent leur étude dans la théorie de l'identité sociale, ce qui se justifie par les normes sociales fortes qui caractérisent le secteur de la finance. Contrairement aux approches traditionnelles de la capture qui se focalisent sur la capacité du secteur financier à influencer directement les politiques et les hauts fonctionnaires *via* des contributions financières à des campagnes électorales, le lobbying et des opportunités de carrière, ces auteurs mettent en évidence des canaux plus subtils de capture. Ceux-ci passent par l'internalisation par les superviseurs et régulateurs des objectifs, normes et valeurs du secteur financier à travers des processus d'identification sociale. Leurs résultats démontrent que les superviseurs ayant eu antérieurement des fonctions et/ou un mandat dans le secteur financier sont prédisposés à une plus grande identification sociale avec le secteur financier. De plus, celle-ci affecte négativement leurs performances en tant que superviseur. De ce point de vue, cette étude est l'une des premières qui montre sur la base d'une étude scientifique les effets perniciose des « *revolving doors* ». Une autre étude menée par Mishra et Reshef (2017)²⁶ produit des résultats convergents avec celle de Veltrop et Haan. Elle met en exergue la capture cognitive qui affecte les banquiers centraux. Mishra et Reshef analysent les CV des gouverneurs de Banque centrale au niveau mondial entre 1970 et 2011 et les mettent en relation avec des données concernant la régulation financière. Plusieurs résultats intéressants méritent d'être soulignés. La proportion des gouverneurs ayant une expérience professionnelle dans la finance passe de 10 % en 1980 à 30 % en 2010. Si cette expérience est suffisamment longue (au-delà de

²⁴ La pratique des portes tournantes désigne l'alternance au cours de la carrière d'une personne entre les positions de haute responsabilité dans l'industrie – ici la banque – et dans la haute administration et/ou les cabinets ministériels souvent avec des compétences directement en lien avec l'industrie. Sur cette question, on peut se référer à la note Terra Nova (3 février 2017) Joël Moret Bailly, Hélène Ruiz Fabri et Laurence Scialom « Les conflits d'intérêts, nouvelle frontière de la démocratie », http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/306/original/03021017_Les_conflits_d'int_r_ts_nouvelle_fronti_re_de_la_d_mocratie.pdf?1488359058

²⁵ Veltrop Dennis and de Haan Jakob, « I just cannot get you out of my head: regulatory capture of the financial sector supervisors », DNB Working Paper, n° 410, janvier 2014.

²⁶ « How do central bank governors matter ? Regulation and the financial sector », Paris School of Economics, mars 2017.

cinq à six ans), elle a un impact fort. Le banquier devenu banquier central dérègle trois fois plus que le banquier central sans expérience dans la finance... Au contraire, une expérience professionnelle à la Banque des règlements internationaux ou aux Nations unies ralentit la déréglementation.

Enfin, plus la réglementation est complexe, plus le législateur sera réceptif aux arguments de l'industrie et aura tendance à consulter les représentants du secteur bancaire pour écrire la réglementation. La complexité est un repoussoir qui entrave le débat citoyen, ce qui d'un point de vue démocratique est très dommageable.

Proposition n° 1 : Mener des politiques publiques visant à réduire la complexité dans la finance (produits, pratiques et structures) de sorte de mieux la contrôler et de réduire la capture par la complexité.

Pour essayer de comprendre les ressorts de cette course à la complexité, revenons sur les fondements du ratio de capital et questionnons les principes retenus. Il y a potentiellement trois justifications majeures à la réglementation de la capitalisation des banques :

- fournir un amortisseur protecteur de la solvabilité des banques,
- créer un cadre d'incitations qui contienne la prise de risque,
- et créer un cadre permettant une intervention précoce des superviseurs en cas de dégradation de la solvabilité de la banque.

Ces trois motivations peuvent être partiellement contradictoires. Ainsi, si l'objectif majeur est de créer un dispositif d'incitation à la maîtrise des risques, un ratio de capital pondéré par les risques est, en théorie, justifié. Cependant, comme le calcul du dénominateur du ratio de capital – l'actif pondéré par les risques – est délégué aux banques régulées pour les plus grandes d'entre elles, cet argument d'incitation perd sa pertinence du fait des possibilités de manipulation du calcul et d'arbitrage de régulation ainsi créées.

En revanche, si la réglementation en capital fait partie d'un dispositif plus large d'intervention corrective précoce, c'est-à-dire avant que la valeur nette de la banque ne devienne négative, il n'y a pas de raison évidente de faire prévaloir la pondération par les risques. Ce qui est alors essentiel, c'est que le ratio qui constitue le seuil déclencheur de l'intervention ne soit pas manipulable par la banque. Notons que cette conception du ratio

de capital est en cohérence avec les avancées en termes de dispositifs de redressement et de résolution. En revanche, elle entre en contradiction avec le choix fait dès 1996 de reconnaître les modèles de contrôle des risques des banques pour la détermination de leur capital réglementaire pour couvrir le risque de marché. Choix qui a été conforté par les accords de Bâle II avec l'extension de cette logique au risque de crédit et qui a été assez largement reconduit dans les accords de Bâle III.

Ce choix d'un ratio de capital pondéré par les risques avec délégation du calcul du numérateur aux banques elles-mêmes pour les plus grandes d'entre elles est souvent justifié par la sophistication des instruments financiers et de l'évaluation des risques associés²⁷. Cet alignement de la mesure réglementaire des risques sur les méthodes utilisées par les banques elles-mêmes pour l'allocation de leur capital a considérablement complexifié la réglementation prudentielle. Si l'on considère que le nombre de pages de l'accord est un bon proxy de sa complexité, on est passé d'un accord de 30 pages avec Bâle I à un accord de près de 350 pages avec Bâle II... Les accords de Bâle III ayant été adoptés par vagues successives, la comparaison est moins directement aisée, mais il est évident que la complexification s'est encore considérablement accrue.

Comme le rappellent A. Haldane et V. Madouros²⁸, « pour une grande banque active à l'international, le nombre de modèles utilisés pour définir les besoins de fonds propres peut se compter par centaines et le nombre de paramètres peut être estimé à plusieurs milliers, voire plusieurs dizaines de milliers ». On comprend bien, dès lors, à quel point cette complexité peut être exploitée par les banques et à quel point les superviseurs en charge de valider les procédures internes de calcul de l'actif pondéré par les risques font face à une asymétrie d'information difficilement surmontable. Des simulations ont été faites soulignant l'hétérogénéité très forte des modèles de contrôle des risques des banques et des pondérations des risques : sur un même portefeuille hypothétique, le capital requis peut aller, selon les banques, de 1 à presque 3²⁹. Cela signifie qu'un même portefeuille peut être financé par des exigences en capital réglementaire très différentes. Cet état de fait rend

²⁷ Notons néanmoins que les surcharges en capital pour les banques systémiques en fonction de leur degré de systémicité compensent très partiellement cette conception du ratio de capitalisation.

²⁸ Haldane A. et Madouros V., « La réglementation basée sur le risque : est-ce le moment pour un retour vers le futur ? », *Revue d'économie financière*, 2013/4, n° 112, 2013.

²⁹ Basel Committee on Banking Supervision, « Regulatory Consistency Assessment Program : Analysis of Risk-Weighted-Assets », 2013.

difficile la comparaison entre les banques par les investisseurs mais également par les superviseurs.

Dès lors, comment justifier de n'avoir pas rompu avec cette logique à l'occasion de la crise ? Cette persistance de l'utilisation des modèles internes dans le calcul des exigences en capital réglementaire pourrait-elle se justifier par une meilleure prédictibilité des risques de défaut bancaire ? La question est alors : est-ce que les critiques relatives à sa complexité et aux opportunités d'arbitrage réglementaire sont « compensées » par une meilleure performance du ratio de capital pondéré par les risques sur le ratio de levier simple, c'est-à-dire non pondéré par les risques, dans le fait de « voir venir » les défauts bancaires et donc de pouvoir intervenir précocement. Étonnamment, les études empiriques sont plutôt convergentes³⁰ sur le fait que c'est au contraire le ratio de levier, c'est-à-dire le plus simple, qui surperforme le ratio pondéré par les risques, notamment pour les banques les plus grosses, c'est-à-dire celles dont la faillite est potentiellement la plus dévastatrice...

Si l'on ajoute que ces ratios frustes sont beaucoup moins coûteux à calculer, ne dépendent d'aucune hypothèse complexe de calibrage, ne sont donc pas soumis au risque de modèle et sont directement vérifiables par les outsiders – investisseurs et superviseurs –, le *trade-off* entre le coût pour le régulateur et l'efficacité prédictive semble favorable aux ratios de capitalisation non pondérés par le risque, notamment comme seuils déclencheurs des mesures de supervision renforcée, voire de coercition.

Proposition n° 2 : Faire du ratio de levier le pivot de la réglementation en capital des banques.

Concernant la complexité des banques systémiques, elles sont trop grosses, mais également et surtout trop complexes et trop interconnectées pour être correctement gérées et supervisées. Leur taille et la complexité des structurations de groupe constituent un obstacle majeur à leur résolution. Les banques systémiques ne sont pas simplement des banques plus grosses que les autres, elles ne sont pas juste issues d'une translation

³⁰ Demircuc-Kunt A., Detragiache E., Merrouche O., « Bank capital: Lessons from the financial crisis », *Journal of money, credit and banking*, vol. 45, n° 6, septembre 2013 ; Mayes D. et Stremmel H., « The effectiveness of Capital adequacy measures in predicting Bank distress », *SUERF Studies*, 2014/1 ; Hogan T., « Capital and risk in commercial banking : a comparison of Capital and risk based capital ratios », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 57, août 2015.

homothétique de banques universelles de taille moyenne, elles ont un modèle d'activité radicalement différent. Il n'y a pas de continuum dans la population des banques universelles. La croissance « subventionnée » de leur taille s'accompagne d'une déformation de leur structure de bilan au profit du trading et au détriment des activités de banque commerciale. De plus, ces banques systémiques ont une structure de financement qui les rend fragiles et sujettes aux crises de liquidité, car elles sont plus dépendantes des financements de marché de court terme que les banques plus petites. Leur levier est également plus élevé, c'est-à-dire qu'elles ont moins de capital relativement à la taille de leur bilan. Comme nous l'avons montré dans une précédente note³¹, en l'absence d'une réforme de la structure de ces banques systémiques allant dans le sens d'une filialisation des activités et d'une séparabilité rapide des filiales imposées par le régulateur, les dispositifs de redressement et de résolution sont peu crédibles quant à leur capacité à protéger les contribuables face à ce type d'acteurs financiers. De nouveau, une réduction de la complexité entretenue de la structure des groupes bancaires systémiques renforcerait considérablement l'efficacité des dispositifs adoptés. Par ailleurs, l'épidémie de scandales financiers impliquant des banques systémiques peut être analysée comme étant le symptôme de la difficulté à gérer correctement des établissements financiers devenus obèses. Atteinte à l'intégrité des marchés avec les scandales du Libor, de l'Euribor, du Tibor, du Forex³², scandale des produits structurés toxiques, fraude à grande échelle sur les prêts hypothécaires, implication des banques dans des dispositifs d'évasion fiscale à grande échelle... la liste semble pouvoir s'étirer à l'envi. Ces fraudes, tromperies et délits multiples et récurrents ne sont pas des épiphénomènes : ils sont au contraire symptomatiques. Paradoxalement, nous considérons donc qu'il faut prendre au sérieux la ligne de défense de plusieurs dirigeants de banques systémiques englués dans des scandales financiers : leurs établissements sont tout simplement devenus « *too big to manage*³³ », et l'organisation interne des groupes bancaires ne permet pas d'associer des responsabilités individuelles aux comportements déviants et éthiquement répréhensibles.

³¹ Adrien Béranger, Jézabel Couppey-Soubeyran et Laurence Scialom, « Union bancaire : le temps joue contre nous », 26 mars 2014, <http://tnova.fr/etudes/union-bancaire-le-temps-joue-contre-nous>

³² François Morin, dans son ouvrage *L'Hydre mondiale : l'oligopole bancaire* (Lux éditeur 2015), qualifie à raison ces scandales « d'ententes en bande organisée ».

³³ Stuart Gulliver, le directeur général d'HSBC, a utilisé en 2015 l'argument du « *too big to manage* » quand sa banque s'est trouvée au cœur d'un scandale d'évasion fiscale, <https://www.ft.com/content/87395500-bdd2-11e4-8cf3-00144feab7de>. Dans la même veine, le PDG de Wells Fargo John Stumpf, poussé à la démission par le scandale de l'ouverture de près d'un million et demi de comptes fictifs et de l'attribution de près de 500 000 cartes à

Proposition n° 3 : Réduire la complexité de la structure des groupes bancaires – une réponse au « *too big to fail* » (facilite la supervision et renforce la crédibilité des dispositifs de résolution) et au « *too big to manage* » qui crée un environnement de déresponsabilisation individuel des managers et dirigeants bancaires.

Plusieurs notes Terra Nova ont présenté le plaidoyer pour une réforme de la structure des banques systémiques³⁴. Ce type d'évolution semble malheureusement avoir été abandonné par les décideurs politiques notamment au niveau européen. La concentration excessive du secteur bancaire européen, nocive tant du point de vue de la stabilité financière que de celui des consommateurs de services bancaires et financiers, ne mobilise pas davantage l'attention. Pourtant, simplifier la structure des établissements, réduire leur taille et empêcher une concentration excessive du secteur aiderait à mieux lutter contre le syndrome du « *too big to fail* » et du « *too big to manage* », et faciliterait la mise en œuvre des dispositifs de redressement et de résolution. Sur ce dossier comme sur d'autres, la pression des lobbys bancaires a réussi à faire plier la volonté politique.

2.2. UNE APPROCHE INSUFFISAMMENT GLOBALE : LES BALBUTIEMENTS DE LA REGULATION MACROPRUDENTIELLE

L'approche prudentielle actuelle pêche également par son manque d'orientation systémique. La crise de 2007-2008 a permis de réaliser à quel point le risque systémique avait été sous-estimé et que les exigences microprudentielles n'étaient pas seulement insuffisantes, mais non conçues pour y parer. C'est l'action macroprudentielle qui a vocation à prévenir le risque systémique.

Le risque systémique doit s'appréhender dans ses deux dimensions.

l'insu des clients, a reconnu lors de son audition devant le Sénat américain que ces pratiques abusives avaient duré plus de cinq ans et impliqué 5 300 personnes. Les pratiques frauduleuses ont été identifiées dès 2011, mais les dirigeants de la banque n'ont réalisé l'étendue du problème qu'au début de 2015, <https://www.nytimes.com/2016/09/21/business/dealbook/wells-fargo-ceo-john-stumpf-senate-testimony.html>. Et bien d'autres exemples pourraient être évoqués.

³⁴ L. Scialom, « La réforme de la structure des banques un enjeu démocratique majeur », note Terra Nova, 4 octobre 2012, <http://tnova.fr/notes/la-reforme-de-la-structure-des-banques-un-enjeu-democratique-majeur>
G. Giraud et L. Scialom, « Pour une réforme bancaire plus ambitieuse : vous avez dit Liikanen Chiche ! », 28 février 2013, <http://tnova.fr/etudes/pour-une-reforme-bancaire-plus-ambitieuse-vous-avez-dit-liikanen-chiche>

- Sa formation dans le temps (dimension temporelle), avec plus précisément son essor dans la phase ascendante du cycle financier, pendant laquelle il s'accroît à mesure que les agents s'endettent et investissent dans un contexte qui leur semble porteur au point de s'engager dans des structures d'endettement de plus en plus risquées qui ne leur permettront pas toujours de faire coïncider leurs échéances de remboursement et la rentabilité de leur investissement ; puis son repli dans la phase descendante, où les risques baissent mais sont perçus comme élevés et la liquidité se fige, après un pic coïncidant généralement avec une crise.
- Sa distribution entre les agents à un point donné du temps (dimension transversale), certains d'entre eux ayant une contribution telle, de par leur taille, leurs connexions avec d'autres, la complexité de leur activité, etc. (*cf. supra*), qu'ils sont dits « systémiques ».

La dimension temporelle du risque systémique concerne la pro-cyclicité du système financier et se réfère à des processus multiples et souvent auto-renforçant par lesquels se constituent des fragilités financières cachées dans la phase ascendante du cycle financier. Ainsi, dans la phase haute du cycle, la hausse de la valeur de marché des actifs et l'emballlement du crédit se nourrissent mutuellement *via* notamment le canal des collatéraux (c'est-à-dire des garanties à apporter pour emprunter et dont la valeur suit la tendance du cycle). La sous-évaluation systématique des risques et l'écrasement corrélatif des *spreads* constituent une autre source d'accroissement général du levier d'endettement dans la période euphorique. Les intervenants sur les marchés financiers voient baisser leur aversion pour le risque – on dit qu'ils sont optimistes – et sous-évaluent le risque contenu dans les actifs. Il en résulte un écrasement généralisé des primes de risques à la fois sur les actions et sur les titres de dette. Cette phase est particulièrement favorable aux développements des bulles.

Pour contrer la formation du risque systémique dans le temps, l'action prudentielle doit se faire contracyclique, c'est-à-dire aller à rebours du cycle financier, freiner l'endettement et les prix d'actifs lorsqu'ils s'emballent, d'autant qu'ils se nourrissent mutuellement, et relâcher le frein dans la phase de repli. C'est l'un des pans de la politique macroprudentielle. Il lui faut réguler (au sens de tempérer) le cycle financier dans l'espace pertinent où il se déploie. Ce peut être un pays, une région, une zone, etc., en fonction du degré de synchronicité du cycle financier. Si l'on prend le cas de la zone euro, les cycles

financiers des différents États membres ne sont pas synchrones, celui de l'Allemagne notamment étant largement décalé de celui des autres pays, eux-mêmes peu convergents selon que l'on considère, par exemple, le cycle irlandais ou le cycle français. Une action macroprudentielle contracyclique aura alors peu de chance, du fait de ces divergences de cycles financiers, d'être efficace si elle est menée pour la moyenne de la zone ; elle le sera, en revanche, davantage en étant calibrée pour chaque pays ou sous-ensemble de pays où le cycle financier converge. À cet égard, l'action macroprudentielle a comme avantage d'être modulable, c'est-à-dire que son action peut tout aussi bien être calibrée à l'échelle d'un pays, qu'à celle d'un ensemble de pays, à l'échelle du crédit, ou à celle plus fine du crédit immobilier, etc.

La dimension transversale du risque systémique se focalise quant à elle sur la concentration des risques qui peut provenir soit d'expositions communes entre institutions financières du fait de la détention d'actifs comme les actifs dits toxiques ou d'engagements comme par exemple une trop forte dépendance à la liquidité de financement sur les marchés de gros, soit de l'interdépendance entre les institutions financières, c'est-à-dire du risque de contrepartie. La crise financière de 2007-2008 a clairement illustré comment des expositions communes peuvent amener à la défaillance simultanée d'établissements financiers pourtant divers. La similarité de leurs portefeuilles ou la présence d'expositions croisées (directes ou indirectes) au risque de contrepartie crée une forte interdépendance entre eux. Ainsi, le risque systémique dépend non seulement de la somme des risques portés par chaque établissement mais également du degré de corrélation entre les bilans et les activités des établissements. Plus cette corrélation est forte, plus le risque systémique est fort. C'est pourquoi le capital réglementaire qui répond à une logique micro-prudentielle et qui ne vise qu'à couvrir les risques pris par l'établissement conduit à une sous-capitalisation du système financier.

Pour contrer l'augmentation du risque systémique à un point donné du temps, l'action macroprudentielle doit aussi agir au niveau transversal, en visant à renforcer la résilience des groupes bancaires ou financiers systémiques, c'est-à-dire leur capacité de résistance à un choc pour éviter la transmission de leurs difficultés. Les groupes bancaires systémiques ayant une activité largement internationalisée – BNP Paribas est, par exemple, implanté dans 62 pays, Deutsche Bank dans 55, Santander dans 33... (Oxfam, 2017) –, leur surveillance doit se faire à l'échelle qui correspond le mieux à celle de leur activité (d'où le

bien-fondé du mécanisme de supervision unique, premier volet de l'Union bancaire) et les règles prudentielles qui leur sont appliquées doivent être ajustées à leur degré de systémicité.

Des dispositions en ce sens ont-elles été introduites depuis la crise ? La réponse est oui, mais *a minima* et dans les interstices des standards microprudentiels. Ainsi que nous l'avons précisé plus haut en présentant le contenu des accords de Bâle III, un coussin contracyclique a été introduit pour ajuster l'exigence microprudentielle de fonds propres au cycle financier, ainsi qu'une surcharge de fonds propres pour tenir compte de la nature systémique de certains groupes bancaires. Ces deux dispositions, qui correspondent chacune à l'une des deux dimensions de la prévention du risque systémique (le coussin contracyclique pour la dimension temporelle, la surcharge pour la dimension transversale), sont un début d'instrumentation macroprudentielle.

Toutefois, la prévention du risque systémique ne saurait se réduire à ces deux seuls instruments. Il en existe d'autres mobilisables³⁵, complémentaires de ceux liés au capital réglementaire, pour limiter la capacité d'endettement des agents économiques, au niveau notamment du crédit immobilier. Parmi ces mesures, on peut citer les limites sur les ratios prêts/valeur contracyclique (*Loan to Value* - LTV) ou prêt/revenu (*Loan to Income* - LTI), charge de la dette/revenu (*Debt Services to Income* - DSTI) ou encore des limites sur la maturité des prêts. Ces mesures ont l'avantage de pouvoir être ciblées et sont d'autant plus efficaces qu'elles le sont. Finement modulables, elles peuvent être ajustées à la valeur des biens, à la devise de financement, au type de propriétaire (primo-accédant ou logement secondaire), à la nature du logement (résidentiel ou commercial), à la géographie (région, ville, quartiers), etc. (Jacome et Mitra, 2015).

La mise en application de ces instruments visant les emprunteurs incombe aux autorités nationales et n'est pour le moment pas harmonisée au niveau européen, ni *a fortiori* au-delà. D'ailleurs, les autorités en charge de ces instruments ne sont pas nécessairement des banques centrales ou des régulateurs/superviseurs micro/macropudentiels. Le Trésor ou le

³⁵ Voir le rapport pour le Parlement européen (Direction générale des politiques internes & Unité d'assistance à la gouvernance économique) publié en mai 2017 : J. Couppey-Soubeyran & S. Dehmej, « Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro », http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU%282017%29602073

gouvernement sont parfois l'autorité compétente (le gouvernement aux Pays-Bas, le ministère des Finances en Norvège³⁶...).

Les deux catégories de mesures, celles visant les prêteurs (surcharges, coussins contracycliques, pondérations sectorielles) et celles visant les emprunteurs (LTV, LTI, DSTI), sont complémentaires. Notamment parce que les mesures visant les prêteurs couvrent le stock des expositions, alors que les instruments visant les emprunteurs couvrent le flux des expositions, ce qui permet une couverture plus large des risques et réduit les possibilités de contournement. Plus largement, leur utilisation conjointe permettrait d'accroître la stabilité du système financier en renforçant la résilience des prêteurs et, de concert, en évitant les déséquilibres financiers résultant d'un endettement excessif, immobilier notamment, des emprunteurs privés.

Proposition n° 4 : Renforcer les dispositifs macroprudentiels notamment par une utilisation coordonnée des instruments visant les prêteurs et les emprunteurs de sorte d'agir plus précocement et efficacement sur la constitution de déséquilibre financiers.

Outre la boîte à outils macroprudentiels, c'est aussi tout le design institutionnel de la politique macroprudentielle qui reste à clarifier. Au niveau européen, il pourrait reposer, pour l'action contracyclique, sur l'European Systemic Risk Board et les déclinaisons nationales de comités de stabilité financière, et, pour l'action transversale, sur la BCE puisque les groupes bancaires d'importance sont déjà sous sa surveillance dans le cadre du Mécanisme de surveillance unique (MSU) de l'Union bancaire. Les bases institutionnelles de cette répartition coordonnée existent mais celle-ci reste à expliciter. Pour cela, il faudrait que les autorités macroprudentielles soient clairement désignées comme telles et qu'elles aient l'entière responsabilité des instruments à usage macroprudentiel³⁷.

Ce qui freine l'action macroprudentielle tient aussi à la hiérarchie des instruments prudentiels (*pecking order*), principe qui consiste à requérir des autorités désignées qu'elles

³⁶ Cf. Couppey-Soubeyran et Dehmej (2017) op. cit.

³⁷ À titre d'exemple, les contraintes sectorielles comme celles visant l'immobilier (articles 124 et 164 du CRR côté prêteurs et LTV, DTI côté emprunteurs) devraient être réservées à un usage macroprudentiel à la disposition des autorités macroprudentielles nationales en concertation avec l'ESRB.

fassent la preuve de l'insuffisance des instruments microprudentiels mobilisés pour pouvoir déclencher des mesures macroprudentielles. Tant que prévaudra cette hiérarchie entre action microprudentielle et action macroprudentielle, cette dernière restera au second plan et soumise à un biais d'inaction.

Proposition n° 5 : Clarifier le design institutionnel et la répartition des compétences en matière de politique macroprudentielle au niveau européen et autonomiser l'usage des dispositifs macroprudentiels relativement aux actions microprudentielles.

En Europe, ce biais d'inaction est du reste accentué par la procédure actuelle de notification des instruments qui, pour certains d'entre eux, fait intervenir un grand nombre de parties prenantes (conseil, commission, EBA), alourdissant le travail de *reporting* des autorités nationales compétentes et les exposant à un risque d'avis contradictoires. Une harmonisation des procédures de notification et une réduction du nombre de parties prenantes, au profit de l'ESRB, apparaîtraient, à cet égard, hautement souhaitables.

2.3. UN ÉTAT D'ESPRIT QUI RESTE À CHANGER

Si la philosophie du dispositif prudentiel n'a, en dépit des réformes, pas fondamentalement changé, c'est parce que le rapport au crédit, à la dette, à la taille des établissements financiers, et plus largement à la finance, n'a lui-même pas fondamentalement changé.

Le crédit est devenu dans nos sociétés financiarisées le palliatif d'un pouvoir d'achat qui baisse ou n'augmente pas. Dans un contexte général de compression salariale, le crédit est quasiment le seul moyen de maintenir le niveau de vie des ménages pauvres et des classes moyennes (Héricourt, 2018³⁸). Les études récentes établissent un lien de causalité entre la montée des inégalités et le recours au crédit. On comprend, dans ce contexte, que l'opinion publique puisse être, tout comme les gouvernants, réticents à réguler le crédit, pourtant soumis à une évolution cyclique, qui lorsqu'elle devient une bulle engendre de l'instabilité financière.

³⁸ « Inégalités et crédit aux ménages. Un couple infernal », dans *Carnet graphique des 40 ans du CEPII*, avril 2018. Voir aussi « Les inégalités : un moteur du crédit aux ménages », Lettre du CEPII n° 379, août 2017. <http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/lettre/abstract.asp?NoDoc=10418>

La dette qui, au-delà du crédit des ménages et des entreprises, s'étend aux titres de marché remboursables (obligations, titres de créances...) privés ou publics, nourrit fréquemment la critique. Mais celle-ci s'exprime le plus souvent de manière asymétrique, la dette publique (pourtant contrepartie d'investissements publics) cristallisant les débats, quand la dette privée reste largement encouragée, à travers des dispositions anciennes comme la déductibilité fiscale des intérêts d'emprunts, ou plus récente avec par exemple de la réforme d'Union des marchés de capitaux qui encourage les entreprises de taille moyenne à accroître la part de leurs financements obligataires ou à défaut entend développer la titrisation des crédits aux entreprises. La déductibilité des intérêts de la dette incite les entreprises à préférer la dette aux fonds propres. Il en va de même pour les banques structurellement plus endettées que les entreprises non financières³⁹. De ce biais pro-dette, il résulte que des entreprises plus fragiles – plus endettées et donc moins capitalisées – sont financées par des banques elles-mêmes plus fragiles.

Proposition n° 6 : Progressivement désintoxiquer nos économies du financement par la dette en menant des politiques publiques favorisant le financement sur fonds propres plutôt que le financement par la dette.

C'est d'ailleurs pour les banques que ce biais pose le plus de problème puisqu'il va à rebours des efforts du régulateur pour augmenter la part des fonds propres au bilan des banques. Et c'est aussi pour elles malheureusement que la correction de ce biais est la moins aisée. Supprimer la déductibilité des intérêts de la dette reviendrait en ce qui les concerne à taxer le chiffre d'affaires de leur activité d'intermédiation (taux débiteurs) au lieu du bénéfice (taux débiteurs moins taux créditeurs) qui s'y rapporte. Quant à la solution symétrique qui reviendrait à rendre les fonds propres aussi attractifs fiscalement que la dette, quel sens aurait de faire payer à la collectivité, *via* un allègement fiscal, la prudence requise des banques à travers les exigences de fonds propres ? Même à supposer que la déduction fiscale puisse alors porter sur les fonds propres en sus de l'exigence réglementaire, l'État ne serait pas forcément bien

³⁹ D'autant plus qu'elles sont grandes et qu'elles bénéficient d'une garantie de sauvetage par les pouvoirs publics car alors la dette leur coûte encore moins cher. Les dispositifs de résolution qui se mettent en place ne résorberont que partiellement ce subventionnement implicite de la dette par les pouvoirs publics.

inspiré de « payer » ce que la pression du marché permet déjà d'obtenir sans coût supplémentaire pour la collectivité⁴⁰.

Autre perception à faire évoluer dans l'esprit des gouvernants trop perméables à l'emprise du discours du lobby bancaire, celle selon laquelle la taille des établissements bancaires est synonyme de robustesse et de plus grande compétitivité. Les grands établissements sont depuis plusieurs décennies assimilés à des champions nationaux dont les intérêts propres sont parfois confondus avec ceux de la collectivité. La taille est pourtant l'un des critères majeurs de systémicité des groupes bancaires. L'intérêt de la collectivité réside moins dans la présence de mastodontes systémiques en situation de prélever une rente à ses dépens que dans un écosystème de banques de tailles diverses et au modèle d'activité orienté vers les besoins de l'économie réelle.

Notons, en outre, que si les établissements systémiques sont désormais pris en compte dans le dispositif prudentiel, l'approche qui les concerne ne change en rien de celle retenue pour les établissements de moindre importance. Elle s'appuie sur le même pilier, les fonds propres, et ne fait qu'en exiger un peu plus, en les ajustant à leur systémicité, mais sans fondamentalement chercher à agir sur les facteurs de cette systémicité. Il n'a, par exemple, pas été question de limiter la taille des établissements au moyen d'un seuil ou d'une taxe systémique à l'instar de celle (certes extrêmement faible et qui devrait disparaître d'ici 2019) que la France avait adoptée en 2011, ou bien de réduire leur pouvoir de marché et par là même la concentration du secteur, ou encore de chercher à limiter les connexions entre les établissements financiers. À cet égard, seul le Dodd-Frank Act (section 622) introduit une limite à la concentration des plus grands établissements systémiques en interdisant toute opération de fusion/acquisition qui conduirait à former un groupe dont le total de bilan pèserait plus de 10 % des passifs consolidés agrégés de l'ensemble des institutions financières (ce qui *a priori* contraindrait les quatre plus grandes banques américaines : Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup et Wells Fargo).

Les règles de séparation pourraient constituer un complément « structurel » aux dispositions prudentielles. Il s'agit de mesures qui ont été combattues avec la plus grande vigueur – et avec succès – par l'industrie bancaire, ce qui d'ailleurs est le symptôme de leur efficacité. Par-delà la diversité d'optiques et d'intentions des pays qui les ont adoptées ou ont envisagé de le faire (sanctuarisation de la banque de détail au Royaume-Uni, limitation du trading pour compte propre

⁴⁰ Voir tribune « On n'aime pas la dette. Mais on l'encourage, toujours et encore », *Le Nouvel économiste*, 3 décembre 2015.

et des liens entre banques et *hedge funds* aux États-Unis, cantonnement des activités de marchés en dehors de la liste des opérations « utiles » au financement), elles ont en commun une longue liste d'exceptions laissant finalement intacte la structure – en termes de taille et de gamme des activités – des établissements systémiques. Celle qui se voulait la plus ambitieuse, portée par l'ancien commissaire aux services financiers, Michel Barnier, et issue des recommandations du rapport que la Commission européenne avait commandé au Finlandais Erkki Liikanen, est aussi celle qui aura subi le plus grand détricotage. Après une dernière version qui proposait de laisser au superviseur le soin de décider des activités à filialiser, le projet de directive a été officiellement enterré en octobre 2017. Il faut dire que le lobbying sur ce sujet a été vivace.⁴¹

Par ailleurs, la concentration du secteur bancaire qui résulte de la présence de très grands établissements et qui peut se révéler génératrice de risque systémique ne fait guère l'objet d'une évaluation régulière de la part des autorités prudentielles, pas plus qu'elles ne les amènent à solliciter le point de vue des autorités en charge de la concurrence.

Enfin, la finance est encore trop souvent considérée comme un moteur inépuisable de la croissance, et donc, en creux, sa régulation comme une entrave à la croissance. Ainsi, trop souvent dans les débats consacrés à la régulation financière prévaut l'idée d'un inévitable arbitrage entre stabilité financière et croissance économique. Gagner en stabilité en renforçant la réglementation des banques, l'organisation des marchés, etc. obligerait à perdre en croissance. Ce présupposé est rarement interrogé, alors même que bon nombre d'études de ces dernières années (Arcand, Berkes, Panizza, 2012 ; Cournède, Denk et Hoeller, 2015) ont démontré qu'au-delà d'un certain seuil, la finance ne profite plus à la croissance et lui devient même préjudiciable par l'instabilité qu'elle engendre.

Comprendre que la prévention des déséquilibres financiers n'est pas préjudiciable à la croissance et qu'elle est même indispensable pour retrouver un sentier de croissance soutenable et plus inclusive est une nécessité impérieuse. Là aussi, l'état d'esprit doit changer.

Proposition n° 7 : Changer le regard des autorités publiques sur la finance en reconnaissant que son hypertrophie (dette/PIB, taille excessive des établissements) pèse sur la croissance tout en exposant l'économie à l'instabilité financière. Infléchir les politiques publiques en conséquence.

⁴¹ Voir J. Couppey-Soubeyran, *Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ?*, *L'économie mondiale 2017*, La Découverte, coll. Repères, 2016.

CONCLUSION

Sans sous-estimer les avancées qui ont eu lieu depuis la crise en matière prudentielle, nous avons voulu, dans ce rapport, souligner les lignes de faille et surtout suggérer les inflexions nécessaires, dont les deux maîtres mots pourraient être « simplicité » et « approche systémique ». C'est ce qui fait défaut au cadre prudentiel post-crise. La course à la complexité réglementaire pour épouser celle du système financier nous semble constituer une erreur stratégique majeure car elle favorise la manipulation des règles et les phénomènes de capture. À cet égard, nous soutenons vivement le remplacement du ratio de fonds propres pondéré par un ratio de levier plus simple et plus aisément vérifiable. Quant à l'approche systémique, elle permettrait de mieux prévenir le risque de crise systémique, mais implique de compléter le dispositif microprudentiel par des mesures macroprudentielles sans les cantonner à l'arrière-plan.

Dans cette perspective, nous défendons aussi l'idée d'une approche holiste de la stabilisation financière en Europe⁴² fondée sur la complémentarité organisée entre régulation publique et discipline de marché, afin que le filet de sécurité installé par la puissance publique autour du secteur bancaire et financier soit protecteur sans être déresponsabilisant. Pour prendre l'exemple des instruments de renflouement interne, leur efficacité est conditionnée par leur combinaison avec les autres composants du régime de régulation financière. Plans de redressement et de résolution, surcharges en capital pour les banques systémiques, réforme de la structure des banques permettant une résolution avec point d'entrée unique et une séparabilité rapide des filiales, règles de partage des pertes résiduelles en cas de résolution⁴³, harmonisation des législations en matière de résolution bancaire, c'est la combinaison de ces composants prudentiels qui peut faire système et véritablement constituer une réponse efficace et crédible au problème toujours d'actualité du risque de crise systémique.

⁴² « Pour une approche holiste du filet de sécurité financière dans l'Union Européenne : quelques arguments », *Revue d'économie politique*, 117 (4), juillet-août 2006.

⁴³ Deux notes Terra Nova précédemment citées consacrées à l'Union bancaire développent ces idées.